

FERNANDO RIBEIRO STARCK CRESTANA

**FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO  
MULTIPRODUTO COMERCIAL  
COMO ALTERNATIVA DE DIVERSIFICAÇÃO  
DE PORTFOLIO EM INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO  
- ESTUDO DE CASO DO BCFUND I**

São Paulo  
2012

**FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO  
MULTIPRODUTO COMERCIAL  
COMO ALTERNATIVA DE DIVERSIFICAÇÃO  
DE PORTFOLIO EM INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO  
- ESTUDO DE CASO DO BCFUND I**

Monografia apresentada à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo para obtenção do título de Especialista em Real Estate: Economia Setorial e Mercados (MBA-USP).

Orientador:  
Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar

São Paulo  
2012

## FICHA CATALOGRÁFICA

**Crestana, Fernando Ribeiro Starck**

**Fundo de investimento imobiliário multiproduto comercial como alternativa de diversificação de portfólio em investimento imobiliário: estudo de caso do BCFUND I / F.R.S. Crestana. -- São Paulo, 2012.**

**119 p.**

**Monografia (MBA em Economia Setorial e Mercados, com ênfase em *Real Estate*) – POLI.INTEGRA.**

**1. Mercado imobiliário 2. Portfólios I. Universidade de São Paulo. POLI.INTEGRA II. t.**

## DEDICATÓRIA

*Ao meu pai, por me mostrar o caminho;  
À minha mãe, por iluminá-lo.*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço ao professor Dr. Claudio Tavares de Alencar, pela seriedade, orientação, paciência e conselhos, assim como pela confiança em mim depositada.

Aos professores Dra. Eliane Monetti e Dr. Sergio Alfredo Rosa da Silva, pelo olhar crítico e sugestões que agregaram valor e elevaram a qualidade do meu trabalho.

Aos professores do curso cuja determinação e conhecimento contribuíram para minha formação profissional.

Aos colegas de trabalho, em especial o Adriano Mantesso pelas contribuições ao trabalho e o Gastão Valente pelo *coaching* diário, e aos demais parceiros do mercado imobiliário, com quem me identifico e muito tenho ainda a aprender.

Aos meus familiares, amigos e colegas que sempre me apoiaram e nunca duvidaram do meu potencial.

À minha querida Talita, por quem a extensão do meu amor não pode ser traduzida em palavras.

## RESUMO

O Fundo de Investimento Imobiliário (FII) surgiu no Brasil na década de 1990, e teve como uma das principais funções impulsionar o investimento no mercado imobiliário por meio da facilitação da entrada do pequeno e médio investidor nesse mercado. Desde a concepção do FII, foram criados com o tempo alguns mecanismos de incentivo à entrada desses investidores, melhorou também a segurança das operações, bem como a transparência e a liquidez para investir e desinvestir em cotas de FII. Recentemente, um importante avanço da indústria de FII surgiu por meio da ICVM 472, que permitiu maior liberdade na gestão da carteira de investimentos do FII. Nessa linha, esse trabalho tem por objetivo explorar as características principais e o comportamento do FII Multiproduto Comercial como oportunidade de investimento no mercado de FII no Brasil de hoje, tomando por base o estudo de caso do FII Brazilian Capital Real Estate Fund I (BC Fund I).

**Palavras-chave:** Fundo de Investimento Imobiliário. Mercado imobiliário. BC Fund I.

## **ABSTRACT**

Real Estate Investment Fund (FII) was created in Brazil in the 1990s, and one of its main functions was to boost investments in the real estate market by facilitating the entry of small and medium investors in this market. Since its creation, some mechanisms to encourage the entry of such investors have been created; the safety of operations has improved, and so did the transparency and the liquidity to invest in shares of FII. Recently, an important advance of the FII industry came through the CVM Instruction 472, which allowed greater autonomy in managing the FII's investment portfolio. Thus, this paper aims to explore the main characteristics and the behavior of the Commercial Multiproduct FII as an opportunity of investment in the Brazilian FII market today, based on the Brazilian Capital Real Estate Fund I FII (BC Fund I) case study.

**Keywords:** Real Estate Investment Fund. Real Estate market. BC Fund I.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Contexto econômico: evolução da taxa Selic.....	10
Figura 2 – Contexto econômico: estoque de investimento por instrumento .....	12
Figura 3 – Ciclo de vida do empreendimento imobiliário.....	20
Figura 4 – FII estruturados pelo mercado.....	37
Figura 5 – FII estruturados pela Brazilian Mortgages.....	38
Figura 6 – Indústria FII listados: evolução de instituições administradoras .....	42
Figura 7 – Indústria FII listados: evolução de FII listados na BM&FBovespa .....	43
Figura 8 – Indústria FII listados: evolução acumulada de FII listados na BM&FBovespa .....	43
Figura 9 – Indústria FII listados: configuração por patrimônio líquido por perfil .....	44
Figura 10 – Indústria FII listados: indústria no Brasil por patrimônio líquido .....	45
Figura 11 – Indústria FII listados: composição do mercado de administradores .....	46
Figura 12 – Indústria FII listados: desvalorização das cotas de HCRI e NSLU.....	49
Figura 13 – Indústria FII listados: evolução rentabilidade média em 2011 .....	54
Figura 14 – BC Fund I: giro da carteira – estratégia de aquisição de ativos.....	82
Figura 15 – BC Fund I: meta de distribuição de rendimentos - configuração inicial.....	84
Figura 16 – BC Fund I: evolução de aquisições e vendas desde sua estruturação (m <sup>2</sup> ).....	89
Figura 17 – BC Fund I: renovação efetiva de contratos .....	90
Figura 18 – BC Fund I: evolução da receita de locação avaliada desde o IPO .....	91
Figura 19 – BC Fund I: receita bruta realizada vs. avaliada (R\$ em moeda corrente) .....	92
Figura 20 – BC Fund I: eliminação da vacância no Cenesp .....	93
Figura 21 – BC Fund I: receita bruta de locação (R\$ milhões corrente).....	93
Figura 23 – BC Fund I: receita bruta anualizada frente ao valor do IPO.....	94
Figura 24 – BC Fund I: lucro líquido anualizado por cota (R\$ / cota) em moeda corrente .....	95
Figura 25 – BC Fund I: evolução da distribuição mensal líquida por cota .....	97
Figura 26 – BC Fund I: evolução do valor de avaliação dos ativos (R\$ em moeda corrente) .	98
Figura 27 – BC Fund I: evolução valor fechamento da cota .....	98
Figura 28 – BC Fund I: comparação BC Fund I, BR Properties, São Carlos e Ibovespa.....	99
Figura 29 – BC Fund I: evolução do valor justo da cota.....	99
Figura 30 – BC Fund I: comparação valor justo e valor médio de mercado da cota.....	100
Figura 31 – BC Fund I: evolução TIR mensal frente ao CDI.....	101
Figura 32 – BC Fund I: evolução de quantidade de cotistas por perfil .....	102



## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – CVM: taxa estabelecida em função do tipo e valor do registro de IPO.....	109
Quadro 2 – CVM: taxa de fiscalização por patrimônio líquido de FII.....	109
Quadro 3 – Indústria FII listados: relação de FII listados BM&FBovespa .....	111
Quadro 4 – Indústria FII listados: relação de ativos por FII.....	113
Quadro 5 – Indústria FII listados: rentabilidade FII.....	114

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Garantia de Rentabilidade em FII .....	53
Tabela 2 – BC Fund I: distribuição garantida em 5 anos - configuração inicial .....	84
Tabela 3 – BC Fund I: imóveis com contratos ajustados desde o IPO .....	90
Tabela 4 – BC Fund I: distribuição garantida em 5 anos – configuração atual .....	96

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABNT	Associação Brasileira de Normas Técnicas
Anbima	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
Bacen ou BC	Banco Central do Brasil
Bolsa ou BM&FBovespa	BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
BFRE	Brazilian Finance & Real Estate
BC Fund I	Fundo de Investimento Imobiliário Brazilian Capital Real Estate Fund I
CCP	Cyrela Commercial Properties
CEF	Caixa Econômica Federal
Cenesp	Centro Empresarial de São Paulo
Cepac	Certificados de Potencial Adicional de Construção
Cofins	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
Colliers	Colliers International do Brasil Consultoria Ltda
Copom	Comitê de Política Monetária
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
CSHG	Credit Suisse Hedging-Griffo Corretora de Valores S.A.
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FGC	Fundo Garantidor de Créditos
FII	Fundo de Investimentos Imobiliários
FIP	Fundo de Investimento em Participações
FRA	Fundo para Reposição de Ativos
Inspere (IBMEC)	Inspere Instituto de Ensino e Pesquisa, antigo IBMEC
ICVM 205	Instrução da CVM nº 205, de 14 de janeiro de 2004, conforme alterada
ICVM 206	Instrução da CVM nº 206, de 14 de janeiro de 2004, conforme alterada
ICVM 389	Instrução da CVM nº 389, de 03 de junho de 2003, conforme alterada
ICVM 400	Instrução da CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003,

	conforme alterada
ICVM 401	Instrução da CVM nº 401, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada
ICVM 409	Instrução da CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, conforme alterada
ICVM 472	Instrução da CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, conforme alterada
ICVM 476	Instrução da CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, conforme alterada
IGP-M	Índice Geral de Preços do Mercado
IN 1.022/10	Instrução Normativa nº 1.022 da Receita Federal do Brasil, de 5 de abril de 2010
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Ampliado
IPO	Initial Public Offering (Termo em inglês para Oferta Pública Inicial)
IPTU	Imposto Predial e Territorial Urbano
IR	Imposto de Renda
IRPF	Imposto de Renda de Pessoa Física
IRPJ	Imposto de Renda de Pessoa Jurídica
ITBI	Imposto de Transmissão de Bens Imóveis
Lei nº 8.245/1991	Lei nº 8.245, de 18 de outubro de 1991, conforme alterada
Lei nº 8.668/1993	Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, conforme alterada
Lei nº 9.779/1999	Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999, conforme alterada
Lei nº 11.033/2004	Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004, conforme alterada
Lei nº 11.196/2005	Lei nº 11.096, de 21 de novembro de 2005, conforme alterada
LH	Letras Hipotecárias
LCI	Letras de Crédito Imobiliário
PIB	Produto Interno Bruto
PIS	Programa de Integração Social

RAG	Renda Adicional Garantida
Resolução 2.554/98	Resolução 2.554 do Bacen, de 24 de setembro de 1998, que dispõe sobre a implantação e implementação de sistema de controles internos nas empresas.
SPE	Sociedade de Propósito Específico
TIR	Taxa Interna de Retorno
TIRE	Título de Investimento em Real Estate

## SUMÁRIO

RESUMO .....	i
ABSTRACT .....	ii
LISTA DE FIGURAS .....	iii
LISTA DE QUADROS .....	iv
LISTA DE TABELAS .....	v
LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS .....	vi
SUMÁRIO.....	ix
1. INTRODUÇÃO .....	1
1.1. Considerações.....	1
1.2. Delimitação do Tema .....	4
1.3. Objetivo do Estudo.....	7
1.4. Desenvolvimento.....	8
1.5. Contexto Econômico .....	10
2. INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.....	14
2.1. Modalidades .....	14
2.2. Ciclo de Vida do Empreendimento Imobiliário .....	17
2.3. Edifícios Comerciais .....	20
3. FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.....	24
3.1. Características .....	24
3.2. Histórico e Evolução .....	29
3.3. Ativos .....	47
3.4. Garantia de Rentabilidade .....	50
3.4.1. Caracterização.....	50
3.4.2. Vantagens.....	53
3.5. Fatores de Risco .....	55
3.6. Princípios de Governança.....	68

3.6.1. Função.....	68
3.6.2. Consultoria de Investimentos.....	69
4. ESTUDO DE CASO BC FUND I .....	73
4.1. Apresentação .....	73
4.2. Estratégia de Operação.....	77
4.3. Desempenho.....	87
5. DISCUSSÃO E CONCLUSÕES.....	103
6. REFERÊNCIAS .....	105
7. ANEXOS.....	109

# 1. INTRODUÇÃO

## 1.1. Considerações

O estudo de Fundo de Investimento Imobiliário (FII) no atual momento econômico brasileiro é relevante, pois o mercado imobiliário está passando por um período de destaque no cenário econômico brasileiro.

O Brasil está passando nos últimos anos por uma fase de crescimento econômico marcado pela expansão do crédito para a construção, de forma que os empreendedores tem desenvolvido e entregado mais produtos no mercado.

Ao mesmo tempo, a perspectiva de queda nas taxas de juros estimula os investidores do mercado financeiro a buscar veículos alternativos que proporcionem uma maior rentabilidade para seus investimentos.

Os FII são em geral investimentos de baixo risco. Isso porque, atualmente, mesmo contendo em sua grande parte apenas um imóvel em carteira os FII representam carteiras pulverizadas de contratos de locação desse imóvel, sendo ele shopping ou edifício comercial. Quando comparados com outros investimentos em ativos imobiliários, a pulverização dos contratos de locação da carteira proporciona maior segurança de rendimentos devido à mitigação do risco atrelado a um ou a poucos ativos.

Atualmente grande parte dos FII possuem suas cotas à disposição para negociação no âmbito da BM&FBovespa. Dessa forma, é garantida maior transparência ao investidor visto que este pode conferir diariamente o valor de sua cota, bem como consultar informações adicionais sobre o desempenho financeiro do Fundo, andamento de eventuais obras, processos jurídicos, contato do administrador, entre outros.

Além disso, os FII apresentam boa atratividade econômica, uma vez que oferecem a isenção de tributação de imposto de renda no pagamento de seus dividendos para pessoas físicas, nos casos em que o FII tenha suas cotas admitidas para negociação na BM&FBovespa, possua no mínimo cinquenta cotistas, e o cotista investidor não detenha



mais de 10% de participação no Fundo<sup>1</sup>.

Nesse cenário, os principais bancos e bancos de investimento do país têm voltado suas atenções para a estruturação de FII que aproveitem essa demanda latente de investidores para ampliar a gama de produtos financeiros no mercado, e ao mesmo tempo proporcionem boa rentabilidade para aqueles que buscam novo modelo de aplicação de seus recursos.

A Instrução CVM 472 de outubro de 2010 foi inovadora perante à instrução que veio para substituir, a ICVM 205, no tocante ao papel da gestão da carteira desses Fundos.

A ICVM 472 permitiu a ampliação da possibilidade de investimento do FII para além das edificações, e assim permitiu também o investimento em papéis e títulos lastreados ao mercado imobiliário, como ações de construtoras e incorporadoras, letras hipotecárias (LH), certificados de recebíveis imobiliários (CRI), letras de crédito imobiliário (LCI) e até cotas de outros FII. Dessa forma, foi uma maneira de incentivar as gestoras das carteiras dos FII a perseguir proativamente formas de melhoria da rentabilidade dos Fundos, melhorando a liquidez das cotas no mercado secundário e potencializando os retornos aos seus investidores.

Com a ICVM 472 o mercado de FII se tornou mais competitivo. Novos administradores e gestores entraram nesse mercado onde até então poucos tinham experiência, de forma que se tornou necessária a busca pela diversificação de oportunidades para atrair mais a atenção daquela demanda de investidores interessada nessa modalidade de investimento.

Antes do advento da ICVM 472 os FII eram preponderantemente lastreados em um único ativo, ou seja, um shopping, um edifício ou condomínio de edifícios, um centro logístico ou galpão, um hotel, ou ainda a fração ideal de um desses ativos. Em alguns casos o Fundo possuía dois ou até três ativos, em raros casos, algumas agências de um grande banco (conforme Quadro 4, anexo). Porém, na ampla maioria dos casos, não existia a figura do gestor da carteira, ou do consultor de investimentos, dentre outras estruturas de governança hoje de grande importância para proporcionar ao FII rentabilidade sólida e

---

<sup>1</sup> Conforme estabelecido no Art. 3º da Lei 11.033/04.

duradoura.

Naquele tempo, o FII ficava portanto apenas sob a tutela do administrador que por sua vez exercia principalmente um papel de controle operacional do veículo de investimento, e, indiretamente, do ativo presente na carteira do FII. Logo, a participação do administrador ficava limitada principalmente à organização de assembleias, coordenação com auditores, contadores, escrituradores, advogados, e demais prestadores de serviço, sempre em linha com as medidas legais e cumprindo as exigências da CVM e, quando aplicável, da BM&FBovespa.

A ICVM 472 portanto concedeu, por meio da ampliação da gama de investimentos permitidos nesse canal de investimento e outras inovações, melhores insumos de governança para a operação do FII. Uma vez introduzindo mais opções de diversificação para o gestor, tornou-se possível que este pudesse interagir ativamente na carteira do Fundo visando maior segurança ao investidor.

Essa instrução ajudou, portanto, a romper a doutrina anterior na qual havia o lastro em uma carteira fixa de recebíveis para uma visão moderna onde a carteira do Fundo é passível de variação e de adaptação de acordo com as oscilações do mercado e conforme o surgimento de novas oportunidades.

Nessa linha surgiram os FII com carteiras lastreadas inteiramente em CRI, e surgiram os Fundos de FII. E também surgiram os FII Multiprodutos, cujo foco é buscar ativamente oportunidades de composição de renda em ativos situados em diferentes locais do território brasileiro, bem como explorar oportunidades de venda quando esses ativos atingem sua maturação ou determinada taxa de retorno previamente estabelecida.

Por meio da diversificação dos ativos por diferentes locais e tipologias busca-se mitigar o risco de inadimplência, vacância e prejuízos provenientes de causas naturais, que comprometeriam a receita do Fundo. Além disso, quanto maior a gama de investimentos do Fundo, menor tende a ser o peso dos custos fixos em sua rentabilidade. Assim, um Fundo que concilie a diversificação com alto volume de investimentos pode ser um Fundo de melhor rentabilidade.

Por vezes, a garantia de rentabilidade por tempo determinado se mostrou uma ferramenta

interessante para facilitar a captação de recursos de um FII no mercado secundário, tornando-o mais atrativo ao cotista e reduzindo o risco atrelado a determinado momento do ciclo de vida que o empreendimento da sua carteira estivesse passando. Esse artifício costuma ser empregado em FII que estejam passando por obras de construção, melhoria ou expansão, bem como em FII que possuam ativos de varejo que passem por uma fase de maturação de mercado.

Além de não dever imposto de renda sobre as locações auferidas na exploração dos ativos de sua carteira, o FII tem outra vantagem que é a isenção de tributação sobre o ganho de capital nas vendas que por ventura vier a realizar. Assim, o ganho de capital com a venda de qualquer ativo de sua carteira pode ser repassado integralmente aos seus investidores<sup>2</sup>, ou aplicado, em sua totalidade, na aquisição de novos ativos.

Nessa linha, espera-se portanto que os FII Multiprodutos poderão exercer um papel importante no mercado financeiro e imobiliário brasileiro nos próximos anos.

Se seguida a tendência de migração de novos investimentos para opções que ofereçam baixo risco e boa rentabilidade, conforme acima explicado, os FII Multiprodutos se tornarão importantes veículos de investimento, uma vez capazes de adquirir ativos em um mercado no qual poucos concorrentes têm incentivos similares para essa atuação. A boa rentabilidade que podem proporcionar, acompanhada do perfil conservador da carteira de um FII e seus mecanismos de governança, pode induzir uma grande demanda de recursos para essa modalidade de investimento, que por sua vez tende a crescer em um ciclo virtuoso.

## **1.2. Delimitação do Tema**

O FII Multiprodutos surge no cenário econômico brasileiro em um momento em que o investidor busca a segurança do seu investimento via aplicação em FII. Uma vez que essa modalidade de FII tem as mesmas características e benefícios principais de um FII comum, por apresentar melhor estrutura de governança e assim poder proporcionar maior

---

<sup>2</sup> Investidores que se enquadram no perfil de investimentos conforme o Art. 3º da Lei 11.033/04, caso contrário o cotista será tributado em 20% do rendimento auferido nos termos do Art. 16º da Lei 8.668/93.

segurança e uma busca constante por uma boa rentabilidade, o FII Multiprodutos pode ser um veículo de investimento vantajoso a esse investidor que hoje ingressa nesse mercado. Por esse motivo, será tratado ao início desse trabalho o contexto econômico atual da indústria imobiliária no Brasil.

O FII Multiprodutos é regido preponderantemente conforme a Lei 8.668, a ICVM 472 e demais normas competentes. Nessa linha deverá ser explorado também o arcabouço jurídico que sustenta e viabiliza os FII, bem como as regras que dão maior flexibilidade para operação e constituição do FII Multiprodutos. Para introduzir o estudo do FII, esse trabalho deverá abordar ainda de forma sucinta alguns aspectos do investimento imobiliário no Brasil, suas diferentes formas de exploração e seus riscos.

O FII Multiprodutos tem as características básicas de um FII, tais como ausência de personalidade jurídica<sup>3</sup>, possibilidade de listagem de suas cotas para negociação no âmbito da BM&FBovespa, operação por instituição administradora devidamente autorizada para este fim, acompanhamento constante dos órgãos competentes como CVM, Anbima e Banco Central do Brasil, benefício fiscal aos cotistas investidores<sup>4</sup>, entre outros. E isso será devidamente tratado ao longo desse trabalho.

Esse FII tem por característica principal a gestão ativa dos empreendimentos e demais investimentos que compõem seu portfólio, portanto o que o diferencia perante os demais FII na indústria é, principalmente, a estrutura de governança que utiliza como arcabouço para sua operação e controle dos ativos em sua carteira. Por isso, em um tópico mais adiante serão exploradas as ferramentas que sustentam e embasam a estrutura de governança em FII, entrando mais detalhadamente no caso do FII Multiprodutos.

Outro ponto a ser explorado é a consultoria de investimentos, parte fundamental da estrutura de governança do FII Multiprodutos. Ela tem como dever dar amparo às operações do FII no que diz respeito às melhores práticas de investimento imobiliário, bem como às práticas para investimento dos valores mobiliários da carteira do Fundo. Sendo assim, é responsável por, entre outros, realizar a administração eficiente dos

---

<sup>3</sup> Nos termos da Lei 8.668/93. A ausência de personalidade jurídica implica em menos tributos no âmbito do Fundo e, portanto, maior rentabilidade no repasse de recurso ao cotista investidor, conforme detalhamento posterior nesse trabalho.

<sup>4</sup> Nos termos do Art. 125 da Lei nº 11.196/05, a ser mais detalhado posteriormente nesse trabalho.

contratos de locação vincendos ou em período de revisão, minimizar da vacância por meio da prospecção ativa de potenciais locatários, e realizar de ganho de capital na venda de imóveis que por sua vez será reinvestido na aquisição de novos imóveis (de preferência com melhor rentabilidade que os imóveis alienados) ou repassado ao investidor.

Por trazer uma estrutura de governança maior e mais complexa que os FII Tradicionais, o FII Multiprodutos poderá apresentar maiores custos para sustentar sua operação frente à modalidade anterior. No entanto, espera-se que estes desembolsos adicionais sejam compensados pelo sucesso na operação e nos investimentos do Fundo, por meio da mitigação dos riscos, e pela busca constante por maiores retornos à carteira.

Uma vez que o FII Multiprodutos tem como foco não apenas a renda dos ativos de sua carteira, como também a realização de receita por meio do ganho de capital na venda desses ativos, a receita obtida com a alienação de ativos será posteriormente utilizada para novas aquisições, ou mesmo para remuneração dos cotistas investidores.

Nessa linha, os FII Multiprodutos são Fundos que têm como objetivo proporcionar rentabilidade homogênea e segura para o cotista via investimento ativo e constante no mercado imobiliário, representando, portanto, uma nova tendência perante os FII Tradicionais que até então tinham como base de suas receitas a exploração passiva de contratos de aluguel.

Outro ponto que merece destaque com relação ao FII Multiprodutos são os riscos ligados à sua operação, que serão devidamente explicados posteriormente.

O estudo de caso do BC Fund, um exemplo de FII Multiprodutos hoje em atuação na indústria de FII brasileira, tem como objetivo possibilitar uma melhor exemplificação de como funciona hoje na prática a estrutura dessa modalidade de FII, tratando mais profundamente dos temas acima elencados.

### **1.3. Objetivo do Estudo**

A atual fase econômica vivida pelo Brasil nos últimos anos está marcada pela expansão do crédito para a indústria imobiliária, por meio da desburocratização e facilitação do empréstimo, bem como do seu barateamento.

Dadas as opções de investimento no mercado imobiliário, os FII representam um risco baixo ao investidor. Isso se deve à possibilidade de investir em uma carteira pulverizada de contratos de locação que, mesmo se o FII tiver apenas um empreendimento em sua carteira, este poderá representar diversos contratos, por sua vez com diferentes prazos e inquilinos dos mais diversos setores e tamanhos.

Por meio do fracionamento das cotas, existe uma maior facilidade para investimento e desinvestimento via FII, seja por meio da aquisição ou da venda parcial do empreendimento em determinado momento. Aliado a esse fator, a possibilidade de realização desse investimento por meio da BM&FBovespa, que representa menores trâmites burocráticos, maior praticidade e transparência, implica em uma melhor liquidez para o investidor.

Com o advento da ICVM 472 surgiu a possibilidade de diversificação do portfólio de ativos do FII, e portanto tornou possível a mitigação ainda maior do risco da carteira investida. Antes, o risco era atrelado principalmente ao comportamento de um empreendimento, fosse ele por exemplo um edifício ou um shopping. Atualmente, a carteira pode ser composta por diversos empreendimentos, agregando assim a diversificação geográfica dos investimentos ao portfólio, além de introduzir novos contratos de locação, respaldados em novos inquilinos dos mais diversos setores e tamanhos.

Nessa linha, esse trabalho tem como objetivo principal explorar as características principais e o comportamento do FII Multiproduto Comercial como oportunidade de investimento no mercado de Fundos Imobiliários no Brasil de hoje, tomando por base o estudo de caso do Brazilian Capital Real Estate Fund I (BC Fund I).

## **1.4. Desenvolvimento**

O primeiro passo será a realização de uma análise do panorama geral econômico brasileiro, de forma a contextualizar o atual momento da indústria de FII nesse mercado, bem como para melhor compreender e justificar a importância desse veículo para o mercado e para o investidor.

Após, serão tratadas algumas modalidades de investimento no mercado imobiliário brasileiro, abordando os Empreendimentos Imobiliários (EI) bem como os Empreendimentos de Base Imobiliária (EBI). Nesse tópico será ainda abordada a relação entre Títulos de Investimento em Real Estate (TIRE) e FII, entre outros assuntos, e o surgimento das CRIs, LCIs e LHs.

Em seguida, será apresentada a base teórica que sustenta o FII como produto financeiro de investimento no mercado imobiliário, por meio de sua conceituação, apresentação e estudo da legislação e das normas que o sustentam. Nesse ponto serão elencadas as suas principais características e premissas, e também será apresentado o histórico dessa indústria e seu desenvolvimento até os dias de hoje.

Na sequência, serão analisados os ativos potenciais de um FII e suas características principais. Primeiro, será tratado o ciclo de vida do empreendimento imobiliário, de forma a elucidar melhor seu comportamento desde a criação à sua extinção. Uma vez que o FII Multiprodutos estudado nesse trabalho tem como foco o investimento em edifícios comerciais, será focado o desenvolvimento desses empreendimentos no Brasil ao longo do tempo, e o atual momento vivido.

O investimento via FII será comparado de forma sucinta perante o investimento direto em ativos imobiliários, e também será discutida a pulverização dos empreendimentos da carteira de um FII em contraste com Fundos Tradicionais, com um único empreendimento em carteira. Esses Fundos serão escolhidos com base nos seguintes critérios: estarem listados na BM&FBovespa, terem alta liquidez no mercado secundário, terem pouca ou nenhuma variação na política de investimentos e distribuições de rendimentos nos últimos dois anos, e terem melhor acessibilidade e disponibilidade de informação para análise.

Após a análise dos ativos será feita uma abordagem com relação à estrutura de governança competente ao FII Multiprodutos, de forma a buscar a perpetuação do FII e de sua rentabilidade. Nesse tópico será dado destaque às partes relacionadas, à estrutura que permite a realização da gestão ativa na carteira do FII, e às ferramentas de gestão necessárias para buscar a segurança do investimento ao cotista, a gestão e aplicação do conhecimento de mercado e a busca pela longevidade do investimento.

Nessa etapa será explorado o papel da gestão ativa na compra e na venda dos ativos, que por sua vez tem como um dos objetivos a realização de ganho de capital para ser posteriormente reinvestido na aquisição de novos ativos ou para ser distribuído líquido de impostos ao cotista que se enquadre nas normas de isenção de tributação apresentadas anteriormente.

Ainda, o tópico que trata sobre a estrutura de governança do FII Multiprodutos tem como papel explorar a necessidade de contratação de uma consultoria de investimentos para a negociação dos contratos de locação, por meio da aplicação de um prévio conhecimento do mercado, do ativo e de suas peculiaridades. Será analisado portanto o papel do consultor frente aos contratos renovados, visando a aplicação de um valor de locação ideal e em concordância com o momento econômico que o mercado esteja passando, seja por meio da renegociação de valor com inquilinos antigos ou por meio de contratos com novos locatários.

Sendo assim, para buscar o objetivo alvo deste estudo serão criados tópicos específicos para cada uma das etapas intermediárias acima elencadas, destacando conceitos técnicos, leis, normas e instruções competentes.

Na sequência será apresentado o estudo de caso do Fundo Imobiliário Brazilian Capital Real Estate Fund I (BC Fund), o primeiro FII Multiprodutos em atuação no mercado brasileiro.

Por fim, após as exposições e análises ao longo do trabalho, a conclusão será feita levando em conta o objetivo e o estudo de caso.



## 1.5. Contexto Econômico

A economia brasileira encerrou o ano de 2010 com um bom desempenho, ao atingir o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 7,5% frente ao ano imediatamente anterior. Parte desse crescimento se deve aos programas de incentivo e estímulos do governo federal, visando o aumento da oferta de crédito. Ainda, o crescimento no nível de emprego bem como na massa salarial também contribuíram para o cenário favorável no fechamento daquele ano.

Em 2011, o PIB brasileiro fechou em crescimento de aproximadamente 2,7% portanto inferior ao desempenho apresentado no ano anterior, bem como abaixo das projeções realizadas no início do ano, na ordem de 4,5%. Em grande parte, o desaquecimento perante as expectativas e o ano anterior se deveu principalmente à crise econômica nos Estados Unidos e Europa.

No começo do ano de 2011 a inflação ficou acima da meta estimada pelo Banco Central do Brasil, de forma que tal fato influenciou o Comitê de Política Monetária (Copom) a elevar a taxa Selic algumas vezes com o objetivo de conter a pressão inflacionária. No entanto, ao longo do segundo semestre de 2011 o Copom adotou uma postura de redução gradativa da taxa de juros, conforme se pode notar na evolução abaixo:

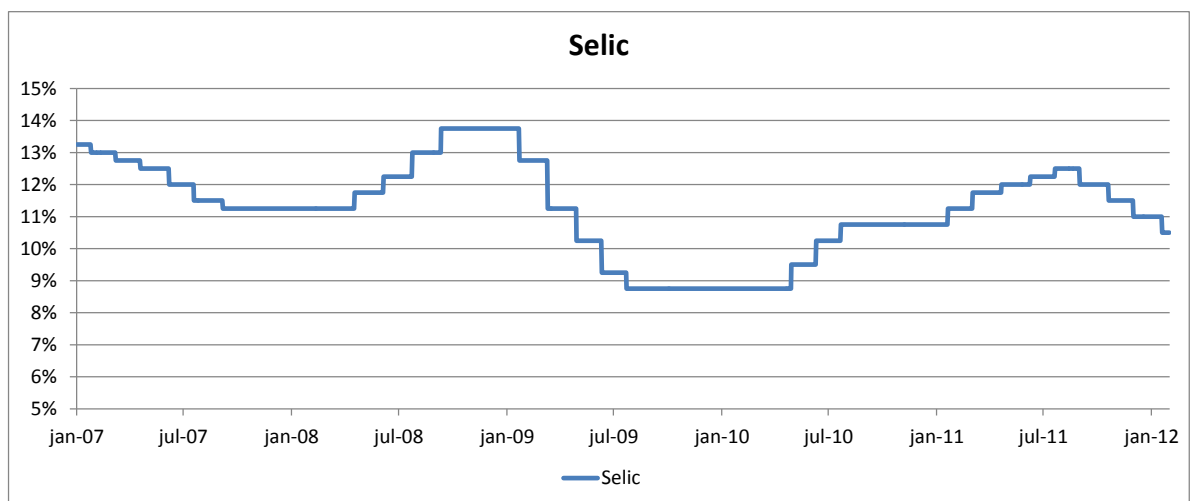


Figura 1 – Contexto econômico: evolução da taxa Selic

Fonte: Ipeadata<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Atualizado até janeiro de 2012

Com a perspectiva de queda na taxa de juros (Selic) impulsionada medidas recentes do Governo Federal e Banco Central, os economistas esperam que haja o crescimento do mercado de FII. Isso porque o investidor buscará investimentos alternativos, de preferência atrelados à inflação que tende a subir com a queda da Selic, como o caso do FII. Assim, pode-se esperar que nos próximos anos haverá maior demanda por FII, seja via proteção de capital para o investidor, ou seja para financiamento de novos projetos.

De acordo com Colliers (2012), o volume de investimentos levantados pelos veículos de investimento via mercado de capitais<sup>6</sup> no setor imobiliário no Brasil em 2011 foi da ordem de R\$ 37 bilhões em moeda corrente, uma marca 48% acima da registrada no ano anterior.

Dentre os principais veículos de investimento no mercado imobiliário, a LCI apresentou maior montante levantado, na ordem de R\$ 17,5 bilhões em moeda corrente, aproximadamente 28% acima do volume captado em 2010. Em segundo lugar, os CRI representam o volume na ordem de R\$ 9 bilhões em moeda corrente em 2011 (6% acima do ano anterior). A indústria de FII captou no ano de 2011 aproximadamente R\$ 6,7 bilhões em moeda corrente, quantia equivalente a aproximadamente 134% da captação realizada ao longo do ano de 2010.

Abaixo pode-se notar que durante o ano de 2011 o estoque de investimentos no mercado imobiliário via mercado de capitais subiu consideravelmente:

---

<sup>6</sup> Considerando os quatro principais instrumentos de captação de recursos via mercado de capitais no setor imobiliário brasileiro: Letras de Crédito Imobiliárias (LCI), Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI); Fundo de Investimento em Participações (FIP) e Fundos de Investimento Imobiliário (FII).

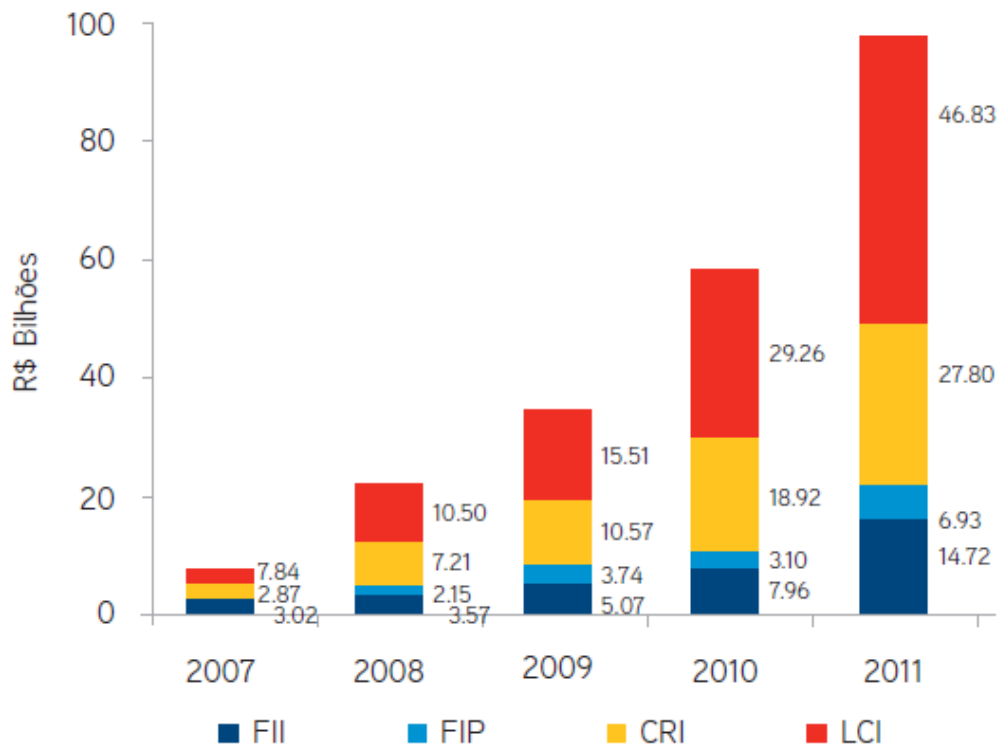


Figura 2 – Contexto econômico: estoque de investimento por instrumento

Fonte: Colliers<sup>7</sup>

Historicamente, o investimento em empreendimento imobiliário tem sido uma alternativa à pessoa que visa à proteção do seu patrimônio financeiro, principalmente em época de crise ou de alta inflação. Isso porque, sob o risco de perda de valor monetário em decorrência da inflação, o investidor migra para o investimento em bem imóvel como forma de melhor preservar o valor de seu dinheiro frente à inflação monetária.

No entanto, conforme ressalta o caderno CVM – Fundo de Investimento Imobiliário (CVM 2005), devido às suas características e proporções o investimento em EI bem como em EBI normalmente requer alto volume financeiro.

Dessa forma, poucos investidores têm a possibilidade de investir diretamente na área imobiliária, e assim por um lado usufruir de seus rendimentos e por outro fomentar esse mercado. Por esse motivo, essas pessoas têm migrado para diferentes alternativas de investimento como os FII, mais compatíveis com suas capacidades de alocação.

<sup>7</sup> Atualizado até dezembro de 2012

Nesse contexto, nota-se que nos últimos cinco anos os FII têm figurado entre os investimentos de melhor rentabilidade dentre as opções de aplicação financeira no mercado. Isso porque, além de representarem forma alternativa de investimento em imóvel quando da busca pela proteção do patrimônio, o investimento em FII permite ainda que haja a alocação pulverizada de recursos em carteiras diversificadas de prédios e locatários, portanto com menor risco de vacância e de inadimplência, bem como oferece também benefício fiscal e maior liquidez ao investidor.

## 2. INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

### 2.1. Modalidades

O investimento no mercado imobiliário pode ser feito por meio de Empreendimentos Imobiliários (EI), por meio do investimento em Empreendimentos de Base Imobiliária (EBI), ou por meio de outros veículos, por sua vez lastreados em uma dessas duas modalidades.

ROCHA LIMA JR. (1993) define produtos de base imobiliária como “operações baseadas em edificações, mas cuja renda resulta do uso do edifício ou da atividade econômica que nele se desenvolve”.

Mais detalhadamente, ROCHA LIMA JR. (1994) caracteriza posteriormente os EBI da seguinte forma:

[...] aqueles que têm a renda dos investimentos em sua implantação associada ao desempenho da operação que se verificará com base no imóvel, seja meramente a locação por valor fixado, seja pela exploração de uma determinada atividade, da qual se deriva renda.

AMATO (2009) destaca a importância da indústria de FII nesse contexto, por meio do investimento em valores mobiliários lastreados em EBI, conforme segue:

No caso do mercado imobiliário, os recursos são captados através da colocação de valores mobiliários junto ao mercado de capitais e destinados a aplicação em empreendimentos de base imobiliária. Para ser oferecida a pequenos e médios investidores de forma pulverizada, os empreendimentos de base imobiliária podem ser securitizados em dois formatos distintos: [i] Títulos de Investimento em Real Estate (Tire's); ou [ii] quotas de Fundo de Investimento Imobiliário (FII).

Rocha Lima Jr (1993) faz uma classificação de ativos, dentre o segmento de produtos de base imobiliária, dando maior enfoque àqueles ativos mais líquidos: edifícios de escritórios, unidades industriais, estocagem e distribuição, shopping centers e hotéis. Há ainda, segundo a ABNT (2002) outras unidades, tais como hospitais, clubes, instituições de ensino, entre outros, que não serão abordados mais profundamente nesse trabalho.

Ao se estudar o investimento no mercado imobiliário diversas questões devem ser analisadas. O investimento pode ser direto no ativo, nas diferentes etapas de seu ciclo de vida, ou nas diferentes fases do mercado em que se situa. Pode-se investir em ações de empresas do ramo, tornando-se assim sócio delas. Ainda, é possível adquirir debêntures ou outros títulos de crédito, tornando-se assim, credor.

Investir nas diferentes etapas do ciclo de vida de um ativo implica em diferentes riscos e, portanto, diferente rentabilidade.

Dessa forma, aportar capital em um imóvel que está em fase de construção implica assumir o risco inerente à obra, à empresa que constrói, à empresa que gerencia a obra, à incorporadora, e diversos riscos legais e ambientais inerentes às etapas iniciais de projeto e construção do bem imóvel. Isso implica, portanto, em maior rentabilidade para custear o prêmio de risco por esse investimento arriscado.

Por outro lado, investir no investimento pronto e locado representa uma medida mais segura e de retorno mais estável, apesar de também apresentar seus riscos.

O investimento em empresas, por sua vez, implica em dividir e compartilhar das decisões e medidas por ela tomadas, seja quanto a estratégia de crescimento, público alvo, local de investimento e assim por diante. É um investimento arriscado, que deposita nas mãos dos gestores da empresa o futuro e o sucesso do investimento.

Outro ponto importante é o país em que se situa a empresa ou veículo de investimento, que por sua vez é um fator condicionador do perfil de risco e rentabilidade. O grau de evolução, o nível de liquidez e transparência dos investimentos, bem como a maturidade do sistema legislativo e judiciário que ditam e controlam as normas é essencial para balizar um investimento no mercado imobiliário, seja ele de forma direta ou indireta.

AMATO (2009) sustenta que o investimento em ativos imobiliários securitizados pode ocorrer por duas formas principais atualmente no Brasil: Títulos de Investimento em Real Estate (TIRE) ou por meio dos Fundos Imobiliários (FII).

Em ambos os casos, sustenta a seguinte tese:

A rentabilidade do investimento é usualmente fruto da capacidade de seu portfólio de empreendimentos, especificamente de base imobiliária, de gerar resultados financeiros, os quais são transferidos aos investidores periodicamente.

Na sua concepção, Amato classifica os TIRE's como “debêntures subordinadas, perenes, de renda variável com eventual equivalência patrimonial ou como ações nominativas”.

Dessa forma, os TIRE's seriam, portanto, veículos de captação de recursos por Sociedades de Propósito Específico (SPEs), para posteriormente investir no desenvolvimento de projetos e / ou da própria empresa, uma vez atuando no mercado imobiliário.

Por isso, os TIRE's se diferenciariam dos FII principalmente no que diz respeito à tributação, uma vez que estes oferecem isenção de imposto sobre o rendimento dos investidores, enquanto aqueles podem ser tributado a alíquotas regressivas de 22,5% a 15% sobre a renda auferida pelo investidor.

Nesse cenário, destacando somente o aspecto fiscal, o investimento em FII é mais vantajoso ao investidor que o investimento em TIRE's. Há no entanto outros aspectos a serem analisados, como risco do papel, liquidez e rendimento, que devem ser levados em consideração caso a caso.

Conforme destacam Porto e Rocha Lima Jr. (2011), o investimento via FII surgiu, dentre outros objetivos, com a finalidade de proporcionar a um maior número de pessoas a possibilidade de participação no mercado imobiliário brasileiro, principalmente os pequenos e médios investidores que antes não tinham essa oportunidade.

Ainda, os FII surgem como uma opção de investimento para o investidor brasileiro mais avesso a riscos, que busca uma rentabilidade mensal e possibilidade de ganho de capital quando for vender suas cotas.

Deve-se ainda destacar aqui o crescente papel dos CRIs, LCIs e LHs como opções alternativas de investimento em ativos de securitização de bens imobiliários mas que,

devido à pouca liquidez, serão deixados de lado para se estudar mais a fundo o papel do FII no mercado brasileiro.

Na sequência será realizada uma breve análise do ciclo de vida de um empreendimento imobiliário, suas diferentes funções e características principais, e será dada ênfase aos edifícios comerciais, objeto alvo do FII Multiprodutos que se deseja analisar neste trabalho.

Posteriormente serão abordadas as principais características dos edifícios comerciais e seu ciclo de desenvolvimento no Brasil, de forma a melhor embasar o posterior estudo do FII.

## **2.2. Ciclo de Vida do Empreendimento Imobiliário**

Todo empreendimento imobiliário passa pelas principais etapas do ciclo de vida do imóvel, conforme segue: idéia, concepção, construção, operação / utilização, e exaustão / demolição.

Rocha Lima Jr (1994) chama as quatro etapas do ciclo de vida do empreendimento imobiliário, após a idéia, de: ciclo de formatação, ciclo de implantação, ciclo de operação e ciclo de exaustão.

O ciclo de vida do imóvel é um período que leva em média de trinta a quarenta anos, e que engloba todas as etapas da vida de um ativo imobiliário, desde sua concepção até a exaustão do imóvel.

O ciclo começa portanto com o entendimento da necessidade inicial do imóvel, ou seja, a estruturação da idéia que fomentará a criação do empreendimento imobiliário, atendendo certa demanda em dada região.

Sendo assim, o período inicial da vida de um ativo imobiliário corresponde à idéia de atender certa necessidade, ou seja, a demanda que será o embrião para posterior desenvolvimento de um imóvel. Essa é a etapa onde ocorre a identificação de um



problema ou oportunidade, para o qual o ativo virá a atender.

A próxima etapa corresponde à formatação, ou planejamento, do ativo. Nessa etapa, o imóvel é planejado com base no local onde se situará, e no público alvo que o usufruirá futuramente. É uma etapa de grande importância na estruturação do ativo, visto que eventual erro no planejamento acarretará em grande chance de fracasso do produto, bem como em altos custos para readaptação do projeto para aquela finalidade para a qual virá a atender.

Na visão de ROCHA LIMA JR. (1994), o ciclo de formatação “compreende o período em que se estrutura o empreendimento, formulando o produto e seu projeto, o planejamento para produção e preparando o suporte legal para seu desenvolvimento”.

A fase seguinte é a de construção, em que devem ser levados em consideração aspectos fundamentais como o desenho do ativo, e seu pré planejamento. Conforme destaca ROCHA LIMA JR. (1994), é a “fase de construção e equipamento do imóvel, além das contratações relacionadas com a exploração do empreendimento, que poderão ser locações, arrendamentos, ou outros serviços mais complexos e especializados”.

Ainda, essa etapa também corresponde ao momento em que, eventualmente, o imóvel passará por uma reciclagem para sua readequação. O edifício tem, antes de sua exaustão, a possibilidade de ser revitalizado, de forma a perdurar por mais alguns anos e assim continuar atendendo sua função social, ou uma nova função que lhe venha a ser atribuída nesse novo cenário.

Em um próximo momento ocorre a operação. Aqui, o ativo já está construído e pronto para receber os futuros usuários. Essa é a fase da utilização do edifício, em que há a ocupação do seu interior. Nessa etapa, há o contínuo planejamento e controle do ativo, por meio de assembleias ordinárias ou extraordinárias de cotistas, bem como via reuniões de condomínio, se aplicável. É importante destacar aqui o papel da administração interina, responsável por administrar os recursos, sempre analisando e medindo sua utilização, e buscando formas alternativas para manter o valor do edifício, preservando e melhorando suas características.

ROCHA LIMA JR. (1994) define o ciclo de operação da seguinte forma:

O empreendimento é explorado, atendendo o objetivo para qual se construiu o imóvel. Neste ciclo, entende-se que o imóvel mantém sua capacidade de ser explorado, gerando renda num padrão de desempenho estável, usando-se, para sua conservação e “up-grading”, recursos recolhidos de sua receita operacional para um fundo de reposição de ativos, que se exaure ao final do ciclo.

A última etapa do ciclo de vida do imóvel contempla sua exaustão, momento em que ele perde sua funcionalidade e, em última instância, é demolido. Nessa etapa, o edifício perde sua função e não está mais apto para prover a atividade antes empenhada a quem o utiliza.

No entanto, antes de o edifício atingir sua exaustão, uma série de mudanças podem ser implementadas de forma a prolongar sua vida útil. Nesse caso, é possível a realização de obras de melhoria e / ou reposicionamento do ativo, de forma aumentar sua utilidade e assim postergar sua exaustão, conforme anteriormente mencionado.

Com relação ao investimento para revitalização e prolongamento da vida útil do ativo no momento de exaustão, ROCHA LIMA JR. (1994) destaca que:

O empreendimento só pode continuar a ser explorado se, no início do ciclo, forem promovidos investimentos para reciclagem do imóvel, no sentido de que seja capaz de se manter proporcionando renda num padrão de desempenho equivalente ao do ciclo anterior, mantido o critério de constituição do fundo de reposição de ativos.

Segue abaixo o resumo do ciclo de vida do imóvel:

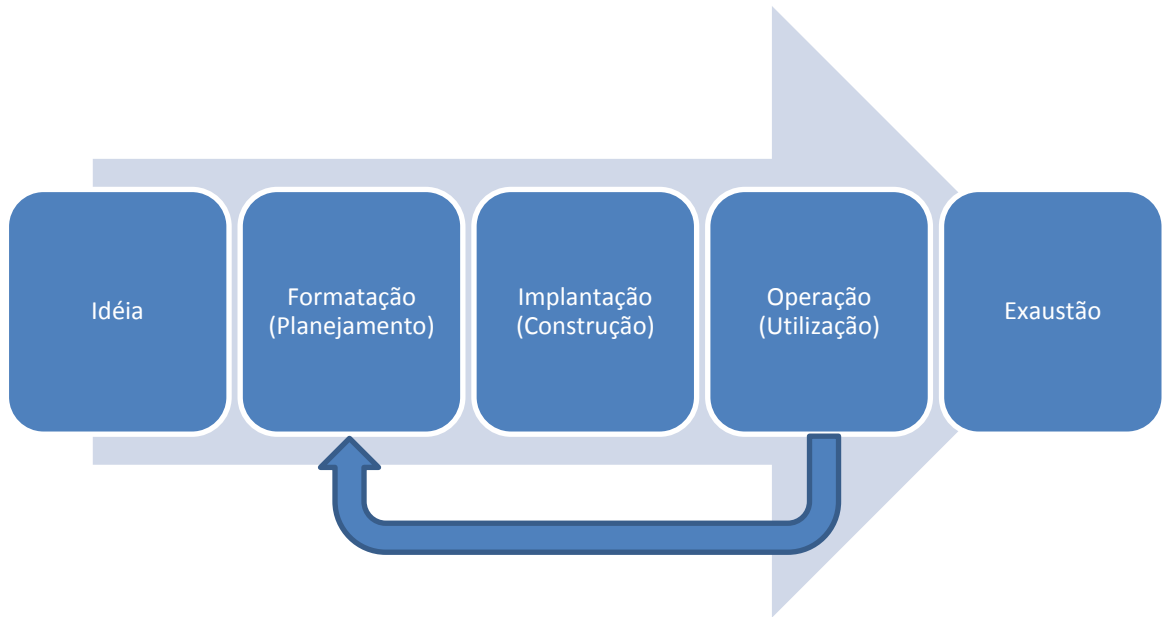


Figura 3 – Ciclo de vida do empreendimento imobiliário

Fonte: autor

### 2.3. Edifícios Comerciais

Conforme destacado anteriormente, ROCHA LIMA JR. (1993) classifica os ativos imobiliários nos seguintes principais grupos: edifícios de escritórios, unidades industriais, estocagem e distribuição, shopping centers e hotéis.

Cada ativo tem uma função diferente, e portanto um modo de operação, ciclo de vida, ciclo de mercado e comportamento diferente.

Há ainda, segundo a ABNT (2002), outros ativos no mercado tais como: residências, hospitais, clubes, instituições de ensino, entre outros.

O FII Multiprodutos estudado nesse trabalho tem como foco o investimento em edifícios comerciais, localizados nas principais cidades do território nacional. Uma vez que o mercado nessas cidades se encontra mais maduro, há maior oferta de empregos e desenvolvimento econômico, e portanto espera-se uma maior disponibilidade e melhores oportunidades de ativos para investimento pelo FII.

Um dos motivos que influenciaram na decisão por focar em edifícios comerciais como foco do FII Multiprodutos é destacado por PORTO (2010):

Aliado à necessidade das empresas em direcionar recursos para sua atividade principal, o crescimento dos cursos associados à compra de terrenos nas áreas mais nobres das cidades impulsionou o desenvolvimento do mercado de locação de escritórios.

Atualmente o mercado de escritórios de alto padrão no Brasil, em especial nos estados do Rio de Janeiro e de São Paulo, está aquecido. Enquanto a indústria registra níveis recordes de preços de locação e venda de ativos, por outro lado os índices de vacância sustentam níveis mínimos, também em patamares recordes.

O edifício comercial tem uma série de peculiaridades que devem ser levadas em consideração, no momento de sua implantação, para satisfazer o objetivo de sua futura operação.

Um edifício pode ser visto de forma análoga a um organismo vivo, e sua função vem mudando muito nos últimos quarenta anos na sociedade brasileira.

Por exemplo, analisando o comportamento histórico, minha leitura é que no Brasil em 1970 julgava-se importante que o edifício fosse parecido e com características similares aos demais no local onde se situava, de forma a manter seu valor. Assim, naquela época grande parte do valor dado a um edifício provinha do fato de este ser semelhante aos demais na região, e portanto conter atributos e prover serviços e similares aos outros equivalentes na sua proximidade.

Acredito que, pouco depois, em 1980 adotou-se uma visão de engenharia quando da concepção do edifício, em que o custo passou a ser o principal fator no momento da estruturação do novo prédio. Nessa época, a visão da engenharia era pela busca da minimização do custo, focando na boa construção do ativo. Sendo assim, naquele tempo o fator direcional para a criação de novos edifícios era predominantemente o fator custo de construção.

Ainda conforme minha visão, na década seguinte, 1990, passou-se a se focar na

praticidade do prédio, dessa vez como bem imobiliário com valor atrelado à sua destinação. Foi adotado portanto um foco mercadológico ao edifício. Não mais o custo de construção ou a similiaridade com os demais predominava, nessa época a mentalidade predominante era que o edifício devia então ser prático, e atender às necessidades básicas daqueles que o usufruiriam posteriormente.

Nessa linha, vejo que em 2000 o mercado brasileiro entendeu ser importante enxergar e constituir o edifício com uma visão sistêmica de sua funcionalidade. Nessa época, foi adotada a concepção de uma visão holística para o ativo, que deveria ao mesmo tempo prover adequação entre a praticidade promovida pelo edifício, bem como do conforto e funcionalidade para as pessoas que o ocupariam. Nessa década, portanto, ainda era importante o edifício ser prático, e ainda assim ter baixo custo de construção. Adicionalmente, essas visões anteriores foram complementadas pela necessidade em atender ao conforto dos usuários, por meio da melhoria de suas experiências e rotinas de vida e trabalho, quando dentro de suas instalações.

Por fim, em meu ponto de vista a década de 2010 começou com uma visão muito maior na experiência do ativo. Contemplando ainda um pouco da visão da década anterior e das demais, passou-se a focar mais fortemente na demanda pelos serviços e estrutura do prédio, promovendo a integração entre sua funcionalidade e na utilização pelos usuários, de forma a maximizar suas experiências e aumentar suas produtividades. Nessa década, vale ainda ressaltar o aumento da conscientização quanto à sustentabilidade e objetivo social dos edifícios, de forma a integrar à visão anterior o foco na minimização da lesão ao meio ambiente. A exemplo disso está a crescente utilização dos chamados “selos verdes” quando da construção e operação de um prédio, investimento que tem se mostrado cada vez mais desejável e muitas vezes necessário para atrair melhores inquilinos e manter a competitividade do prédio perante os demais na sua região.

Percebe-se assim que o edifício comercial, conforme mencionado anteriormente, desempenha de certa forma um importante ciclo de maturação e evolução na sociedade brasileira. Ele se adequa e se adapta conforme mudam as visões e demandas daqueles que dele usufruem, integrando às suas especificações e funções as necessidades do seu público. Assim, falhar em promover seu constante desenvolvimento e não investir na sua melhoria podem implicar na perda de valor e até obsolescência do imóvel.

Dessa forma, compreender que o edifício comercial é passível de mudanças, e para isso depende de adaptações e reestruturações, é fundamental para quem nele invista e pretenda prolongar sua vida útil, nível de ocupação, competitividade e rentabilidade.

Conforme se abordará posteriormente, uma das funções de governança quando da gestão do FII Multiprodutos será, portanto, manter o foco constante na manutenção dos edifícios e na revitalização permanente de seus principais atributos.

### **3. FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**

#### **3.1. Características**

O FII é por definição um Fundo fechado, em que o resgate das cotas ou do investimento é necessariamente realizado por meio da alienação das cotas para terceiro ou no momento da liquidação do Fundo.

O FII tem prazo indeterminado, e, conforme destaca AMATO (2009) é um condomínio de investidores que tem como objetivo a realização de investimento em empreendimentos imobiliários ou de base imobiliária, seja para exploração da renda ou para desenvolvimento de empreendimentos.

O objetivo principal do FII é, segundo caderno CVM – Fundo de Investimento Imobiliário (CVM 2005), “auferir ganhos mediante locação, arrendamento ou alienação das unidades do empreendimento adquirido pelo Fundo”.

Os FII podem investir seus recursos tanto no desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, como também na exploração de empreendimentos de base imobiliária.

Isso significa que os FII investem seus recursos na construção de ativos imobiliários, assim como na aquisição de imóveis prontos ou em construção. Esses Fundos investem ainda em projetos para posterior alienação, locação ou arrendamento, bem como em direitos relativos a imóveis.

Os Fundos Imobiliários podem ainda investir em cotas de Sociedades de Propósito Específico (SPEs) que tenham por objeto exclusivamente o desenvolvimento e/ou exploração de bens imobiliários<sup>8</sup>, ou Fundos de Investimento em Participação que tenham o mesmo perfil<sup>9</sup>.

Conforme complementa o caderno CVM – Fundo de Investimento Imobiliário (CVM 2005):

---

<sup>8</sup> Nos termos do Inciso III, Art. 45º da ICVM 472.

<sup>9</sup> Nos termos do Inciso IV, Art 45º da ICVM 472.

O Fundo de Investimento Imobiliário permite a formação de uma carteira composta de empreendimentos imobiliários, os quais, pelo volume de recursos envolvidos, não estariam ao alcance de investidores individuais, especialmente os de menor capacidade financeira, aumentando, assim, a quantidade de alternativas de investimento disponíveis.

Um FII não possui personalidade jurídica, conforme estipulado no Art. 1º da Lei 8.668/93. Dessa forma, ele não está sujeito à incidência de alguns impostos, como Contribuição Social sobre Lucro Líquido (CSLL), Programa de Integração Social (PIS), Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) e Imposto de Renda de Pessoa Jurídica (IRPJ), exceto sobre as aplicações financeiras de seus recursos investidos<sup>10</sup>.

Assim, o Fundo Imobiliário é um veículo interessante para exploração de empreendimento imobiliário, pois, conforme destaca AMATO (2009):

A aquisição direta do imóvel para renda por pessoas físicas enseja no pagamento de Imposto de Renda e, caso seja feita por meio de uma pessoa jurídica, também de PIS, Cofins e CSLL. No caso dos Fundos Imobiliários, existe isenção de alguns impostos, como, por exemplo, Imposto de Renda, CSLL, PIS e Cofins.

Nos termos IN 1.022/10 da Receita Federal do Brasil<sup>11</sup>, para gozar da isenção dos impostos acima descritos o Fundo Imobiliário não deve investir em empreendimentos que tenham como incorporador, construtor ou sócio um investidor com mais de 25% suas cotas. Caso contrário o FII se equipara a uma pessoa jurídica, e portanto estará sujeito à tributação conforme tal.

O FII é ainda um canal de investimento atrativo para o investidor pessoa física. Isso por que os rendimentos para esta modalidade de investidor são tratados de forma diferenciada, quando obedecidos alguns critérios pré estabelecidos na Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005.

---

<sup>10</sup> A condição de isenção de personalidade jurídica vale para o FII em que o administrador distribua semestralmente 95% do rendimento aos cotistas, e ainda não invista em empreendimento que tenha como incorporador, construtor ou sócio parcela igual ou maior que 25% de participação no FII. Nesse caso o FII é considerado pessoa jurídica, devendo recolher os tributos como tal.

<sup>11</sup> Conforme estipula o Artigo 30º da IN 1.022 da Receita Federal do Brasil, “sujeita-se à tributação aplicável às pessoas jurídicas, o Fundo de Investimento Imobiliário que aplicar recursos em empreendimento imobiliário que tenha como incorporador, construtor ou sócio, cotista que possua, isoladamente ou em conjunto com pessoa a ele ligada, mais de 25% (vinte e cinco por cento) das cotas do Fundo”.



Assim, aquele cotista que não detiver 10% ou mais de participação em um FII que tenha um mínimo de cinquenta cotistas e cujas cotas sejam negociadas exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado, irá usufruir de isenção de tributação de Imposto de Renda de Pessoa Física (IRPF) quando do recebimento de seus dividendos<sup>12</sup>. O mesmo não ocorre no caso do investidor pessoa jurídica, que por sua vez sofre a tributação de 20% sobre os rendimentos apurados<sup>13</sup>.

Nesses termos, vale ressaltar a conclusão de AMATO (2009):

Com isso, os Fundos Imobiliários se tornaram a melhor alternativa para captar recursos de pequenos e médios investidores destinados a empreendimentos de base imobiliária securitizados. Para ter referência da vantagem, o investimento direto em imóveis para locação por pessoas físicas é tributado pela alíquota progressiva do imposto de renda que atualmente alcança 27,5%.

A vantagem trazida pelo benefício fiscal no âmbito da pessoa física para investimento via Fundo Imobiliário é também destacada por ALENCAR e ROCHA LIMA JR. (2005), que afirmam que:

Na economia brasileira, cujo custo dos tributos é um desincentivador de investimentos, as isenções tributárias oferecidas aos FII e seus investidores são tantas e de tal expressão, que outras soluções de securitização de portfólios de base imobiliária terminam por ser rejeitadas, mesmo que apresentem um desenho estrutural mais avançado que o dos FII.

Ao usufruir da vantagem fiscal acima levantada, o Fundo Imobiliário se torna um importante canal de investimento no mercado imobiliário, que se utiliza da maior margem como vantagem frente aos concorrentes que competem pela aquisição de um mesmo ativo, mas que por sua vez têm menor margem de lucro na operação.

Pelo lado do investidor, os FII são ainda interessantes pois possuem a vantagem da realização das transações via mercado secundário. Isso implica em um volume menor de trâmites burocráticos para o investimento no setor imobiliário, bem como na possibilidade de investimento fracionado por meio da aquisição de frações (ou cotas) de investimentos

---

<sup>12</sup> Nos termos do Art. 125 da Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005.

<sup>13</sup> Nos termos do Art. 16º da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993.

diferentes ao mesmo tempo.

Sendo assim, é vantajoso ao investidor que procura investir seus recursos em empreendimento imobiliário a opção pela aquisição de cotas de FII. Isso porque a preocupação com o relacionamento com os inquilinos é de responsabilidade da instituição administradora do Fundo. É do administrador também o dever de buscar novos inquilinos para unidades vagas, assim como prestar devida atenção e acompanhamento nos casos de inadimplência, reajustes e ações judiciais envolvendo o imóvel e seus ocupantes<sup>14</sup>. Isso significa menor preocupação para o cotista investidor.

No entanto, é necessário ressaltar que, apesar de o investidor pessoa física (que se enquadre nos termos acima descritos) usufruir da isenção de tributação sobre os rendimentos de sua cota, o mesmo não ocorre no momento da alienação da mesma. Isso porque, de acordo com a Lei 8.668/93, todos os ganhos de capital e rendimentos realizados no momento da venda de cotas são tributados em 20%, independentemente se o investidor for pessoa física ou jurídica<sup>15</sup>.

Ainda, por meio da diversificação de ativos na carteira de um FII o investidor minimiza o risco de seu investimento, devido à desconcentração de seu portfólio.

Assim como a grande parte dos veículos de investimento, o FII é composto por receitas, custos fixos e custos variáveis. As receitas são reflexo da operação dos ativos de sua carteira, sendo portanto proveniente da locação, da venda de ativos, quando aplicável, da cessão de direito de uso em shoppings, e também de receitas financeiras. Os custos, por sua vez, podem ter periodicidade pré-definida ou podem ser esporádicos.

Geralmente, os custos inerentes à operação de um FII são: taxa de administração e contabilidade, taxa de fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), taxa de escrituração, taxa de custódia, honorários de auditoria e de advogados, taxa da BM&FBovespa, publicações, laudos de avaliação, entre outros.

---

<sup>14</sup> Nos termos do inciso IV do Art. 32º da ICVM 472.

<sup>15</sup> Nos termos do Art. 18º da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993.

Há também custos esporádicos, geralmente ligados à estruturação do veículo financeiro, liquidação, ou a alguma operação pontual em sua carteira. Assim, esses custos são, principalmente, a taxa de estruturação do Fundo, a comissão de coordenação, distribuição e incentivo de colocação das cotas no mercado, comissões de compra, venda e locação, Imposto de Transmissão de Bens Imóveis (ITBI) quando da aquisição de seus ativos imobiliários, taxa de registro da oferta do Fundo na CVM, e taxa de liquidação do FII.

Outros custos que podem existir são aqueles tomados com o Fundo para Reposição de Ativos (FRA), que conforme destaca ROCHA LIMA JR. (1997), se utilizam com objetivo de “manter a qualidade da edificação homogênea, que é a garantia de qualidade para a manutenção de um regime estabilizado de retorno para o investimento”. Também existem custos com eventuais espaços vazios, como condomínio, Imposto Predial e Territorial Urbano (IPTU), entre outros.

Diferente da grande maioria dos FII Tradicionais, o FII Multiprodutos deve contar com uma estrutura de governança mais complexa. Para isso, há o trabalho de um gestor e / ou de um consultor de investimentos para auxiliar na busca das melhores oportunidades no mercado, na operação de compra ou venda de ativos no momento adequado, na pesquisa e mapeamento do mercado, na melhoria da rentabilidade por meio de esforços de locação e de inteligentes renegociações contratuais, entre outros.

Partindo do pressuposto que investir em elaboradas estratégias de governança traz para o FII maior custo para implementação dessa estrutura, será apresentado posteriormente nesse trabalho a importância dessas medidas sobre a operação do FII, perpetuação dos rendimentos e maior segurança ao investidor.

A presença de uma estrutura de governança implica na mobilização de agentes focados na busca pelo desempenho seguro e previsível da carteira de ativos e no alcance de determinadas expectativas pré-determinadas. Por isso, espera-se que essa estrutura proporcione ao FII Multiprodutos uma boa atratividade frente aos FII Tradicionais, atendendo portanto os anseios dos seus investidores.

O FII é por definição um investimento de base imobiliária. Dessa forma, quando comparado com o investimento imobiliário na construção e na incorporação, é um

investimento mais seguro e conservador. Também, por ter lastro em diversos contratos de aluguel, por sua vez dotados de garantias específicas, representa um investimento mais seguro que grande parte das ações de empresas do ramo imobiliário negociadas na BM&FBovespa. Isso porque os riscos das ações são atrelados não apenas às operações e estratégias das empresas, como também às oscilações no mercado financeiro nacional e internacional, aos preços das matérias primas para produção, à velocidade de obras, ao posicionamento dos ativos, entre outros.

Já o FII Multiprodutos, por se tratar de um veículo de gestão ativa, ou seja, cuja rentabilidade está atrelada principalmente ao sucesso do giro dos imóveis da carteira, é fundamental que ele seja dotado de uma estrutura que providencie ao Consultor de Investimentos e / ou ao Gestor regras claras e pré-definidas para operação. Sendo assim, espera-se garantir a busca pela rentabilidade do veículo financeiro e pela segurança do investidor quanto aos seu recurso investido por meio de uma estrutura de governança.

Sendo assim, a estrutura de governança do FII Multiprodutos tem o importante papel de diminuir eventual risco de venda de ativo em momento não oportuno, da má gestão do portfólio, de indicações equivocadas ou adoção de fracos fundamentos para compra e/ou venda, de uma aplicação pouco eficiente da receita com a venda do imóvel de sua carteira, do conflito de interesses, entre outros.

Geralmente, conforme se pode ver no anexo Quadro 4 – relação de ativos por FII, os FII investem preponderantemente em unidades comerciais em escritórios para locação, participação em shopping centers, e centros industriais e logísticos. Ainda, em menor números há FII que investem em hotéis, hospitais, desenvolvimento residencial, *strip malls*, entre outros. Mais recentemente surgiram os FII que tem, como foco principal de investimento, CRI ou cotas de outros FII.

### **3.2. Histórico e Evolução**

O caderno CVM – Fundo de Investimento Imobiliário (CVM 2005) destaca que o investimento em bens imobiliários normalmente representa alto valor a ser dispendido, e,

por esse motivo, poucos investidores estão aptos a participar de investimento dessa relevada quantia. Sendo assim, o FII surgiu de forma a facilitar o acesso do investidor no mercado imobiliário por meio do mercado de valores mobiliários.

Conforme destaca a CVM:

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

Em paralelo à maior flexibilidade para investimento no setor imobiliário condicionada pelo advento dos FII, outra virtude do investimento nesse mercado por meio deste canal de investimentos é a submissão dos Fundos ao controle de órgãos reguladores do mercado financeiro, como a CVM, BM&FBovespa, Anbima e até mesmo o Banco Central do Brasil. Ainda, conforme o caderno CVM – Fundo de Investimento Imobiliário o resultado (CVM 2005) dessa regulamentação seria:

[...] as informações desse mercado tornam-se cada vez mais acessíveis e transparentes. Como consequência, a tendência é o aumento do índice de credibilidade e confiança nas operações realizadas no mercado imobiliário.

Os FII foram criados por meio da Lei Federal nº 8.668 de 25 de junho de 1993 e posteriormente regulamentados pela CVM por meio das Instruções Normativas nº 205 e nº 206 em 14/01/1994. Depois, a Lei Federal 9.779 de 19 de janeiro de 1999 introduziu adaptações à legislação anterior, com relação à tributação dos FII.

Os primeiros FII surgiram no início da década de 90, principalmente devido à vantagem fiscal que apresentavam.

No final da década de 90 o Fundo Financial Center de Investimento Imobiliário (antiga denominação do atual FII Rio Bravo Renda Corporativa), estruturado pela Rio Bravo DTVM em dezembro de 1999, realizou a primeira oferta pública de cotas para investidores de pequeno porte, uma vez com o valor de face por cota estabelecido em R\$ 0,697 (setenta centavos de reais) em moeda corrente. Esse recurso seria destinado à

aquisição de seis lajes do edifício comercial Financial Center na Av. Juscelino Kubitschek, na capital de São Paulo. Com a captação integral dos recursos da oferta foram levantados R\$ 36 milhões em moeda corrente, entre cerca de 300 cotistas.

Em paralelo à emissão do FII Fundo Financial Center de Investimento Imobiliário foi realizada, pela Brazilian Mortgages, a estruturação do Fundo de Investimento Imobiliário Pátio Higienópolis. Esse Fundo teve por objeto alvo a participação em 25% do shopping paulistano que leva o mesmo nome, em Higienópolis na capital paulista. Este Fundo captou aproximadamente R\$ 40 milhões em moeda corrente no final do ano de 1999 (em quatro séries de R\$ 10 milhões em moeda corrente), entre aproximadamente 560 cotistas. O Fundo de Investimento Imobiliário Pátio Higienópolis atualmente é administrado pela Rio Bravo DTVM.

Entretanto, ambos os Fundos, Fundo Financial Center e Patio Higienópolis obtiveram o registro para negociação de suas cotas apenas no segundo semestre de 2003.

Em 2001 o Fundo de Investimento Imobiliário Continental Square Faria Lima, administrado atualmente pela BR Capital DTVM S/A (nova denominação da Unitas DTVM) emitiu aproximadamente R\$ 70 milhões em moeda corrente destinados à aquisição de 135 unidades do total de 180, ou 75% (setenta e cinco por cento), do Hotel Caesar Park e quatro andares e meio do prédio de escritórios. Seu registro para negociação de cotas na Bolsa de Valores de São Paulo seria emitido em novembro de 2003.

No início do ano seguinte, 2002, o Fundo de Investimento Imobiliário Europar, estruturado pela Fundo Imobiliário – consultoria de investimentos para a Coinvalores DTVM Ltda, emitiu aproximadamente R\$ 44 milhões (moeda corrente) com o objetivo de investimento em empreendimentos na área de logística em São Paulo e no Rio de Janeiro. Atualmente este Fundo é administrado pelo Banco Banif, e se destaca pois foi pioneiro em alguns aspectos. O primeiro, é que foi o primeiro FII destinado a ter suas cotas lançadas na BOVESPA. O início das suas operações naquela Bolsa ocorreu em 17/01/2003. Ainda, o Fundo Europar foi o primeiro FII a diversificar seus ativos em diferentes cidades, objetivando a dispersão de risco.

Em 2003, o Fundo de Investimento Imobiliário Edifício Almirante Barroso foi estruturado

com objetivo de captação de recursos para a aquisição do Edifício Almirante Barroso, na Avenida Rio Branco na capital fluminense. O prédio conta com aproximadamente 83.000 m<sup>2</sup> distribuídos em trinta andares, para locação à Caixa Econômica Federal (CEF). Por meio de uma captação junto à própria CEF, foi possível levantar aproximadamente R\$ 105 milhões em moeda corrente, em um Fundo com quase 5.300 cotistas, um marco em termos de pulverização quando comparado com os demais Fundos captados até então.

Ainda nesse ano, a Instrução Normativa da CVM nº 389 de 29 de dezembro de 2003 foi promulgada com o intento de alterar a ICVM 205, trazendo maior flexibilidade e agilidade para a negociação das cotas dos Fundos de Investimento:

Art. 1º - O art. 27 da Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994, passa a vigorar com a seguinte redação: § 3º Quando o regulamento do Fundo contiver previsão indicando o mercado em que as cotas serão negociadas, a Assembléia Geral poderá deliberar, por maioria simples, a sua alteração, em primeira convocação, para o fim específico de permitir a negociação em mercado diverso.

Dessa forma, a ICVM 389 permitiu a alteração do mercado de negociação de cotas por meio de maioria simples dos cotistas em assembleia geral.

Em 2004 foram registrados na Bolsa dois FII pioneiros na indústria.

O primeiro deles, o Fundo de Investimento Imobiliário - FII Torre Norte representa a torre central, e também a maior, do complexo de três torres que compõem atualmente o empreendimento denominado CENU – Centro Empresarial Nações Unidas, na Marginal Pinheiros, na capital paulista. O Edifício possui atualmente vinte e sete inquilinos acomodados em cerca de 55.815 m<sup>2</sup> de área de locação, trinta e quatro andares e cinco subsolos. Estruturado para a Funcef e Tishman Speyer, este Fundo foi constituído em 2001 com um patrimônio de R\$ 390 milhões (moeda corrente), e foi o primeiro edifício pulverizado a compor inteiramente a carteira de um Fundo Imobiliário listado em Bolsa. Esse FII iniciou suas atividades por meio da oferta ao mercado de pouco mais de 16% do condomínio proprietário do prédio, que por sua vez era do consórcio construtor. Posteriormente, a FUNCEF integralizou sua parte da torre no Fundo e, assim, passou a totalidade da propriedade deste edifício ao FII em meados de 2008.

Outro Fundo Imobiliário pioneiro listado na Bolsa no final de 2004 foi o Fundo de Investimento Imobiliário Hospital da Criança, estruturado no final de 2000. O Fundo captou aproximadamente R\$ 20 milhões em moeda corrente para aquisição integral do Hospital da Criança, imóvel com nove pavimentos e 6.000 m<sup>2</sup> de área construída, locado ao Instituto de Especialidades Pediátricas de São Paulo, empresa do Grupo Nossa Senhora de Lourdes, em São Paulo, capital.

Em meados de 2005 foi listado para negociação de cotas em Bolsa o Fundo de Investimento Imobiliário Torre Almirante, constituído pela Brazilian Mortgages para a Hines no final de 2004. A captação de aproximadamente R\$ 105 milhões em moeda corrente foi destinada à aquisição de uma fração de 40% do edifício comercial Torre Almirante, no Rio de Janeiro. O edifício seria locado em sua maioria à Petrobras e, em menor parte, à CEF.

Ainda em 2005 foi estruturado pelo Banco do Brasil o BB Fundo de Investimento Imobiliário Progressivo, administrado pela CEF. Este Fundo levantou mais de R\$ 120 milhões em moeda corrente, com o objetivo de adquirir dois edifícios comerciais respectivamente na cidade do Rio de Janeiro e no Distrito Federal, para posterior locação ao Banco do Brasil. Devido ao esforço de captação realizado pelas agências do banco, foi possível pulverizar em mais de 6.000 cotistas.

De 2005 até 2008 foram estruturados diversos outros FII semelhantes àqueles presentes no mercado até então.

A regulamentação dos Fundos Imobiliários teve uma significativa mudança por meio da Instrução Normativa da CVM n.º 472 de 31 de outubro de 2008, que trouxe regras mais sofisticadas para a constituição e oferta de cotas de Fundos de Investimento Imobiliário, revogando a ICVM 205.

A ICVM 472, baseada principalmente na Instrução Normativa n.º 400 de 29 de dezembro de 2003 e a Instrução Normativa n.º 409 de 18 de agosto de 2004, foi promulgada com objetivo de modernizar e flexibilizar as normas vigentes da época com relação à constituição, funcionamento e registro da oferta pública de emissão de cotas dos FII.



Essa Instrução Normativa foi criada por meio de audiências públicas realizadas pela CVM com os agentes do mercado, para alinhar as expectativas.

Um dos principais atributos dessa nova Instrução foi a diminuição dos prazos estabelecidos na ICVM 205, de forma que a celeridade no processo permitisse um melhor aproveitamento das diferentes fases em um mercado em constante transição.

Em suma, a ICVM 472 surgiu como um meio de aproximar os FII dos demais Fundos de Investimento regulados pela CVM.

Dentre as inovações trazidas pela ICVM 472 perante a Instrução Normativa anterior (ICVM 205) estão:

- Maior diversificação dos ativos que compõem o portfólio da carteira do Fundo de Investimento Imobiliário, por meio da inclusão da possibilidade de investimento em papéis lastreados ao mercado imobiliário, como:
  - Ações ou cotas de empresas ligadas ao mercado imobiliário<sup>16</sup>
  - Cotas de Fundos de Investimento em Participação (FIP)<sup>17</sup>
  - Cotas de outros FII
  - Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)<sup>18</sup>
  - Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI)
  - Letras Hipotecárias (LH)
  - Letras de Crédito Imobiliário (LCI)
  - Certificados de Potencial Adicional de Construção (Cepac) emitidos com base na Instrução CVM nº 401 de 29 de dezembro de 2003
- Redução do prazo para constituição e permissão de funcionamento dos FII;
- Redução do prazo para registro de ofertas públicas de cotas de FII, com possibilidade de registro automático em cinco dias úteis a partir do protocolo do pedido e demais documentações pertinentes na CVM;

---

<sup>16</sup> Nos termos do inciso III, Art. 45º da ICVM 472: ações ou cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII.

<sup>17</sup> Nos termos do inciso IV, Art. 45º da ICVM 472: cotas de Fundos de Investimento em Participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII ou de Fundos de Investimento em Ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário.

<sup>18</sup> Nos termos do inciso VII, Art. 45º da ICVM 472: investimento em FIDC que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII e desde que sua emissão ou negociação tenha sido registrada na CVM.

- Permissão para a aquisição de imóveis gravados com ônus reais;
- Colocação parcial das cotas ofertadas ao mercado com o cancelamento do saldo não colocado ao término do prazo de distribuição<sup>19</sup>;
- Quando do investimento em valores mobiliários, necessidade de respeito aos limites de aplicação por emissor e por modalidade de ativos financeiros conforme estipulado na ICVM 409<sup>20</sup>;
- Maior exigência quanto às informações disponibilizadas pelo laudo de avaliação utilizado para integralização de cotas ou aquisição direta pelo FII<sup>21</sup>;
- Maior precisão com relação às informações que deverão ser apresentadas no Prospecto da emissão de cotas<sup>22</sup>.

Com o advento da ICVM 472 as instituições administradoras passaram a gozar de maior discricionariedade na administração da carteira dos Fundos. Por meio da contratação de consultores de investimento, os novos FII puderam ser estruturados de forma a usufruir das diferentes fases e nichos do mercado, por meio da aquisição e venda inteligente dos ativos de suas carteiras, conforme a flutuação do mercado.

Porto e Rocha Lima Jr (2011) enfatizam o potencial do FII que a partir de então poderia adquirir vários ativos para compor sua carteira, ressaltando que “tal política poderá permitir uma maior diversificação dos investimentos e mitigação dos riscos, com a intenção de auferir aos investidores uma rentabilidade adequada frente à sua exposição”.

Corroborando a questão acima levantada, Rocha Lima Jr (2011) ressalta as diferentes estratégias de composição de portfólios em Fundos Imobiliários. Chamados de “portfólios nobres” pelo autor, os FII que investem em um grupo de ativos ligados a um segmento de mercado de forma a diluir os riscos intrínsecos ao investimento em um único empreendimento. Segundo o autor:

---

<sup>19</sup> Nos termos delimitados pelo Art. 5º e pelo Art. 15º da ICVM 472, ou seja, que a condição de colocação parcial de cotas esteja previamente prevista em regulamento, e que seja ultrapassada a captação de um valor mínimo pré estipulado. Caso o valor mínimo não seja alcançado, o administrador deverá ratear o valor levantado entre os subscritores da oferta, ou, no caso de emissão primária, devolver os recursos e liquidar o Fundo.

<sup>20</sup> Em obediência às normas de desenquadramento e reenquadramento conforme indicado no § 5º Art. 45º da ICVM 472

<sup>21</sup> Em conformidade com o estabelecido no Art. 12º da ICVM 472

<sup>22</sup> Por meio da inclusão do Anexo III-B à Instrução CVM 400, conforme apresentado no Anexo II da ICVM 472.

Portfólios dispersos permitem aos gestores vender imóveis quando a apreciação do seu valor no mercado está além da capacidade de geração de renda, valorizando as cotas do FII, quando essa venda resulta na compra de mais área rentável (ABL) nos padrões médios de comportamento do conjunto.

Rocha Lima Jr (2011) contrasta esses “portfólios nobres” com os “portfólios pobres”, que seriam aqueles FII que investem em um único ativo, ou pequeno grupo de ativos, de forma que o cotista apresenta maior exposição a variações no comportamento de suas carteiras, ficando assim menos protegido.

Ao contrastar as duas estratégias de investimento de um FII, Rocha Lima Jr (2011) enfatiza que:

Analisando as estratégias de investimento em imóveis de forma global, a cota de um FII de portfólio concentrado já é um investimento de melhor qualidade do que a aplicação em um pequeno imóvel, mas o investimento em um FII de portfólio mais amplo é, do ponto de vista do investimento conservador, muito mais adequada.

Nessa linha, após a ICVM 472 os principais administradores de FII do mercado brasileiro estruturaram novos Fundos ou adaptaram seus Fundos já em operação para gozar das condições trazidas por aquela Instrução, e assim trazer mais valor e atratividade à carteira de seus Fundos.

A próxima inovação introduzida pela CVM foi a Instrução Normativa nº 476 de 16 de janeiro de 2009.

A ICVM 476 dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Assim, essa nova Instrução Normativa introduziu uma facilidade para a indústria dos FII, por meio da dispensa de requisitos antes exigidos pela ICVM 400 de 29 de dezembro de 2003, tornando mais célere o período de captação para o Fundo.

Dentre as inovações da ICVM 476 está a restrição da oferta dos valores mobiliários a, no máximo, cinquenta investidores, exclusivamente qualificados<sup>23</sup>. Não obstante, o limite

---

<sup>23</sup> Conforme destaca posteriormente no Inciso I, Art. 4º da ICVM 476, são considerados para efeito dessa instrução

para subscrição conforme essa Instrução é de vinte investidores. Ainda, o volume financeiro mínimo para a operação é de um milhão de reais.

Nesse caso, a oferta pública que seguir os parâmetros estabelecidos pela ICVM 476 fica sujeita a dispensa automática de registro de distribuição<sup>24</sup>. Ainda, por se tratar de uma oferta em que não se aplica a ICVM 400<sup>25</sup>, fica também dispensada a necessidade de elaboração de prospecto, economizando-se assim tempo e dinheiro na elaboração do novo Fundo.

Todavia, os valores mobiliários objeto do Fundo que se enquadre na emissão conforme estipula essa Instrução somente poderão ser negociados após a decorrência de noventa dias a contar da subscrição ou aquisição das cotas pelo investidor<sup>26</sup>.

Dessa forma, conforme se pode notar do avanço acima, o mercado brasileiro de FII passou por um rápido crescimento ao longo dos cinco últimos anos, partindo de R\$ 5,7 bilhões em moeda corrente de ativos em 2007 para R\$ 23,5 bilhões em moeda corrente ao término de 2011, ou um crescimento de 312%, conforme se pode visualizar no gráfico a seguir:

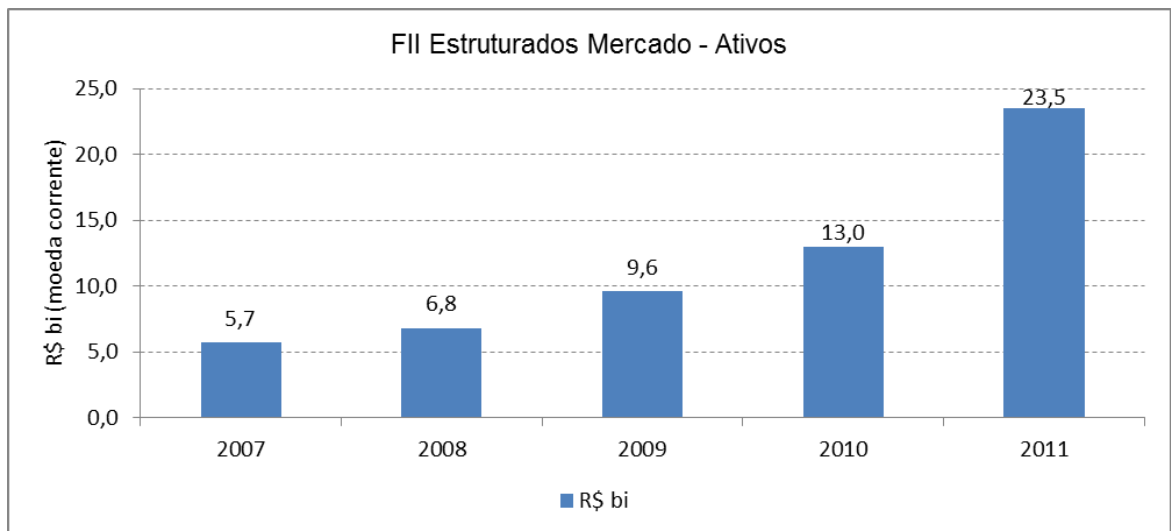


Figura 4 – FII estruturados pelo mercado

Fonte: site Brazilian Mortgages ([www.brazilianmortgages.com.br](http://www.brazilianmortgages.com.br))

todos os Fundos de Investimento bem como as pessoas naturais e jurídicas mencionadas no inciso IV do Art. 109 ICVM 409 que venham a adquirir valores mobiliários no montante mínimo de um milhão de reais.

<sup>24</sup> Art. 6º ICVM 476

<sup>25</sup> Art. 5º ICVM 476

<sup>26</sup> Art. 13º ICVM 476

Com aproximadamente R\$ 6,3 bilhões em moeda corrente em FII estruturados em 2011, a Brazilian Mortgages é a empresa que mais constituiu FII no mercado brasileiro naquele ano com uma participação de 27% nessas emissões. Sua evolução ao longo dos últimos anos pode ser observada no gráfico abaixo:

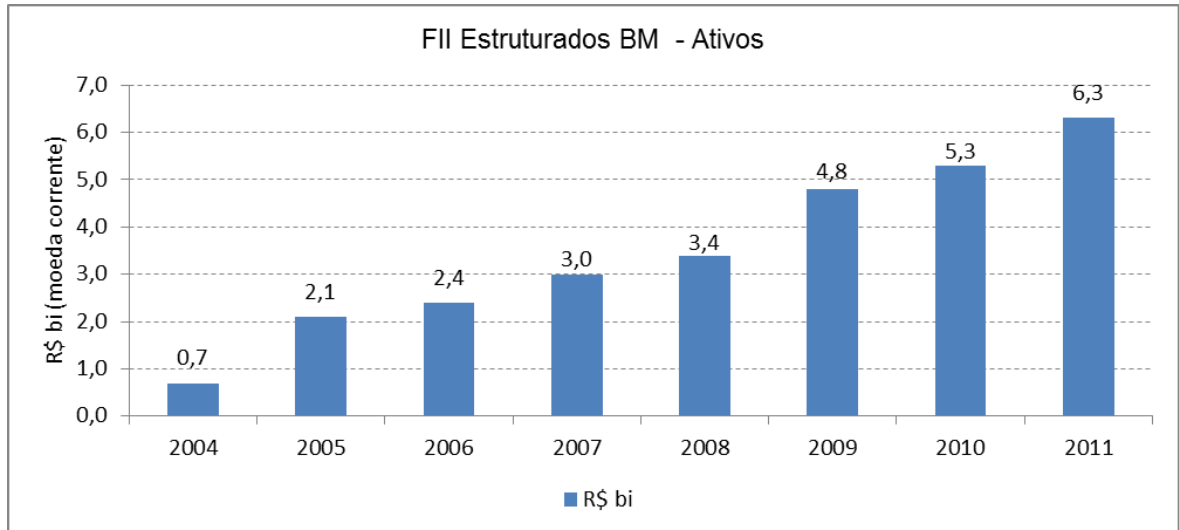


Figura 5 – FII estruturados pela Brazilian Mortgages

Fonte: site Brazilian Mortgages ([www.brazilianmortgages.com.br](http://www.brazilianmortgages.com.br))

Abaixo estão classificados os principais FII, das maiores instituições administradoras de FII, respectivamente a Brazilian Mortgages, a Rio Bravo DTVM, e a Credit Suisse Hedging-Griffo Corretora de Valores S.A. (CSHG).

Dentre os FII estruturados pela Brazilian Mortgages, se destaca o Fundo de Investimento Imobiliário Hotel Maxinvest, constituído em 2007 com o patrimônio líquido de pouco mais de R\$ 60 milhões em moeda corrente, para aquisições de flats, de preferência de alto padrão e na cidade de São Paulo. Para isso o Fundo conta com a assessoria da Brazilian Capital em conjunto com a Hotel Invest Canteras & Associados, uma consultoria global especialista em investimentos no setor hoteleiro. O FII chegou a ter aproximadamente 650 diferentes unidades em suas carteiras, e atualmente tem aproximadamente 590 flats localizados em pouco mais de 40 prédios diferentes.

O Brazilian Capital Real Estate Fund I foi estruturado em 2007 pela Brazilian Capital e desde então administrado pela Brazilian Mortgages, com o objetivo de realizar investimentos em empreendimentos imobiliários por meio da aquisição de imóveis de

escritórios de renda no Brasil, bem como direitos relativos a imóveis deste perfil. O portfólio tem como alvo primordialmente imóveis comerciais, prontos ou em construção. Atualmente, possui em carteira treze imóveis, locados a inquilinos de renome no cenário nacional e internacional, assim como: VolksWagen, GM, Cargill, Grupo X (OGX, EBX, MPX, MMX, OSX e LLX), Shell, General Electric, Gerdau, entre outras. Esses ativos estão divididos entre as cidades São Paulo, Rio de Janeiro e Campinas, e representam edifícios comerciais de alto padrão. O BC Fund I é atualmente o maior FII de escritórios do Brasil, e seu patrimônio está avaliado em aproximadamente R\$ 2 bilhões<sup>27</sup> em moeda corrente. Apesar da diversificação em sua carteira, atualmente não há vacância nos ativos. Este FII conta com a consultoria financeira da Brazilian Capital Companhia de Gestão de Investimentos Imobiliários.

O Fundo de Investimento Imobiliário Excellence foi estruturado em meados de 2010, e se caracterizou como o primeiro FII a ter uma carteira de Certificados de Recebíveis Imobiliários. Este FII surgiu com meta de buscar rentabilidade anual de 105% do CDI, de preferência investindo em CRI.

Outro Fundo estruturado pela Brazilian Mortgages é o BC Fundo de Fundos de Investimentos Imobiliários. Esse Fundo foi o primeiro do gênero no mercado, e também conta com a consultoria imobiliária da Brazilian Capital. Ele tem como objetivo, principalmente, a aquisição e exploração de cotas de outros FII, bem como demais papéis lastreados no mercado imobiliário: Certificados de Recebíveis Imobiliários, Letras Hipotecárias, e Letras de Crédito Imobiliário. Esse FII começou com um patrimônio de R\$ 30 milhões em moeda corrente em meados de 2010, e fez uma nova emissão em março de 2011 para aumentar o patrimônio para R\$ 140 milhões em moeda corrente, aproximadamente.

Uma vantagem interessante proporcionada pelo BC Fundo de Fundos de Investimentos Imobiliários é o repasse integral ao investidor o ganho de capital integral realizado na alienação das cotas do portfólio do FII, além do repasse dos dividendos gerados pelos Fundos de sua carteira. Ainda, a realização constante da consultoria de investimentos

---

<sup>27</sup> O valor total dos ativos corresponde a R\$ 2.093.655.000,00 em moeda corrente, conforme laudo de avaliação de portfólio imobiliário realizado pela Colliers International do Brasil Consultoria Ltda, datado de novembro de 2011, de acordo com o site do Fundo ([www.bcfund.com.br](http://www.bcfund.com.br))

permite a aplicação de uma complexa análise fundamentalista, considerando datas de corte e pagamentos por Fundo, arbitragem com base na análise de valor de mercado dos ativos das carteiras adquiridas com relação ao valor de mercado das cotas negociadas, e maior transparência nas operações.

A Rio Bravo DTVM herdou em 2001 da antiga Mercúrio DTVM uma carteira de mais de quinze Fundos e foi, por muitos anos, a maior administradora de Fundos Imobiliários no Brasil em quantidade de Fundos sob sua administração. Por esse motivo, assim como a Brazilian Mortgages essa empresa exerceu grande influência no mercado de FII, participando junto à CVM, BM&Bovespa e Anbima com sugestões para a edição das normas que hoje regem esse mercado.

O Fundo de Investimento Imobiliário Patio Higienópolis, estruturado em 1999 pela Brazilian Mortgages, e desde então administrado pela Rio Bravo DTVM, possui em sua carteira 25% do Condomínio Comercial Shopping Pátio Higienópolis, situado na Avenida Higienópolis, em São Paulo / SP. Para administrar esse fundo e alinhar seu desempenho ao interesse dos cotistas, um profissional da Rio Bravo participa semanalmente das discussões de condomínio do empreendimento.

Por meio de uma consulta formalizada (nº 1/2006) os cotistas do Fundo Patio Higienópolis deliberaram no início de 2007 pela participação do FII na expansão do empreendimento, caso contrário o Fundo teria sua participação reduzida no condomínio. Uma vez que o Fundo detinha, na época, mais de 600 cotistas, o resultado positivo na consulta formalizada representou um marco para a indústria de FII.

A Credit Suisse Hedging-Griffo Corretora de Valores S.A. constituiu, em meados de 2008, o CSHG Real Estate - Fundo de Investimento Imobiliário com o objetivo de adquirir e explorar, principalmente, lajes corporativas nos principais centros urbanos do país. Em paralelo fizeram também novas emissões para seu outro FII, CSHG Brasil Shopping Fundo de Investimento Imobiliário, adquirir, principalmente, a totalidade de shoppings centers ou suas frações no território brasileiro.

Ainda, o CSHG trouxe ao mercado mais alguns importantes fundos como o CSHG Logística Fundo de Investimento Imobiliário, estruturado em 2010 e com foco no

segmento industrial / logística, e o CSHG Recebíveis Imobiliários BC, que conta com a consultoria imobiliária da Brazilian Capital para a aquisição de CRI, e tem como meta 100% do CDI.

Atualmente, pode-se notar do Quadro 3: Relação de FII listados BM&FBovespa, em anexo, que o mercado de Fundos Imobiliários contava em dezembro de 2011 com 69 Fundos listados em Bolsa.

Conforme o Quadro 4: Relação de ativos por FII, em anexo, parte significativa dos Fundos listados ao final de 2011 na BMF&Bovespa possuía foco em menos de três ativos. Esses fundos tinham, por característica principal, foco na renda da exploração imobiliária desses ativos. Porto e Rocha Lima Jr (2011) evidenciam esse fato:

Atualmente, a maioria dos fundos imobiliários é criada para investimentos em um imóvel específico, registrando-se como “fundos de propósito restrito”, de modo que a remuneração dos quotistas é atrelada à capacidade de geração de renda do empreendimento objeto do FII.

Nos últimos anos aumentou o número de instituições administradoras nesse mercado, trazendo assim maior concorrência para aquelas que nele já trabalhavam.

Conforme se pode notar no gráfico abaixo, nos últimos cinco anos dobrou o número de administradoras de FII<sup>28</sup>:

---

<sup>28</sup> Considerando somente os sessenta FII que foram listados na BM&FBovespa, conforme o Quadro 3 – Relação de FII listados BM&FBovespa, parte integrante do anexo a este trabalho.





Figura 6 – Indústria FII listados: evolução de instituições administradoras

Fonte: BM&FBovespa<sup>29</sup>

É possível perceber a sensível evolução do número de Fundos Imobiliários listados na BM&Bovespa nos últimos anos, conforme abaixo:

<sup>29</sup> Até dezembro de 2011

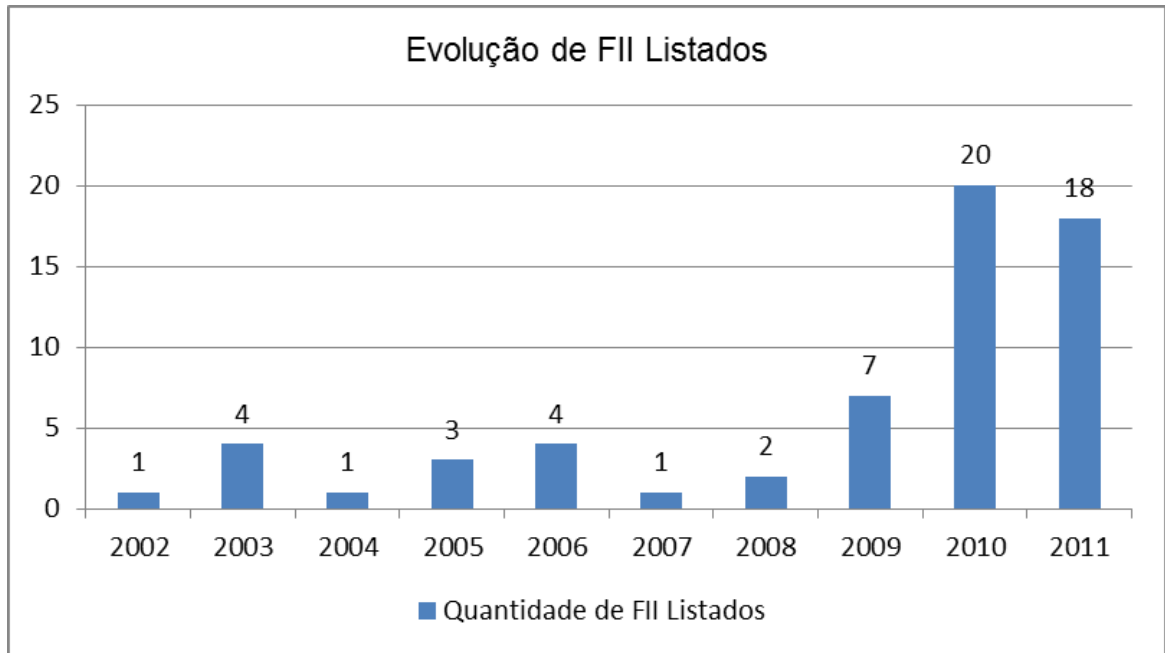


Figura 7 – Indústria FII listados: evolução de FII listados na BM&FBovespa

Fonte: BM&FBovespa<sup>30</sup>

No próximo gráfico, é possível notar a tendência desse mercado na relação acumulada, que vem ganhando significativo espaço no mercado brasileiro, conforme segue:

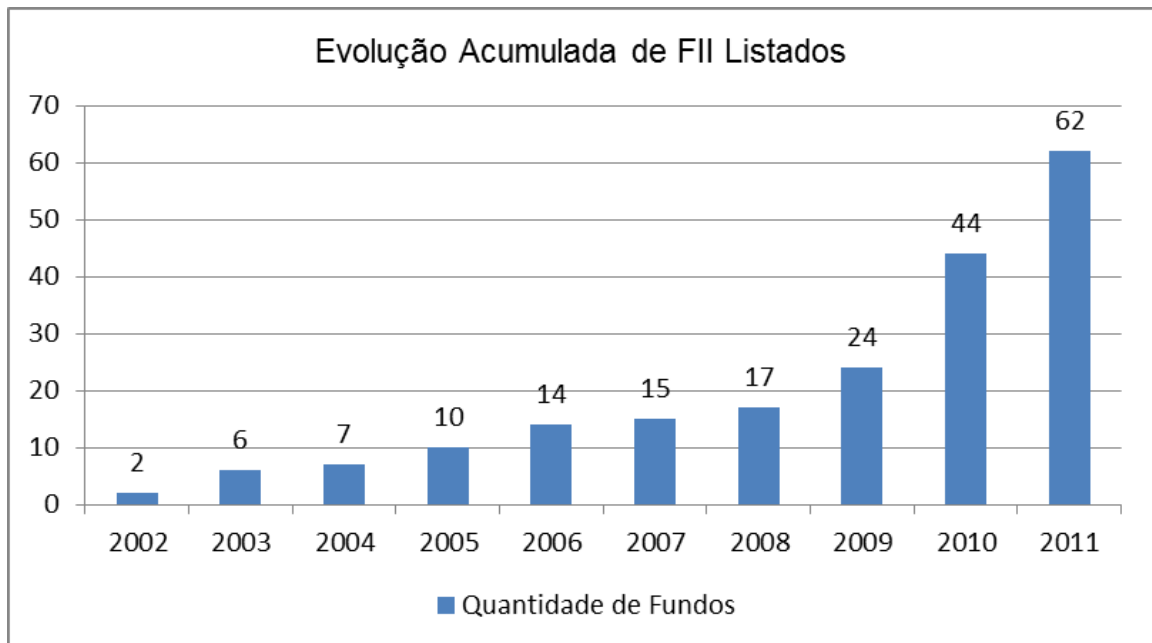


Figura 8 – Indústria FII listados: evolução acumulada de FII listados na BM&FBovespa

Fonte: BM&FBovespa<sup>31</sup>

<sup>30</sup> Até dezembro de 2011

<sup>31</sup> Até dezembro de 2011

O resultado da maior procura por investimento em FII foi a estruturação de novos fundos, conforme demonstrado nos gráficos acima, bem como a necessidade de diversificação de seus ativos-alvo, para atender à crescente demanda por esses ativos.

A indústria está portanto, atualmente assim configurada:

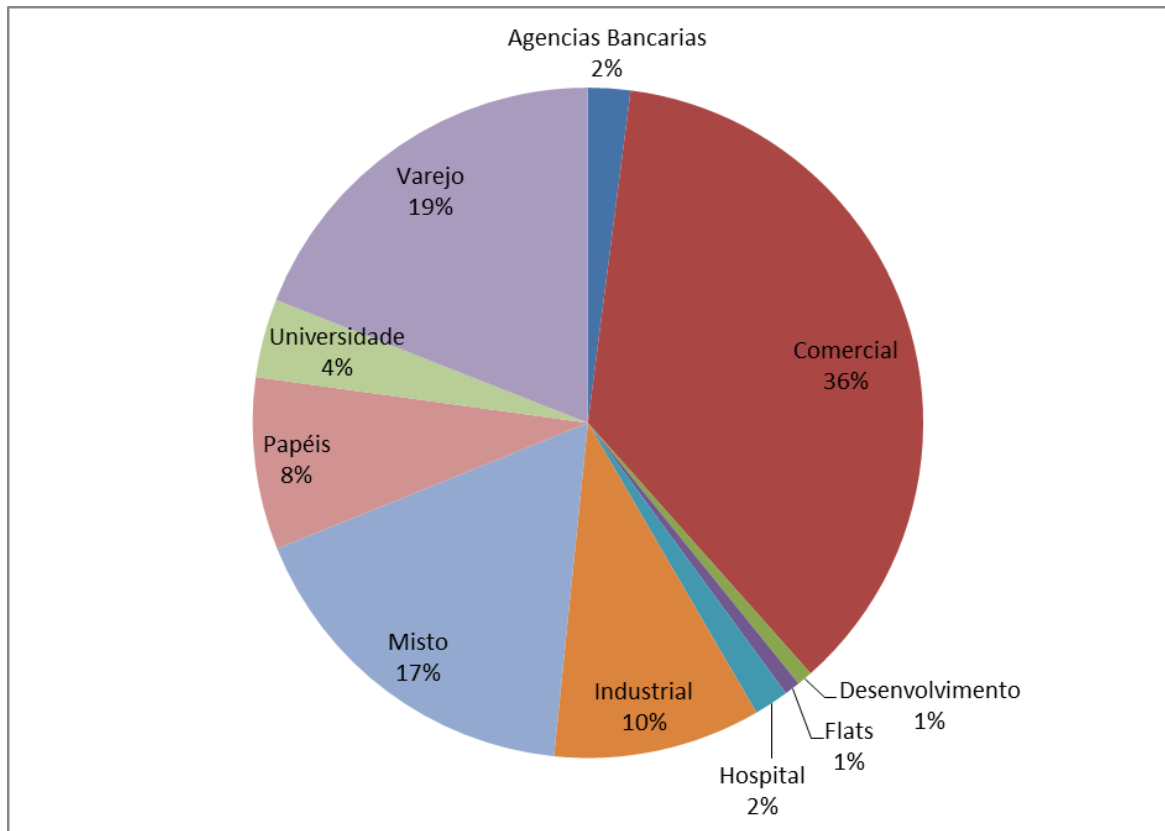


Figura 9 – Indústria FII listados: configuração por patrimônio líquido por perfil

Fonte: CVM<sup>32</sup>

Com relação ao patrimônio líquido dos FII sob administração, a indústria de FII listados no Brasil, na data base de dezembro de 2011, pode ser assim configurada (em R\$ milhões, moeda corrente):

<sup>32</sup> Fundos listados na BM&FBovespa, no fechamento de 2011

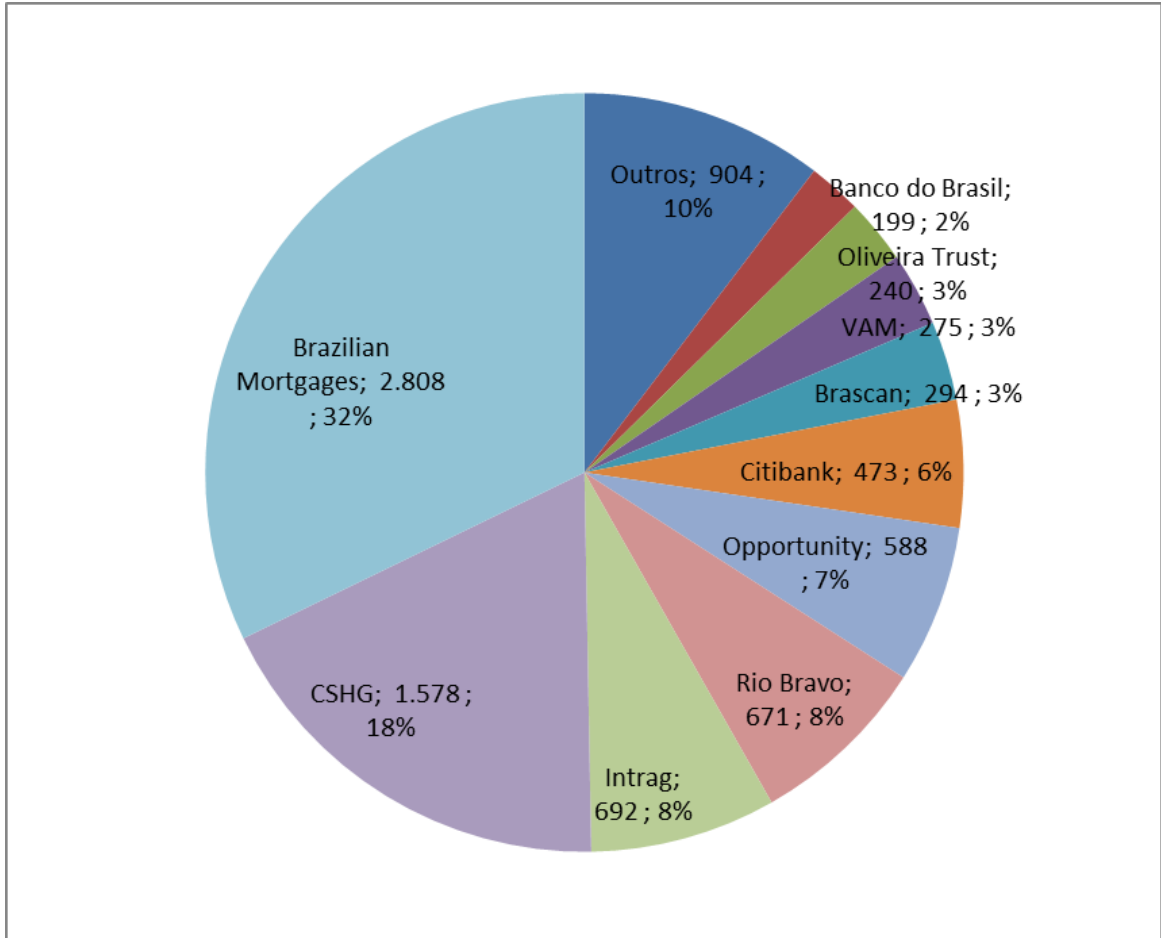


Figura 10 – Indústria FII listados: indústria no Brasil por patrimônio líquido

Fonte: CVM

Dessa forma, o gráfico acima indica que ao término do ano de 2011 a Brazilian Mortgages era a maior instituição administradora em atuação no Brasil, com aproximadamente R\$ 2,8 bilhões em moeda corrente sob administração, seguida pela CSHG com cerca de R\$ 1,6 bilhões em moeda corrente e Intrag, com R\$ 0,7 bilhões em moeda corrente.

No que diz respeito à quantidade de FII sob administração, em dezembro de 2011 o mercado de FII listados em Bolsa e em atividade é apresentado conforme segue:

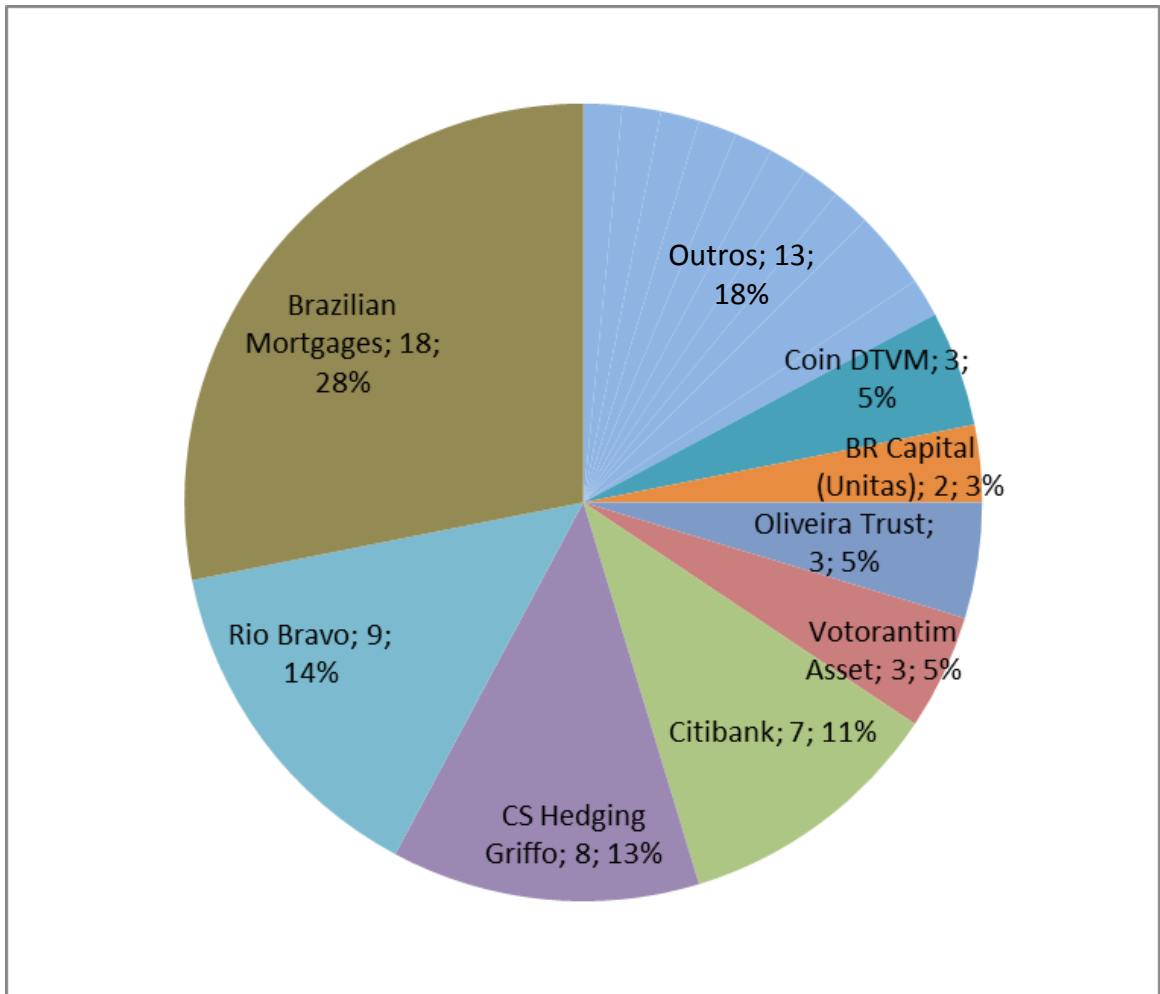


Figura 11 – Indústria FII listados: composição do mercado de administradores

Fonte: BM&FBovespa

Sendo assim, com relação à quantidade de Fundos atualmente em atividade e listados na BM&FBovespa, a Brazilian Mortgages é a administradora com maior participação no mercado de Fundos Imobiliários no Brasil. Isso porque administra dezessete dos sessenta e seis FII listados em 2011<sup>33</sup>, ou seja, aproximadamente um terço do mercado está sob sua responsabilidade. Em seguida, a Rio Bravo com aproximadamente 14%, e em terceiro a CS Hedging Griffo com 13%. Juntas, as três maiores detêm cerca de 55% dos FII listados.

A descentralização é saudável para o mercado, de forma que novas práticas serão introduzidas, e com o acirramento da competição pelos investidores uma melhor taxa de rentabilidade será constantemente buscada pelos administradores.

<sup>33</sup> Aqui não estão sendo considerados 03 Fundos listados no início de 2012 porém presentes no anexo, respectivamente: BM Brascan Lajes Corporativas e BM Cyrela Thera Corporate (Brazilian Mortgages), e Caixa TRX Logística Renda (CEF).

### 3.3. Ativos

Os primeiros FII, a exemplo do Fundo Torre Almirante (40% do Edifício Torre Almirante) e do Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Patio Higienópolis (25% do Shopping Patio Higienópolis), são FII Tradicionais, ou seja, de um único ativo, em que se busca preponderantemente a exploração da renda proveniente de sua operação. Nesse caso de FII lastreado em recebíveis provenientes de shoppings, essa renda provém tanto de receita de locação das unidades comerciais do empreendimento (no primeiro caso), como também da participação do Fundo nas vendas das lojas e nos repasses de estacionamento (no segundo caso).

Devido ao perfil dos FII até o advento da ICVM 472, nesses Fundos Tradicionais, como o Fundo Imobiliário Torre Norte (Edifício Torre Norte) e o Fundo Imobiliário Almirante Barroso (100% do Edifício Almirante Barroso) bem como os FII com alguns ativos dentro de um só condomínio como o Fundo Projeto Água Branca (100% do Edifício New York e do Edifício Los Angeles), devido à pouca demanda ou à inexistência de necessidade de aquisição de outros ativos para composição de suas carteiras, era pouco usual a necessidade de uma estrutura mais complexa de governança, a exemplo da figura do consultor de investimentos no Fundo.

Mais recentemente, devido à maior informação, maior publicidade, e ao ambiente econômico favorável à indústria dos FII, novos investidores buscaram os FII como opção de diversificação em seus investimentos.

Não obstante, dado o aumento recente na demanda por esse veículo de investimentos, a indústria de FII passou a ficar mais concorrida, elevando os preços dos papéis frente à menor oscilação provida pelo rendimento de seus imóveis lastro. Isso porque eventuais aumentos no caixa dos fundos anteriormente eram, em grande parte, decorrentes preponderantemente de correções anuais de contratos de locação, atreladas a algum indexador específico (geralmente ao IGP-M ou IPCA), reajustes trianuais, renegociações de valor após vencimentos, ou oscilação decorrente de sazonalidade em shoppings.

Para compensar o aumento na demanda, que encarece os papéis e prejudica a

rentabilidade ao investidor, uma forma de manter a atratividade do papel seria aumentando sua receita líquida. Assim, os estruturadores de Fundo Imobiliário, em busca de formas novas de para aumentar a receita do FII e assim garantir uma melhor rentabilidade ao investidor, juntaram-se perante os principais órgãos reguladores (Anbima e CVM) para auxiliar na elaboração de uma normatização mais moderna, que permitisse atender à incipiente necessidade de melhoria na rentabilidade e liquidez dos FII.

Assim surgiu a ICVM 472, conforme já explicado em maiores detalhes anteriormente, oferecendo novas formas de investimento e diversificando os FII.

Recentemente alguns FII Tradicionais apresentaram dificuldades operacionais intrínsecas ao risco do ativo único, e assim reforçaram a tese da necessidade de pulverização de suas carteiras como forma de diluição do risco próprio do ativo.

O Fundo Hospital Nossa Senhora de Lourdes (NSLU) e o Fundo Hospital da Criança (HCRI), ambos anteriormente já apresentados em maiores detalhes, passaram no final de 2011 por sérias dificuldades operacionais. Ambos são detentores de um único ativo, por sua vez locados a empresas do mesmo grupo. Essa empresa passou por problemas financeiros, e por esse motivo solicitou renegociação do contrato de locação em até 33% de redução sobre o valor em vigência à época. Uma vez que o mercado de cotas de FII é principalmente precificado com base na percepção de rendimento pelos cotistas, a cota de ambos os fundos sofreu redução em aproximadamente 33%, refletindo de certa forma a perda de receita pleiteada pelos respectivos inquilinos.

Abaixo pode-se notar a desvalorização das cotas desses dois FII e o respectivo valor de face das duas cotas, evidenciada desde outubro de 2011:

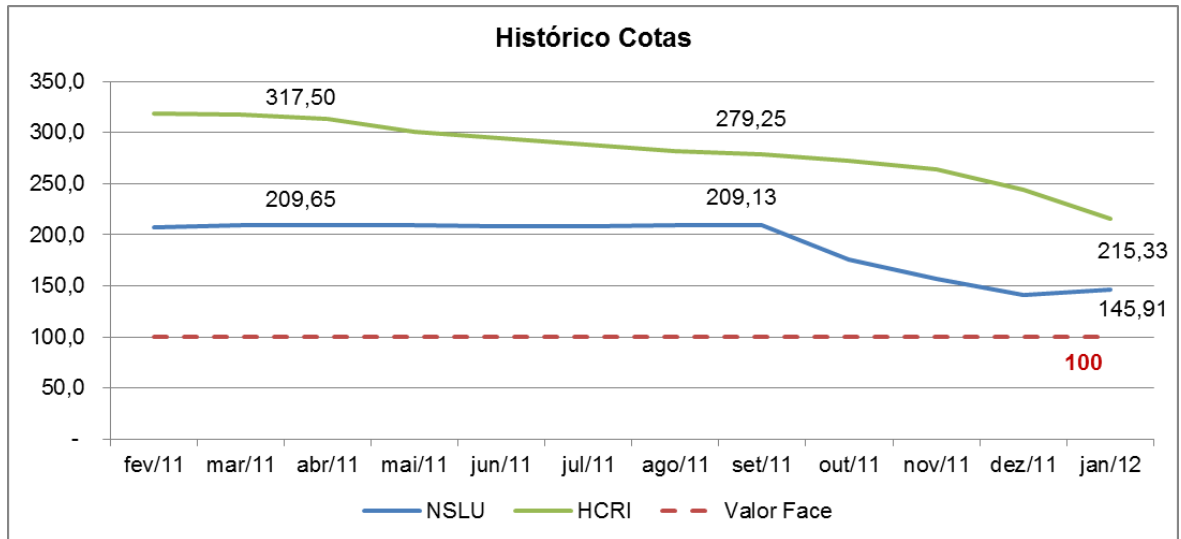


Figura 12 – Indústria FII listados: desvalorização das cotas de HCRI e NSLU

Fonte: BM&FBovespa

Em um outro exemplo, o Fundo de Investimento Imobiliário Memorial Office, administrado pela Coin DTVM e detentor de andares do edifício de mesmo nome na Barra Funda em São Paulo, recebeu em meados de 2011 aviso de devolução de parte significativa de andares do prédio pelo principal inquilino, uma empresa de call center que ocupava cerca de 63% do imóvel. Como resultado, em um curto espaço de tempo o prédio antes com alto índice de ocupação e geração de receita passou a apresentar alta vacância. Assim, além de terem de arcar com a falta de receita, os proprietários do imóvel, dentre eles o FII, tiveram de se responsabilizar pelo custeio dos andares vazios, bem como pelo direcionamento de esforços para locação com urgência da área vazia, incorrendo assim no risco de arcar com menores preços de locação.

Nesse cenário, vale destacar uma oportunidade que surgiu. Porter (1989) defende que ter eficácia operacional implica em desempenhar atividades similares melhor do que a concorrência. Isso significa que é fundamental para a empresa que procura se destacar no mercado em que compete a primazia na utilização de seus recursos.

Como a forma até então usual de aumentar a receita nos FII Tradicionais era baseada principalmente nos ajustes contratuais, surgiu com a nova Instrução Normativa da CVM, ICVM 472, a possibilidade de promover ativamente uma melhor receita por meio da gestão inteligente do portfólio do Fundo.



Nesse cenário surgiu a possibilidade de estruturar os FII Multiprodutos. Esses FII seriam portanto uma resposta à necessidade de diluição de risco intrínseco ao ativo e aumento de governança do Fundo, que no cenário em que a indústria se desenvolvia logo se mostrou fundamental.

### **3.4. Garantia de Rentabilidade**

#### **3.4.1. Caracterização**

A ICVM 472 proíbe expressamente o administrador do FII a prometer rendimentos predeterminados aos cotistas<sup>34</sup>.

Não obstante, com o objetivo de aumentar a atratividade do FII dentre os investidores pessoa física no mercado financeiro, alguns fundos foram estruturados de forma a prover uma rentabilidade mínima por tempo determinado. E isso foi possível por meio de um comprometimento por parte do vendedor inicial das cotas ou do ativo do Fundo, com a garantia de uma receita mínima ao FII por tempo pré determinado. Isso serviria como contrapartida ao risco atrelado ao momento do ciclo de vida em que o ativo do fundo estivesse passando, seja ele um shopping em fase de maturação, ou um imóvel passando por obras de construção, reforma ou expansão.

Essa medida surgiu portanto para facilitar a captação de recursos para viabilização do veículo em períodos de maior risco em que o ativo estivesse passando por obras ou quando não houvesse um número suficiente de inquilinos (prédios) ou lojistas (shoppings) que permitissem um fluxo determinado de receita para tornar atrativo o investimento no FII. Sendo assim, a rentabilidade é garantida normalmente por alguma parte envolvida com o FII, normalmente o vendedor do ativo ao FII, ou o próprio FII com base em eventual sobra de caixa inicial.

São exemplo de fundos que foram estruturados com renda pre-determinada, dentre outros, o FII Parque Dom Pedro, o FII Campus Faria Lima e o FII Brazilian Capital Real Estate

---

<sup>34</sup> Nos termos do Inciso VIII do Art. 35º da ICVM 472.

Fund I, administrados pela Brazilian Mortgages.

No caso do FII Parque Dom Pedro, fundo detentor de 15% do shopping de mesmo nome situado em Campinas / São Paulo, no segundo semestre de 2009 quando houve a colocação de suas cotas no mercado estipulou-se uma garantia de rentabilidade para os cotistas investidores, dada pelo vendedor do imóvel ao FII. Essa garantia foi estabelecida pelo prazo de três anos desde a publicação do anúncio de início de sua oferta, de forma a compensar o período de maturação do empreendimento.

O vendedor das cotas do FII Parque Dom Pedro para o mercado, Sonae Sierra, para garantir a colocação de suas cotas entendeu ser necessária a criação de um rendimento mínimo de 0,83% ao mês (aproximadamente 10% ao ano) frente ao valor face do papel, como prêmio de risco ao investidor. Isso porque, conforme estipulado no respectivo contrato de garantia de rendimento mínimo anexo ao prospecto de emissão de cotas do fundo:

[...] as cotas não contam com garantias do administrador do Fundo, dos coordenadores da Oferta, de quaisquer terceiros, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Créditos - FGC, para redução ou eliminação dos riscos aos quais estão sujeitas.

O FII Campus Faria Lima, detentor de 100% do imóvel locado à Faculdade Insper (antigo IBMEC) composto por dois prédios, um construído e outro atualmente em construção, também adotou o modelo de garantia de rentabilidade para remuneração a seus cotistas por um tempo delimitado.

No caso do FII Campus Faria Lima também o antigo proprietário das cotas ofereceu a quantia de 0,83% ao mês (aproximadamente 10% ao ano) frente ao valor face do papel, como prêmio de risco ao investidor. Porém a motivação da rentabilidade garantida nesse caso foi o risco intrínseco à construção do prédio novo da faculdade, anexo ao prédio atual, que não geraria receita até sua devida conclusão e ocupação. Dessa forma, ficou estabelecida a garantia de receita de locação desde a imissão da posse indireta do imóvel pelo FII até o prazo de um ano após a expedição do *habite-se* de sua expansão.

O BC Fund, por sua vez, tem uma característica de rendimentos diferente dos outros dois

fundos acima explorados. Por se tratar de um FII Multiprodutos, foi criada uma política de distribuição de resultados, estabelecida em patamares crescentes conforme a performance do giro de sua carteira se consolida.

Sendo assim, no caso desse FII Multiprodutos a rentabilidade segue patamares escalonados, de forma que o valor que exceder o valor da distribuição seja utilizado para reinvestimento em novos ativos, conforme a política de investimentos do Fundo.

Esses patamares de distribuição foram previamente estabelecidos pelo consultor de investimentos que, ao analisar as possibilidades de ganho de capital e geração de receita adicional por meio de reajustes contratuais e novas locações, indica valores esperados pela operação do Fundo.

Ao se manter patamares pré fixados de distribuição é possível alinhar de antemão com o investidor final a rentabilidade a que ele estaria disposto a ganhar de forma a fazer do veículo interessante no curto e no longo prazo.

Como os patamares de distribuição seguem trajetória ascendente, no curto prazo, momento em que a distribuição é menor, o Fundo deve distribuir rentabilidade suficiente para remunerar o investidor acima das demais opções do mercado de perfil conservador. Isso ocorre para garantir que a captação da emissão primária ocorra, visto que é possível que parte dos investidores prefira esperar alguns anos para aportar recursos.

Além disso, no longo prazo o veículo deve convergir a patamares de distribuição líquida acima da taxa média de retorno do mercado, evidenciada em dezembro de 2011 em 0,74%a.m. (aproximadamente 9,33% a.a.) – conforme o anexo Quadro 5: Rentabilidade FII –, bem como acima da média dos demais FII de foco em único ativo. Isso porque devem ser repassados ao investidor os ganhos realizados com a política de gestão ativa que proporcionam maior rendimento ao Fundo.

A rentabilidade pré-determinada é uma condição recente, sendo que os primeiros FII a utilizarem-na como um artifício comercial ainda estavam, ao término do ano de 2011, sob prazo seu de vigência da garantia. Por esse motivo ainda é difícil mensurar os impactos positivos e negativos dessa ferramenta.

Abaixo segue a relação de alguns dos FII que hoje se utilizam dessa ferramenta:

FII	% a.m.	% a.a. <sup>35</sup>
BM Brascan Lajes Corporativas	0,83%	10,0%
BM Cyrela Thera Corporate	0,75%	9,0%
Brazilian Capital Real Estate Fund I	0,83%	10,0%
Campus Faria Lima	0,83%	10,0%
Floripa Shopping	0,83%	10,0%
Parque D Pedro Shopping Center	0,83%	10,0%
West Plaza	0,83%	10,0%

Tabela 1 – Garantia de Rentabilidade em FII

Fonte: [www.brazilianmortgages.com.br](http://www.brazilianmortgages.com.br)

Mesmo assim, pode-se hoje analisar, com base nos atuais FII que utilizam a garantia de rentabilidade como subterfúgio comercial, alguns fatos interessantes.

### 3.4.2.Vantagens

O investimento em FII que apresentem garantia de rentabilidade pode ser muito vantajoso ao investidor avesso ao risco que busca rentabilidade estável por determinado período. Também pode ser vantajoso ao construtor / incorporador que busca maneira alternativa e barata para financiar o custeio de sua obra.

Geralmente, os fundos que trazem essa trava de rendimentos apresentam rentabilidade alta, quando comparados com os demais fundos do mercado. Por exemplo, os FII Parque Dom Pedro e FII Campus Faria Lima apresentam rentabilidade pré fixada em 0,83% ao mês (aproximadamente 10% ao ano) durante o prazo de vigência da garantia. O mercado por sua vez, conforme se pode auferir do Quadro 5: Rentabilidade FII, anexo, teve média mensal em dezembro de 2011 de 0,74% ao mês, ou cerca de 9,33% ao ano.

Abaixo, pode-se verificar que a rentabilidade média<sup>36</sup> apresentada pelos FII listados no

<sup>35</sup> O mercado de FII adota a praxe de anualizar as taxas mensais por meio da multiplicação simples por 12. Por esse motivo na Tabela 1 – Garantia de Rentabilidade em FII os fatores representam os valores anualizados pela multiplicação, em vez do valor fatorial.

<sup>36</sup> A evolução da rentabilidade apresentada no gráfico leva em conta exclusivamente o valor do rendimento distribuído no mês frente ao valor médio da cota transacionada no mês imediatamente anterior. Não leva em conta, portanto, fatores como o preço de venda do papel e sua liquidez.

mercado, ao longo de 2011, conforme segue:

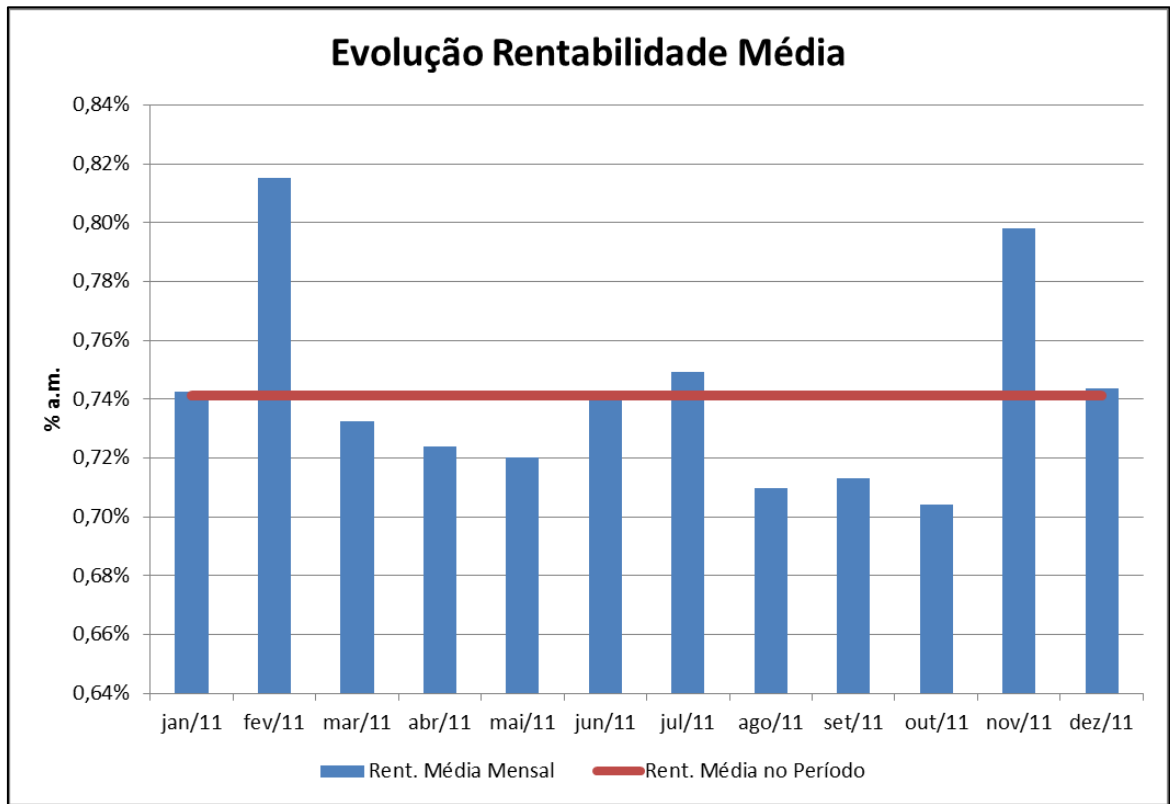


Figura 13 – Indústria FII listados: evolução rentabilidade média em 2011

Fonte: BM&FBovespa

Conforme se pode auferir do gráfico acima, a rentabilidade do mercado de FII em 2011 ficou em 0,74% ao mês, aproximadamente 9,33% ao ano. Assim, é possível encontrar FII que, além de apresentar as vantagens intrínseca desse veículo quanto a liquidez e benefício fiscal no investimento imobiliário, ofereça ainda patamar fixo de rentabilidade acima da média das outras opções no mercado.

Logo, investir em FII com rentabilidade pré-fixada pode ser uma oportunidade interessante para aquele investidor que prefere estabilidade de rendimentos no médio prazo. Caso acredite haver potencial desvalorização ou risco intrínseco ao ativo quando do término do período garantido, o investidor pode, com maior antecedência e conforme a demanda do papel, vender suas cotas e assim reaver o valor investido.

É vantajoso também ao incorporador / construtor recorrer a um FII para servir-se dele como financiamento da obra, ou de parte dela.

Por exemplo, o Fundo de Investimento Imobiliário BM Cyrela Thera Corporate – FII, cujo objeto são cinco andares do Edifício Thera Corporate localizado na Avenida Luis Carlos Berrini, 105, em São Paulo, adquiriu aproximadamente 30% do prédio da Cyrela (CCP). Por sua vez, a Cyrela ficou responsável por garantir renda de 9% a.a. ao FII durante o período de obras, mais doze meses após a obtenção do habite-se. Foi, portanto, uma forma de financiamento que utilizou.

Nesse último caso, é interessante ao cotista deter cotas de um FII que renda o valor médio apresentado pela indústria no último ano, e ainda, ao mesmo tempo, deter em mãos parcela de um ativo bem localizado e de primeira linha, que pode valorizar futuramente impactando positivamente no valor de sua cota quando porventura vendê-la.

### **3.5. Fatores de Risco**

Um dos principais fatores que motiva o investidor pela opção em investir em determinado ativo é a relação de risco e retorno do investimento. Isso porque cada pessoa tem um perfil de aversão ao risco, seja ele conservador, moderado ou agressivo. Ainda, dentro de cada perfil o investidor tende a diversificar seus investimentos conforme diferentes níveis de risco dentre suas aplicações.

No caso dos FII a observância aos riscos é muito importante para a tomada de decisão consciente por parte do investidor, e é por esse motivo que a CVM estabelece normas rígidas para que o estruturador de FII dê ênfase nesse aspecto quando vender um FII ao mercado.

A Instrução Normativa 400 da CVM estabelece a necessidade de enfatizar os riscos criteriosamente no prospecto de emissão pública de cotas do FII. Conforme dita em seus Anexo III (oferta pública de emissão primária) e Anexo VIII (oferta pública de emissão secundária), que regem sobre a matéria que deverá fazer parte do conteúdo do respectivo Prospecto:

[...] expor, em ordem de relevância, os fatores relacionados com a emissão, com o valor mobiliário, com a emissora, com o setor da economia em que atua ou que passará a atuar, com seus acionistas e com o ambiente macroeconômico que possam, de alguma forma, fundamentar decisão de investimento de potencial investidor, devendo ser considerado no horizonte de análise de risco o prazo do investimento e do valor mobiliário distribuído e a cultura financeira dos investidores destinatários da oferta.

O Artigo 50º da ICVM 400, que normatiza sobre a utilização de texto publicitário para a oferta de bens mobiliários, estabelece em seu segundo parágrafo que “o material publicitário não poderá conter informações diversas ou inconsistentes com as constantes do Prospecto e deverá ser elaborado em linguagem serena e moderada, advertindo seus leitores para os riscos do investimento”.

Dessa forma, espera-se que o investidor, ao adquirir as cotas de um Fundo de Investimento esteja consciente da operação, lastro e demais riscos.

### Constituição do FII

Um risco envolvendo o investimento em FII é, ainda em sua origem, a probabilidade de o canal de investimentos não ser constituído. Cabe ao regulamento ditar as normas conforme deve ser feito o cancelamento da emissão, sendo que por vezes se estabelece a necessidade de subscrição total das cotas da emissão, outras vezes se estabelece um montante mínimo para que o Fundo seja constituído. Nesse último caso, a instituição administradora deve devolver os recursos ao investidores, conforme percentual de participação a que fazem juz.

### Rentabilidade

Um risco relevante diz respeito à rentabilidade que o Fundo proporciona ao cotista detentor de suas cotas. Dado que o investimento em FII trata de operação com valores mobiliários de renda variável, a rentabilidade do investidor depende diretamente de alguns fatores, quais sejam: recebimento em dia dos valores devidos ao FII, manutenção do empreendimento, eficiência no trabalho da administração dos imóveis que compõem a carteira do Fundo, oscilações de oferta e demanda por suas cotas no mercado, entre outros. No caso do FII Multiprodutos cabe ainda destacar o sucesso da gestão ativa e respeito às

políticas de governança na operação do Fundo.

### Liquidez

A liquidez é outro fator importante que apresenta risco ao investidor. Atualmente, por se tratar de um veículo recente e menos conhecido, as cotas dos FII ainda apresentam baixa liquidez no mercado. Somado a este fato, por serem os FII constituídos sob forma de condomínio fechado (em que não há a possibilidade de resgate das cotas) existe a chance de o investidor encontrar maior dificuldade para alienação das cotas no mercado secundário e assim obter de volta o investimento financeiro, ou parte dele dependendo do volume aplicado. Para isso a pessoa que deseja investir precisa estar consciente que o investimento em cota imobiliária é um investimento preponderantemente de longo prazo e por isso o resgate imediato do valor aplicado pode não ser possível.

### Concentração das cotas

Outro risco importante é a concentração das cotas com um determinado cotista, e isso foge ao controle do investidor. Nos termos estabelecidos no regulamento do FII, geralmente não há restrição quanto ao limite de cotas adquirido por investidor<sup>37</sup>. Por isso, há o risco de um investidor adquirir parcela considerável das cotas do Fundo, ficando assim com a maioria das cotas, ou número grande o bastante para poder votar sozinho em assembléias de pouco quórum, enfraquecendo portanto a posição do cotista menor.

Nesse caso haveria o risco de o FII ser regido conforme interesses exclusivos de um investidor. Não obstante, a concentração das cotas com um único ou com poucos cotistas implicaria em perda da liquidez das cotas desse FII no mercado secundário, visto que haveria menos cotas à disposição do mercado caso o principal cotista optasse por manter as cotas em seu controle.

### Administração e Gestão

A administração e a gestão do FII devem prezar constantemente pela eficiência. Seja ela

---

<sup>37</sup> Sem considerar aqui os limites de enquadramento que acarretariam na descaracterização do FII e adoção de personalidade jurídica, conforme explicado anteriormente (Artigo 30º da IN 1.022 da Receita Federal do Brasil).



na comunicação com o investidor, no atendimento das demandas dos prestadores de serviço, na operação diária, no zelo às datas de publicação de informação e de rendimentos, nas análises de qualidade de investimentos, nas compras e vendas, no contato com órgãos reguladores e fiscalizadores, e nas demais obrigações.

Um FII bem administrado e com regras claras de *compliance* reflete a sua organização no seu trato com cotistas, imprensa e demais prestadores, e ainda acaba sendo uma boa referência na indústria perante os demais.

Visando evitar conflitos de interesse e regram a operação do FII, é necessário que haja uma estrutura de amparo jurídico e regras de *compliance* claras e bem definidas, tanto no âmbito do administrador quanto no do gestor. Políticas internas de operação, trocas de informação, conflitos de interesse, entre outros, devem ser expedidas pela área competente e devidamente acompanhadas e fiscalizadas, nos termos da Resolução 2.554 do Banco Central do Brasil<sup>38</sup>.

Cabe portanto à área especializada a expedição de tais normas, e seu posterior controle. A área de *compliance* é responsável ainda pelo acompanhamento diário nos órgãos Bacen, CVM, Cetip, Casa Civil e Receita Federal, em busca de assuntos de interesse ou de impacto na operação do administrador e conseqüentemente do Fundo. É da área de *compliance* o dever de acompanhar as diferentes áreas da empresa administradora do FII, de forma que estas atuem sempre em conformidade com as normas legais, regulamentos, políticas e procedimentos internos e externos.

Dentre as normas internas emitidas pela área de *compliance*, está a norma de governança e processos a ser obedecida pela administradora e seus funcionários, e visa alinhar os procedimentos de todo os trabalhadores em prol da eficiência, conforme anteriormente mencionado.

As normas internas auxiliam na orientação do trabalho do administrador, que por sua vez é ainda responsável por acompanhar o consultor de investimentos, por meio de contrato específico para tal finalidade.

---

<sup>38</sup> Dispõe sobre a implantação e implementação de sistema de controles internos nas empresas.

### Operacionais

Outros riscos atrelados às atividades dos FII são: desapropriação do ativo pelo Poder Público, sinistros, despesas extraordinárias, impactos ambientais sobre os imóveis, impactos ligados a fatores macroeconômicos, criação de novos tributos sobre as atividades do FII, veracidade e precisão das informações disponíveis aos cotistas no prospecto, e ausência de garantia por parte das partes envolvidas (instituição administradora, coordenadores e intermediários, consultor imobiliário e do Fundo Garantidor de Créditos – FGC). Esses riscos podem ser amenizados por meio de um acompanhamento corrente das condições físicas e documentais do empreendimento, e demais deveres legais.

### Economia

Quanto aos riscos relacionados à economia, AMATO (2009) ressalta o risco de fatores externos, da conjuntura política e da política econômica.

Ainda, AMATO (2009) ressalta riscos intrínsecos ao mercado imobiliário, como da inserção mercadológica, conforme abaixo:

Os riscos inerentes à inserção mercadológica estão associados à capacidade do empreendimento de base imobiliária atrair e manter seus clientes e consumidores mesmo na presença de concorrentes e de produtos alternativos competitivos. Condições econômicas adversas nos locais onde está situado o empreendimento, inclusive com a redução do interesse de potenciais ocupantes em espaços como os disponibilizados pelo empreendimento, podem afetar adversamente seus níveis de ocupação e locação e, conseqüentemente, os seus resultados operacionais.

O autor destaca ainda o risco de legislação, incorporação e construção civil, parcerias e sociedades, e capacidade financeira.

AMATO (2009) destaca ainda alguns riscos atrelados ao FII e a suas cotas. Dentre eles, enfatiza a estratégia do FII para constituição do portfólio como algo que deve ser atentamente estudado pelo investidor antes de aplicar seu dinheiro. No caso, o autor menciona, dentre outros, o risco do FII Hospital Nossa Senhora de Lourdes. Aqui, evidencia o risco atrelado a um FII que busca a aquisição e administração de apenas um imóvel, ou seja, risco de desempenho do único ativo. Conforme mencionado

anteriormente, Amato estava correto ao evidenciar o risco do investimento desta modalidade de FII, visto que este FII passou recentemente por dificuldades operacionais.

AMATO (2009) enfatiza o risco atrelado ao FII Tradicional, defendendo a tese de que “a própria geração de resultados oriunda desta estratégia repercute na concentração na capacidade creditícia em um número reduzido de locatários, os quais influenciam mais intensamente na renda proporcionada aos cotistas”.

Mesmo assim, vale lembrar que o FII Multiprodutos não está livre de riscos. Amato acredita que, apesar de o FII ter uma estratégia pré-definida para aquisição de ativos, “o fundo pode não ser capaz de realizar aquisições com a regularidade, dimensão, ou mesmo a preços e em condições tão favoráveis quanto previsto em sua estratégia de negócios”. Sendo assim, os principais riscos ao investimento estão ligados à estratégia de giro e manutenção da carteira, bem como à governança de sua estrutura operacional.

### Giro da carteira

No caso do FII Multiprodutos, a estrutura operacional exige um trabalho constante de prospecção de ativos para giro da carteira, análise financeira das novas oportunidades, acompanhamento dos ativos investidos e do mercado, embasamento em uma rígida estrutura de interna de *compliance* pela administração, e o foco incessante na comunicação e transparência com o investidor.

Um dos principais riscos a serem mitigados reside na realização do giro dos ativos da carteira.

No que diz respeito à procura por novos ativos a serem adquiridos, é necessário criar ferramentas para continuamente sondar o mercado em busca dessas oportunidades. A prospecção pode ocorrer de forma ativa, em que o ativo é buscado por meio de reuniões com proprietários e potenciais vendedores, bem como de forma passiva, por meio de um canal de comunicação aberto com o mercado para recebimento de novas propostas.

A prospecção ativa pode ser melhor direcionada quando focada primeiramente em conversas com os maiores detentores de ativos, como fundos de pensão, contrutores,

incorporadores, bancos e outros fundos de investimento. A prospecção passiva, por sua vez, pode ser incentivada por meio de mecanismos céleres de análise de ativos, rápida resposta e facilidade de comunicação. Para isso devem estar claros para aquele que deseja vender um ativo os objetivos do FII e os imóveis alvo de sua política de investimentos. A celeridade no processo facilita que o corretor ou proprietário associem o FII como um potencial investidor organizado, objetivo e rápido, prevalecendo-o portanto frente a outros potenciais interessados.

Com relação ao âmbito do investimento do Fundo, uma forma segura para mitigação de riscos de investimento seria a aquisição de um amplo número de ativos, que por sua vez seriam pulverizados dentre diversos inquilinos de tamanhos e setores de atuação diferentes. Dessa maneira, o FII estaria melhor protegido contra problemas setoriais específicos que comprometessem a saúde financeira dos inquilinos ou a região onde o ativo se localiza, que por sua vez traria vacância e diminuição de receita para o Fundo. Por isso, no FII Multiprodutos a aquisição de ativos dentre diferentes localizações é uma maneira mais precisa de se mitigar eventuais problemas setoriais de mercado e geográficos.

A apresentação e análise dos novos imóveis deve seguir uma metodologia previamente estabelecida, focada no estudo objetivo dos fundamentos principais do imóvel, suas características e sua localização. Essa análise deve ainda considerar o imóvel perante os demais na carteira investida, de forma a constantemente buscar um *mix* ideal dos empreendimentos investidos. Para isso, é preferível a participação aqui de empresa contratada para tal finalidade, com prévio conhecimento do mercado e suas peculiaridades (a exemplo da consultoria de investimentos, a ser tratado posteriormente).

A aquisição do ativo deve seguir etapas rígidas de diligência jurídica, de forma a mitigar ainda o risco da aquisição de imóvel com problemas fiscais, incoerências na matrícula ou habite-se, ou problemas similares que podem resultar no embargo do ativo, vício na venda, ônus financeiro e perda de tempo para regularização de documentos.

No entanto, realizar uma diligência jurídica pode sair caro e tomar tempo do investidor. Aqui, se faz necessária a contratação de escritório especializado em diligências de forma a garantir uma análise segura e protegida de riscos. Ainda, há o risco de o vendedor mudar de idéia durante o processo de análise e diligência, causando grande prejuízo ao FII.

Sendo assim, quando encontrado ativo perfil dos investimentos do FII a realização de uma carta de intenção de aquisição pelo FII com o proprietário se faz necessária. Essa carta deve abranger pontos como: características básicas do imóvel, informações sobre inquilinos, valor, prazos e garantia de contratos de locação, valor e forma de compra, informações e prazo para diligência, custos e comissões, confidencialidade nas informações prestadas e exclusividade na operação.

Dentre os documentos presentes da diligência jurídica, os documentos mais importantes estão listados no Anexo 6 – Documentações para Diligência BC Fund I, referentes à documentação solicitada no caso das diligências do BC Fund I.

### Inadimplência

Como a receita do Fundo está diretamente ligada ao inquilino que ocupa os imóveis de sua carteira ou à empresa que adquire um ativo de seu portfólio, um ponto importante é o risco de crédito dessas empresas. No caso da locação, o melhor é buscar formas de locar o ativo para inquilinos com boa saúde financeira, e que apresentem contratos com garantias firmes no caso de inadimplência. Já no caso da alienação, deve-se conhecer bem a empresa compradora e sua capacidade de pagamento, de forma que se minimize a probabilidade de o comprador não cumprir com a negociação, bem como deve-se ter cláusulas contratuais específicas que compensem eventual problema no pagamento pelo ativo alienado.

### Obsolescência dos empreendimentos

Conforme abordado anteriormente, todo imóvel tem um ciclo de vida. Esse ciclo segue as etapas definidas por ROCHA LIMA JR. (1994): ciclo de formatação, ciclo de implantação, ciclo de operação e ciclo de exaustão.

A exaustão do ativo é o momento final de sua vida útil. A partir desse momento, o imóvel fica obsoleto e não é mais atrativo ao investidor.

Sendo assim, é interessante que o proprietário do imóvel acompanhe constantemente o desempenho do ativo e suas características, para que, perante os demais, não perca espaço

e concorrência. Por isso, deve investir na manutenção e na melhoria do imóvel.

O Fundo de Reposição de Ativos (FRA) tem a finalidade de auxiliar na manutenção do valor dos imóveis, seja por meio do investimento em eventuais melhorias pontuais ou necessidades emergenciais. É um artifício prático para acumulação de recursos que tem destinação geralmente pré estabelecida, de forma que o recurso não seja utilizado para remunerar o investidor ou seja reinvestido em novas oportunidades.

Ter uma equipe bem preparada, de preferência composta por profissionais do ramo e com devida experiência, é um outro fator que auxilia na manutenção dos bens do FII. Com a finalidade de agir de forma pró ativa, a equipe (ou funcionário especializado, como engenheiro por exemplo) deve ter uma rotina de visita e acompanhamento dos ativos, de forma a mitigar o risco de eventual desgaste, mal-funcionamento, corrosão, infiltração, entre outros.

Portanto, investir na melhoria do ativo antes do seu período de exaustão pode render-lhe o prolongamento de seu ciclo operacional, e conseqüentemente o prolongamento de seu fluxo de aluguéis. Dependendo do investimento, é ainda possível agregar mais valor ao ativo, e, eventualmente, aumentar sua atratividade e retorno.

No caso do FII Multiprodutos, onde se trabalha com o giro da carteira, há ainda o risco de desvalorização dos seus imóveis, impossibilitando ou complicando futura alienação. O Fundo tem como premissa que uma das fontes de renda seria o ganho de capital na alienação desses imóveis. No entanto, caso esses sofram desvalorização frente ao valor da aquisição, seja ela em decorrência de sua obsolescência ou de condições ligadas ao ciclo econômico ou ciclo de vida, haverá perda de capital no caso de alienação.

#### Administração terceirizada dos imóveis

Outro risco importante para o investidor em FII Multiprodutos é o da administração dos imóveis por empresa terceirizada. Isso porque, nesse caso, o objetivo alvo do Fundo é principalmente a aquisição, exploração e alienação dos ativos de forma inteligente e pré-determinada. Para isso, é comum a contratação de empresas terceirizadas especializadas na administração da carteira, cujo impacto é direto no comportamento da rentabilidade do

Fundo. Dessa forma, a contratação de empresa de renome e experiência prévia é excencial. Não apenas no trato dos imóveis e busca pela minimização da vacância dos empreendimentos, como também na busca pela melhoria das suas receitas.

### Transparência

Conforme estabelece a ICVM 472, e devidamente tratado anteriormente nesse trabalho, há uma série de obrigações do administrador com seus investidores e os órgãos competentes no que diz respeito à publicação das informações periódicas e no contato com cotistas.

O bom relacionamento com cliente é um dos pilares chave no sucesso de um produto, principalmente quando esse produto se trata de um veículo de investimento do dinheiro desse cliente.

Ao aplicar seu dinheiro, o investidor exige informação. Deseja estar à par e acompanhar a cada momento qualquer mudança em seu patrimônio, eventuais alterações na política de investimentos, compras e vendas de ativos, rentabilidade, informações relevantes e outras informações que influenciem direta ou indiretamente na sua decisão por investir ou desinvestir em um certo veículo.

Buscar pela transparência é, portanto, uma forma importante de mitigar o risco de alinhamento de expectativas entre o investidor e a performance de seu investimento.

Há diversas formas para se buscar a proximidade ao investidor, e atualmente, com a facilidade no acesso à informação, se faz ainda mais necessário que se faça essa busca de forma organizada e objetiva, visto que é algo provavelmente já praticado pelas diferentes empresas concorrentes do setor.

O BC Fund I oferece ao seu investidor um site específico<sup>39</sup> para tirar dúvidas, acompanhar processos, consultar relatórios de cota e rentabilidade, conhecer os ativos investidos, entre outros. A administradora utiliza desse site para ainda publicar eventuais fatos relevantes, além de publica-los na mídia específica e na BMF&Bovespa.

---

<sup>39</sup> [www.bcfund.com.br](http://www.bcfund.com.br)

Enviar correspondências, facilitar e incentivar a participação de cotistas em assembleias gerais e manter um cadastro atualizado de endereços e telefones dos investidores são também formas de buscar pela transparência.

### Garantia de rentabilidade

Com relação à política de garantia de rentabilidade, há pontos importantes a serem trabalhados que podem representar risco ao investimento.

Conforme elucidado anteriormente, os FII costumam adotar a garantia de rentabilidade como artifício de captação de recursos, em troca de um investimento ou benfeitoria nos ativos de sua carteira, por determinado tempo. No entanto, os benefícios oferecidos por esses FII vêm acompanhados de alguns riscos implícitos ao investidor. Como bem destaca ROCHA LIMA JR. (2006):

[...] Quando compra renda garantida, parte do preço do investimento está ancorada no valor do EBI, mas outra parte está suportada pela renda adicional garantida (RAG). Não se trata do mesmo investimento: um deles representa o valor do EBI, com fundamento na sua capacidade de geração de renda e outro reflete o valor da promessa de pagamento da RAG. Essa parte do preço não deriva do valor do EBI, mas de um fluxo provável de RAG e que se extingue, sendo, portanto, investimento em promessa de pagar, que vai perdendo valor conforme ela vai se cumprindo, e esse valor perdido não há nada que garanta que se incorpore ao bem imobiliário adiante. Em princípio, a incorporação só acontecerá se o desempenho do EBI, ou não exigir o pagamento da renda garantida, ou crescer, após o pagamento da renda garantida, a ponto de se valorizar para compensá-la.

Por exemplo, no caso de shopping centers, há o risco de o ativo não alcançar a maturidade esperada quando do término do prazo garantido, e assim não atingir a marca de renda previamente estabelecida.

Há no mercado um FII que possui participação em um shopping da região sul do país, cujo prazo de garantia terminará em meados de 2013. No entanto, a receita operacional se encontra ultimamente abaixo da quantidade mínima garantida, de forma que há o risco de, quando terminado o prazo, o cotista perder valor do ativo investido, bem como perder rentabilidade. Por esse motivo a cota desse fundo hoje se encontra com deságio no



mercado secundário, ou seja, abaixo do valor de face do papel quando o FII passou pelo IPO. Isso reflete o anseio do investidor quanto ao futuro do ativo uma vez terminado o prazo da garantia.

Com relação a variações no valor da cota, provenientes da rentabilidade garantida para FII, ROCHA LIMA JR. (2006) destaca que:

Quando os investidores compram quotas de FII, no formato mais corrente no mercado brasileiro, no qual cada FII abriga um empreendimento, ou, no máximo, um pequeno portfólio, a garantia de renda do empreendedor é contratada com o FII, mas, por se distribuir para o investidor, é como se a ele se oferecesse. Por essa razão, a RAG oferecida ao FII também afeta o valor da quota, também representa uma parte que se extingue e não apresenta segurança apoiada no valor do EBI, mas somente na promessa de pagar.

Há outro FII que utiliza a garantia de rentabilidade como forma de fornecer ao investidor rendimento fixo pelo prazo de maturação do empreendimento. É um FII com participação em um shopping paulistano que, ao término de 2011, tinha cerca de 10% de vacância. Nesse caso, sua garantia que vigora até o término do primeiro semestre de 2012 tem pouca chance de ser superada pela receita operacional do empreendimento.

No caso do shopping paulistano, além de haver deságio no valor da cota há o risco de, assim que terminar o prazo garantido, a cota cair para patamares menores. Isso porque o novo preço refletiria uma menor receita, e ainda prejudicaria o investidor que teria perda de valor na sua aplicação. Para amenizar o risco operacional deliberou-se recentemente em assembleia geral de cotistas pela alteração da operadora deste shopping, com intuito que haja melhoria operacional e melhor esforço de locação por parte da nova operadora. E isso representa um novo risco ao investidor.

No caso de FII lastreado em ativos em construção, reforma ou expansão, que possua garantia de rentabilidade, espera-se que a garantia reflita o adicional de valor trazido pela obra. Há o risco desse valor adicional não ser alcançado, e ao término do prazo de garantia o imóvel pague menos que o valor antes garantido. Há o risco da vacância, bem como o risco de atraso na obra ou de aumento de custos.

Ainda, é necessário ressaltar o risco atrelado ao garantidor da renda, seja ele o vendedor do ativo ao FII, ou o próprio FII por meio do seu caixa inicial calculado para essa finalidade.

Em todo caso, apesar dos riscos ligados às operações com garantia de rentabilidade, os prospectos dos FII costumam trazer maiores informações para cada caso, e formas diferentes de lidar com cada cenário.

Para o investidor que visa especulação, adquirir cotas de FII com deságio pode ser uma boa oportunidade no médio ou longo prazo. No médio prazo porque, nos primeiros meses, o FII ainda paga bem até o término da garantia. Se conseguir liquidez para vender a cota ao valor que adquiriu, terá rendido mais que a rentabilidade prometida pelo papel, pois esta foi calculada com base no valor de face, e ele teria comprado o papel a valor mais barato (com deságio). No longo prazo, pode ser interessante segurar o papel pois o mercado não precifica bem o prazo que o imóvel demorará para atingir a maturação, que pode vir antes que o esperado. Porém isso depende do perfil do investidor e da sua postura frente ao risco.

Para os casos acima, nota-se que é fundamental haver uma estratégia de governança bem traçada, no que se trata de mitigação e transferência de riscos operacionais do FII. Visando atender o objetivo do investidor, e diminuir eventual distância entre a expectativa do cliente e o desempenho do Fundo, o estabelecimento de regras e procedimentos operacionais se faz necessário, aumentando assim a transparência do FII.

## **3.6. Princípios de Governança**

### **3.6.1. Função**

A tarefa de investir dinheiro de terceiros é uma atividade delicada, visto que geralmente o investidor busca mantê-lo bem guardado, minimizar sua preocupação com a manutenção de seu patrimônio e em perpetuar seus rendimentos. Ainda, é necessário buscar o alinhamento de expectativas entre gestor e investidor, e prezar pela ética, transparência, profissionalismo e disponibilidade, dentre muitos outros atributos.

Nessa linha, AMATO (2009) lembra que há duas principais formas de obtenção de recursos financeiros no mercado imobiliário brasileiro. Uma delas, a linha de financiamento proveniente das instituições financeiras, geralmente com capital de terceiros, obedece estruturas rígidas pré estabelecidas, que por sua vez seguem leis, normas e regulamentações próprias. Em paralelo, há o financiamento direto pelo investidor que atua nesse mercado, por meio da aplicação em títulos e valores mobiliários emitidos por empresas, sociedade ou Poder Público.

Assim, surgem os critérios de governança que, conforme destaca AMATO (2009):

Através desses critérios de governança, os empreendedores de real estate poderão criar ferramentas de mitigação de riscos que sejam eficientes para atrair a poupança acumulada de parte da sociedade, em particular, de pequenos e médios investidores. Esses recursos, apesar de escassos quando comparados a outras economias, estão frequentemente alocados com pouco grau de diversificação ou com baixo nível de profissionalismo, ficando à mercê de riscos não mensuráveis, muitas vezes desconhecidos de seus detentores.

Dessa forma, definir e implementar critérios de governança em FII Multiprodutos é fundamental para melhorar o alinhamento do desempenho do Fundo com as expectativas do investidor.

Espera-se que, com o sucesso do FII Multiprodutos, em parte fruto de uma sólida estrutura de governança que embasa as suas operações e políticas, garanta melhor desempenho operacional ao FII, e conseqüentemente aumente sua aceitação e liquidez no mercado,

conforme defende AMATO (2009):

[...] a melhor aceitação no mercado deverá repercutir numa ampliação da quantidade de investidores e do volume de recursos captados que, por sua vez, deverá conseqüentemente incrementar a liquidez desses fundos imobiliários no mercado, sem que haja a necessidade de implementação de outros mecanismos de fomento às transações entre os diversos investidores no ciclo operacional.

O objetivo dos critérios de governança seriam, portanto, nas palavras de AMATO (2009), “permitir ao investidor maior liquidez potencial, segurança no conceito de lastro imobiliário e rentabilidade atraente”.

### **3.6.2.Consultoria de Investimentos**

A ICVM 472 estipula que é dever do administrador do FII, dentre outros, realizar todas as operações e praticar todos os atos que se relacionem com o objeto do Fundo, bem como exercer todos os direitos inerentes à propriedade dos bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo, inclusive o de ações, recursos e exceções<sup>40</sup>.

A Instrução Normativa 472 da CVM estabelece ainda que:

A administração do Fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do Fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do Fundo.

Adicionalmente, a ICVM 472 determina que também é dever do administrador, a manutenção de departamento técnico habilitado a prestar serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários<sup>41</sup>. Assim, caso não esteja capacitado para realização dessa tarefa, cabe ao administrador a contratação de consultor de investimento para este fim<sup>42</sup>.

---

<sup>40</sup> Conforme estabelecido no Art. 30º da ICVM 472

<sup>41</sup> Nos termos do inciso I do Art. 29º da ICVM 472

<sup>42</sup> Nos termos do Inciso II do Art. 31º da ICVM 472, “o administrador poderá contratar, em nome do Fundo, [...] consultoria especializada, envolvendo a análise, seleção e avaliação de empreendimentos imobiliários e demais ativos para integrarem a carteira do Fundo”.

Assim sendo, no que diz respeito a um FII Multiprodutos, é necessário preparo para fazer a gestão ativa da sua carteira, mesmo que para isso seja necessária a contratação de terceiro devidamente capacitado para fazê-lo.

Dado que, conforme mostrado anteriormente o mercado de FII atualmente está significativamente mais concorrido a cada ano, no caso do FII Multiprodutos a contratação de terceiros pode ser essencial para o sucesso do produto.

Dessa forma, para realização de uma eficiente gestão da carteira de investimentos do Fundo, a contratação de empresa terceirizada especializada para fazer a gestão dos ativos, bem como a contratação de um consultor de investimentos, para auxiliar na tomada de decisões por meio de um constante acompanhamento e análise do mercado, podem ser portanto uma solução inteligente para garantir a governança desejada e ainda alcançar a eficácia operacional destacada por Porter. Isso caso a instituição administradora não tenha habilidade para sozinha prestar esses serviços com sua atual estrutura.

Nessa linha, o escopo de atuação do consultor de investimentos deve estar previamente delimitado pelo regulamento do FII, bem como no contrato de consultoria de investimentos, firmado diretamente com o administrador do Fundo.

No que diz respeito à consultoria de investimentos imobiliários, com base na análise das atividades realizadas atualmente pelos consultores dos atuais FII, cabe ao consultor auxiliar o Fundo nos seguintes aspectos:

- Realizar estudo sobre atratividade das oportunidades de investimento, conforme a destinação do ativo (região de localização, perfil do imóvel e do potencial inquilino, expectativa de locação e vacância, etc.).
- Fazer a apresentação das oportunidades (de forma direta, ou via corretores de imóveis devidamente autorizados e habilitados para essa tarefa, sob sua coordenação).
- Recomendar investimentos para o FII, por meio de estudo específico para cada ativo.

- Auxiliar nas etapas de aquisição de novos ativos para compor o portfólio de investimentos do Fundo Imobiliário, no que diz respeito às diligências legais e ambientais, amparo na preparação dos contratos e trâmites legais da aquisição dos ativos, bem como solicitação e a análise de laudos de avaliação a mercado dos investimentos.
- Estudar e recomendar investimentos em projetos que envolvam reposicionamento dos ativos pertencentes à carteira do FII.
- Analisar oportunidades de realização de *retrofit* ou expansão em imóveis integrantes do Fundo.
- Estudar e recomendar formas de geração de caixa ao FII, como por exemplo, por meio da estruturação de CRI lastreados na cessão dos recebíveis de locação do Fundo para companhias securitizadoras de créditos imobiliários.
- Auxiliar na elaboração e condução de estratégias de desinvestimento dos ativos investidos.

Ao consultor de investimentos cabe ainda o dever de realização de um acompanhamento ativo dos recursos e do patrimônio do Fundo, incluindo as seguintes atividades:

- Elaborar análises financeiras dos ativos já investidos pelo Fundo, considerando no estudo a evolução e o perfil das locações e vacância, bem como outras oportunidades de investimento para o FII.
- Acompanhar e reportar valores de locação realizados no mercado, bem como dos respectivos índices de vacância.
- Estudar e recomendar ao FII oportunidades de renovações, celebrações e rescisões de contratos de locação dos ativos do Fundo.
- Contratar e coordenar o trabalho dos administradores dos imóveis.
- Auxiliar quanto a oportunidades de melhorias e/ou manutenções necessárias para o correto funcionamento dos ativos investidos, por meio da contratação de empresas devidamente habilitadas para essa finalidade.
- Representar o FII nas assembleias de condomínio dos ativos integrantes da carteira.

Com relação ao trabalho do consultor perante às recomendações de investimento em valores mobiliários, é seu dever estudar e recomendar as oportunidades que estejam alinhadas com aquelas predeterminadas em regulamento, bem como que estejam de acordo com as devidas normas e exigências legais.

Ainda, deve o consultor realizar as seguintes tarefas:

- Estudar os relatórios elaborados pelos emissores de valores mobiliários, de forma a entender sua aplicação e procedência frente à realidade do Fundo.
- Acompanhar e coordenar o desenvolvimento dos empreendimentos do Fundo Imobiliário.
- Acompanhar e coordenar os investimentos realizados pelo Fundo e suas respectivas rentabilidades.
- Aconselhar o administrador no que diz respeito aos riscos e medidas de interesse dos investidores frente aos valores mobiliários investidos.
- Representar o Fundo frente aos terceiros contratados para prestação de serviço referente aos valores mobiliários investidos.

Assim, o consultor de investimentos representa uma figura de grande importância para o sucesso da política de governança e da gestão ativa dos ativos da carteira do FII Multiprodutos, logo, merece, em conjunto com o gestor que operacionalizará suas recomendações, remuneração equivalente ao trabalho despendido para o sucesso operacional do Fundo.

## 4. ESTUDO DE CASO BC FUND I

### 4.1. Apresentação

O FII Multiprodutos surgiu, conforme se destacou anteriormente, como resposta à necessidade de diversificação de investimento e mitigação de riscos na indústria de FII. Percebeu-se que, após aproximadamente quinze anos de existência, a indústria carecia de maiores opções de diversificação da carteira do Fundo como forma de aumentar a rentabilidade para o cotista e dar a opção de diminuir a concentração dos investimentos em uma única modalidade de investimento.

Sendo assim, os FII, até então em número reduzido no mercado, tornaram-se mais populares a partir de meados de 2010 com o advento da ICVM 472. Ainda, houve a entrada de novos concorrentes nessa indústria competindo por espaço, conforme detalhado antes nesse trabalho.

Nesse cenário, era esperado que o mercado migrasse em breve para o modelo atual, como destacava AMATO (2009) antes do adjunto da nova instrução:

[...] a tendência de formação de portfólios é o modo pelo qual o mercado dos fundos imobiliários será capaz de evoluir e amadurecer, fazendo com que os riscos inerentes a um empreendimento possam ser diversificados e a renda possa se tornar mais homogênea para os pequenos e médios investidores.

Nessa linha, o Fundo de Investimento Imobiliário Brazilian Capital Real Estate Fund I (BC Fund I) é o primeiro FII Multiprodutos do mercado, e foi constituído em 21 de maio de 2007 pela Brazilian Mortgages.

Seu objetivo é o investimento em empreendimentos imobiliários para posterior de venda, locação ou arrendamento das unidades. Os imóveis investidos pelo BC Fund I são empreendimentos comerciais de alto padrão, nas grandes cidades brasileiras de preferência acima de um milhão de habitantes. Como estratégia para melhor liberdade na operação do imóvel, é preferível o investimento em participação acima de 50% do empreendimento.



Desde sua constituição até o final do ano de 2010, o BC Fund I tinha como cotista investidor o BCRE Portfolio Fund I L.P. (BCRE Portfolio), uma sociedade organizada como *limited partnership* com sede em Delaware nos Estados Unidos da América.

Essa sociedade, BCRE Portfolio, havia sido constituída pela Brazilian Capital em 2007 para atender investidores internacionais com o objetivo de realizar investimentos no mercado imobiliário brasileiro. Para isso, utilizaram-se do Fundo de Investimento Imobiliário Brazilian Capital Real Estate Fund I para aquisição de imóveis comerciais prontos, alvo de sua política de investimentos no Brasil.

Desde o início, o BC Fund I operou com o Banco Itaú Unibanco Banco Múltiplo S/A como instituição escrituradora de suas cotas, e a PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes como auditores.

O Fundo foi estruturado com somente uma classe de cotas, de forma que fossem garantidos a todos os cotistas direitos políticos e econômico-financeiros equalitários quando o FII estivesse em operação.

Em dezembro de 2010, aproximadamente quatro anos após sua constituição, foi realizada a listagem de aproximadamente um terço de suas cotas em bolsa para posterior comercialização no mercado secundário.

Dessa maneira, o detentor original das cotas, BCRE Portfolio Fund I L.P., optou no momento pela saída parcial do investimento via alienação de parte de suas cotas na BM&FBovespa.

Com uma emissão coordenada pelo Itaú BBA, Banco Citibank, Banco Barclays e Banco Fator, o BC Fund I emitiu 3.670.000 (três milhões, seiscentas e sessenta mil) cotas a R\$ 100 (cem reais) em moeda corrente cada.

Dessa forma, em 22 de dezembro de 2010 foi publicado o anúncio de encerramento de oferta pública secundária de cotas do BC Fund I, representando um total captado de R\$ 367.000.000 (trezentos e sessenta e sete milhões de reais) em moeda corrente entre 1.359 (mil trezentos e cinquenta e nove) investidores. Desse total, 1.342 (mil trezentas e

quarenta e duas) cotas, aproximadamente 99%, foram adquiridas por pessoas físicas.

O Fundo foi lançado com destinação a qualquer investidor, sendo ele qualificado ou não, pessoa física ou jurídica, residente no Brasil e no exterior, que estivesse à procura de diversificação de seus investimentos por meio da aplicação em valores mobiliários de renda variável com lastro em ativos imobiliários. Seria ainda necessária a ciência prévia do investidor com relação aos riscos que estaria tomando ao investir em cotas de FII, informações essas que estavam devidamente elencadas e detalhadas no prospecto da emissão parcial de cotas do BC Fund I.

Na linha das premissas trabalhadas anteriormente nesse trabalho, o BC Fund I conta com um consultor imobiliário, a Brazilian Capital Companhia de Gestão de Investimentos Imobiliários, para auxiliar no trabalho de estudo e recomendação de investimentos, negociação de contratos e elaboração de relatórios, entre outros, fortificando assim sua política de governança.

No momento da emissão das cotas no mercado secundário, o Fundo contava com treze ativos em sua carteira, resultantes da estratégia de alocação de recursos traçada no cenário anterior à abertura de capital, disponíveis conforme abaixo:

#### Unidades em São Paulo:

Brazilian Financial Center, edifício corporativo adquirido em março de 2010, com área bruta locável de 39.864 m<sup>2</sup>. Locado para as empresas Goldfarb, Brazilian Finance & Real Estate (BFRE), BV Financeira e Santander, sendo 60,0% do imóvel de propriedade do Fundo. Taxa de vacância de 0% em dezembro de 2011.

Cenesp, complexo de edifícios corporativos, cuja primeira unidade foi adquirida em março de 2008, com área bruta locável total de 45.504 m<sup>2</sup>. Locado para empresas como Citibank, Arcos Dourados (McDonald's), General Electric (GE), Ernst & Young, Rossi Residencial, Wipro, Gerdau Aços, Samsung, Bunge, Tivit, Homex Brasil, Chubb, entre outras de porte semelhante, sendo 23,8% do imóvel de propriedade do Fundo. Taxa de vacância de 0% em dezembro de 2011.

Cargill, edifício corporativo de alto padrão adquirido em dezembro de 2008, com área bruta locável de 9.104 m<sup>2</sup>. Locado para a própria Cargill, sendo 100,0% do imóvel de propriedade do Fundo. Taxa de vacância de 0% em dezembro de 2011.

Eldorado Business Tower, edifício corporativo de alto padrão adquirido em abril de 2009, com área bruta locável de 33.499 m<sup>2</sup>. Locado para empresas como General Eletric (GE), Gafisa, BPN, Banco Itaú Unibanco, Anbima, Odebrecht, Braskem, Banco Pine, Gerdau, entre outras de porte semelhante, sendo 56,5% do imóvel de propriedade do Fundo. Taxa de vacância de 0% em dezembro de 2011.

Transatlântico, edifício corporativo adquirido em março de 2008, com área bruta locável de 4.209 m<sup>2</sup>. Locado para Mattel, Rockwell e Interfarma, sendo 29,0% do imóvel (dois andares) de propriedade do Fundo. Taxa de vacância de 0% em dezembro de 2011.

Volkswagen, edifício corporativo adquirido em janeiro de 2008, com área bruta locável de 11.380 m<sup>2</sup>. Locado para a Volkswagen do Brasil, sendo 100,0% do imóvel de propriedade do Fundo. Taxa de vacância de 0% em dezembro de 2011.

#### Unidades em Campinas:

Hicham, edifício corporativo adquirido em setembro de 2008, com área bruta locável de 5.200 m<sup>2</sup>. Locado para a Mobitel Call Center (Dedic Portugal Telecom), sendo 100,0% do imóvel de propriedade do Fundo. Taxa de vacância de 0% em dezembro de 2011.

Hicham II, edifício corporativo adquirido em dezembro de 2009, com área bruta locável de 4.079 m<sup>2</sup>. Locado para a Mobitel Call Center (Dedic Portugal Telecom), sendo 100,0% do imóvel de propriedade do Fundo. Taxa de vacância de 0% em dezembro de 2011.

#### Unidades no Rio de Janeiro:

Torre Almirante, edifício corporativo de alto padrão adquirido em fevereiro de 2009, com área bruta locável de 24.881m<sup>2</sup>. Locado para a Petrobrás e uma loja da CEF, sendo 29,0% do imóvel (dois andares) de propriedade do Fundo. Taxa de vacância de 0% em dezembro de 2011.

Office Shopping Leblon, edifício corporativo adquirido em julho de 2008, com área bruta locável de 1.248 m<sup>2</sup>. Locado para diversos inquilinos, sendo 14,0% do imóvel (um andar) de propriedade do Fundo. Taxa de vacância de 0% em dezembro de 2011.

Montreal, edifício corporativo adquirido em dezembro de 2007, com área bruta locável de 5.085 m<sup>2</sup>. Locado para a Shell do Brasil, sendo 100,0% do imóvel de propriedade do Fundo. Taxa de vacância de 0% em dezembro de 2011.

Flamengo Towers, edifício corporativo adquirido em outubro de 2008, com área bruta locável de 7.085 m<sup>2</sup>. Locado para as empresas do Grupo X de Eike Batista, sendo 100,0% da Torre A do imóvel de propriedade do Fundo. Taxa de vacância de 0% em dezembro de 2011.

## **4.2. Estratégia de Operação**

A operação do BC Fund I é respaldada em algumas importantes premissas: acompanhamento próximo da locação contratada, compra e venda de empreendimentos, alavancagem nas aquisições, garantia de rentabilidade, investimento contínuo nas propriedades em carteira, transparência e incentivo à liquidez das cotas.

### Acompanhamento de locações

Uma das estratégias operacionais do BC Fund I, uma vez na condição de FII Multiprodutos, é o acompanhamento constante dos valores de locação praticados e a busca permanente pelo melhor ajuste, dado o momento econômico e ciclo em que o empreendimento se encontra.

Como a carteira engloba diversos ativos, há a possibilidade de reajuste do valor dos contratos de locação ao valor de mercado no término do período contratado ou mediante a revisão trianual prevista em lei<sup>43</sup>. O consultor ainda tem o papel de fazer a gestão da

---

<sup>43</sup> Nos termos do Art. 19º da Lei 8.245/91, “não havendo acordo, o locador ou locatário, após três anos de vigência do contrato ou do acordo anteriormente realizado, poderão pedir revisão judicial do aluguel, a fim de ajustá-lo ao preço de mercado”.

vacância do portfólio, de forma a deixar todos os imóveis em plena ocupação e, portanto, proporcionar maior receita para o Fundo.

### Compra e venda de empreendimentos

É muito importante a busca constante da administração do Fundo pela eficiência operacional do veículo, principalmente no que diz respeito à estratégia de giro da carteira, ou seja, compra e venda de empreendimentos. Essa estratégia, no caso do BC Fund I é respaldada por uma estrutura sólida de governança, gestão de conhecimento e normas internas de *compliance* da sua instituição administradora.

Portanto, o primeiro passo é a delimitação de estratégia de investimento do FII, conforme o momento do mercado e suas perspectivas.

O consultor de investimentos, dentre suas atribuições, é responsável por projetar o desempenho do FII ao longo dos anos, trabalhando com diferentes cenários, conforme desempenho da economia e perspectivas para a região investida. Nessa linha, a política de aquisições e vendas de ativos do BC Fund I varia de acordo com as oscilações do mercado, movidas conforme a demanda e a oferta de novas oportunidades, baseada em estudos realizados pela consultora de investimentos.

Nessa análise, é dever da consultoria estudar dentre as diferentes projeções formas de garantir a perpetuidade do rendimento aos cotistas, com a devida segurança e em concordância com a política de distribuição de rendimentos atualmente praticada.

Aqui, o mix das alocações deve ser levado em conta, uma vez que permite uma diminuição de risco geográfico. No caso do BC Fund I, os investimentos foram até o momento concentrados em três cidades e dois estados distintos, cada uma das cidades sendo destaque no cenário imobiliário brasileiro e em conformidade com a política de investimentos do FII. Ainda, além da descentralização por cidades e estados, os imóveis, quando localizados na mesma cidade, apresentam também no geral localizações distantes uma das outras, corroborando na mitigação desse risco.

Uma vez elaborada a estratégia, a próxima etapa é a prospecção de oportunidades.

Nesse cenário, o consultor fica em constante análise de oportunidades de aquisição e venda dos empreendimentos no mercado, dado o momento econômico, ciclo de vida do empreendimento e estratégia de diversificação da carteira.

No caso de alienação de empreendimento, o consultor já trabalha com um valor piso pré-determinado para venda que produza determinado ganho de capital frente à aquisição, que por sua vez será direcionado em parte para remunerar os cotistas, e o excedente seja utilizado para novos investimentos conforme o desempenho do mercado e suas expectativas de comportamento. Aqui, é importante destacar que o ganho de capital dentro do FII não é tributado, de forma que é possível o reaproveitamento integral do lucro auferido no ganho de capital da venda de imóvel pelo FII em novas oportunidades e/ou distribuição ao investidor.

Por outro lado, a prospecção das novas oportunidades para investimento é um processo contínuo. No caso do BC Fund I, o consultor tem o trabalho de sondar diretamente proprietários, incorporadores, corretores e outras partes interessadas em eventual alienação de bem imóvel.

Para isso, o consultor de investimentos se utiliza de um complexo banco de dados que organiza todos os vendedores e corretores de imóvel, cruzando-os com os imóveis apresentados e analisados, bem como suas principais características (endereço, fotos, área locável, área de terreno, vagas de garagem, proprietários, inquilinos, prazos, indexadores e valores de contratos, preço pedido de venda, etc.).

A gestão do banco de dados dos empreendimentos é uma atividade de grande valor para o sucesso da gestão do Fundo, uma vez que auxilia a evitar potenciais problemas como apresentação de imóvel por mais de um intermediador, informações desconexas, confusão entre ativos, entre outros.

Por meio desta ferramenta prática é analisada a distribuição espacial dos imóveis prospectados, preços pedidos, acompanhamento de vacâncias e valores de locação no tempo, entre outros. É portanto um sistema de inteligência de mercado que facilita ainda na análise de tendências como excesso de demanda ou oferta, impacto de obras públicas nos entornos, e assim em diante.

Além desse fato, o banco de dados facilita a gestão do conhecimento dos empreendimentos analisados, de forma que o conhecimento seja retido na empresa e não somente nas pessoas envolvidas em determinada operação.

Após a realização da prospecção de novas oportunidades, a etapa seguinte é a análise de qualidade do investimento. Ou seja, cada vez que um novo ativo é apresentado, após o cadastro no banco de dados é realizado esse estudo.

A análise de qualidade de investimento leva em consideração a região de influência do imóvel, empreendimentos no entorno, eventuais obras públicas de melhoria, acessibilidade, perfil e potencial demanda da região, ofertas, preços de mercado e vacâncias, entre outros. Em paralelo, é realizada a análise financeira do empreendimento. Com base nos atuais contratos de locação em vigor, projeções de inflação, prazos de contrato e perfil dos inquilinos, o consultor consegue estimar um valor justo para o imóvel.

Uma vez com uma primeira análise em mãos, envolvendo aspectos geográficos, mercadológicos e financeiros, a próxima etapa da aquisição de empreendimento pelo BC Fund I envolve uma discussão estratégica sobre essas principais premissas e o momento atual.

Após realizada a análise de qualidade, o imóvel é analisado pelo comitê de investimentos do BC Fund I.

Cada imóvel novo é apresentado no comitê de investimentos desse FII, que são reuniões semanais de diretoria onde participam os principais diretores e conhecedores do mercado imobiliário pela consultora de investimentos e instituição administradora. São discutidos as potenciais utilizações do imóvel em dado momento econômico do FII e do mercado, bem como do ciclo de vida do empreendimento.

O caráter semanal dessas discussões serve para que se possa analisar e responder ao proprietário ou intermediador com a devida celeridade e assim tornar o processo ágil. Essa agilidade é um ponto forte na política de operações desse FII, uma vez que espera-se que este fique conhecido frente a quem apresenta imóveis como aquele que não demora para

tomar posição e dar resposta, independente de aceitar ou rejeitar o imóvel, e assim estar sempre entre os primeiros a receber as oportunidades para avaliação e portanto ter uma vantagem competitiva.

Como resultado dos comitês de discussão sobre esses empreendimentos, alguns imóveis são aceitos, outros descartados. Ambos os cenários são devidamente registrados no banco de dados dos ativos, para futura referência.

Após o comitê de investimentos, se aprovado o imóvel será emitida uma carta de intenção de compra pelo empreendimento.

Por meio dessa carta, os imóveis preliminarmente aceitos entram em negociação entre as partes. A carta de intenções tem como função principal garantir maior segurança na operação, em linha com a estratégia de governança do FII.

Dentre os pontos descritos na carta de intenções, é detalhado o empreendimento e suas principais características (endereço, inquilinos, valor de locação atual, área privativa, vagas de estacionamento, garantias, entre outros). A carta trata ainda do preço de aquisição e sua forma de pagamento. É ainda discriminado o intermediador e a parte responsável por arcar com sua corretagem, quando houver. Nela são também tratados demais custos do processo, como laudêmio, despesas legais e jurídicas para obtenção de certidões e documentos da diligência, entre outros. Outros dois pontos importantes que trazem segurança à operação (ao FII e ao vendedor) são a exclusividade de negociação com o BC Fund I, geralmente até o final do processo de análise jurídica da documentação solicitada, e a confidencialidade nas informações.

Prezando pela governança nas aquisições, são determinados na carta de intenção os fatores condicionantes da operação, tais como resultado satisfatório de laudo de avaliação e laudo de impacto ambiental do imóvel, conformidade da diligência sobre o imóvel e o vendedor, aprovação final no comitê de investimentos e aceite com relação ao contrato de aquisição do empreendimento.

Por fim, uma vez aceita a carta de intenções o imóvel passará por diligência jurídica.



Uma vez tendo o aceite entre as partes com relação à carta de interesse, a diligência é uma etapa fundamental na aquisição do ativo. Essa diligência se consiste em uma análise minuciosa de caráter jurídico, ambiental e de engenharia. O BC Fund I geralmente oferece 60 dias para sua realização, contados a partir do recebimento do material solicitado<sup>44</sup>. Terminado o prazo da diligência o Fundo pode optar pela aquisição do imóvel ou seu descarte, tendo em contrapartida o fim do período de exclusividade de negociação com o vendedor. No caso de aceite, as partes fecham a transação.

Sendo assim, em linhas gerais as etapas do processo de aquisição de ativos pelo BC Fund I pode ser assim resumidas:

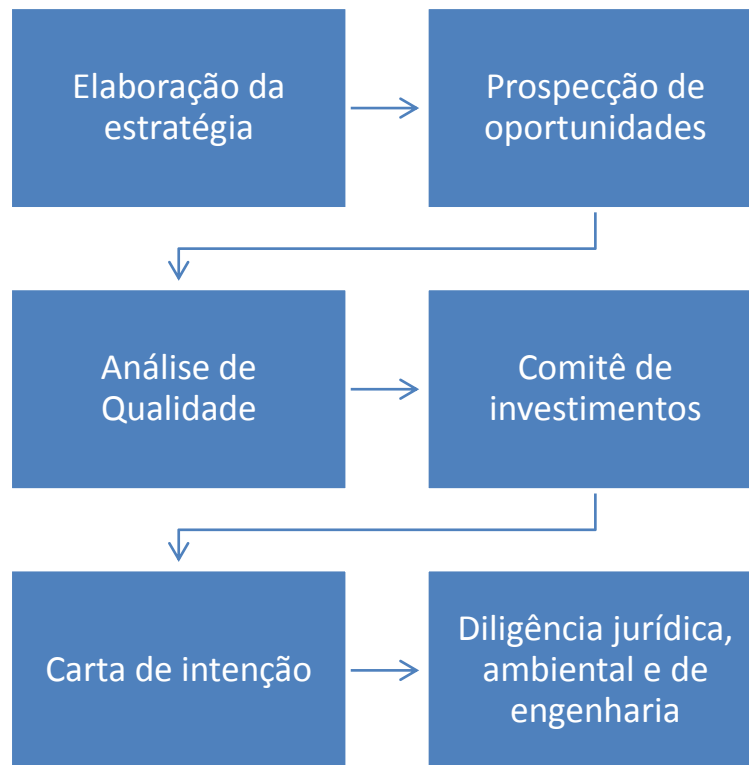


Figura 14 – BC Fund I: giro da carteira – estratégia de aquisição de ativos

Fonte: Brazilian Mortgages

### Alavancagem nas aquisições

Eventualmente, o BC Fund I realiza operações estruturadas mais complexas no momento das novas aquisições. Dependendo da configuração do empreendimento a ser adquirido,

<sup>44</sup> Conforme estabelecido no Anexo 6 – Documentações para Diligência BC Fund I.

bem como do perfil dos inquilinos e dos contratos, pode ser realizada a estruturação de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) lastreados nos recebíveis de locação do(s) edifício(s) adquirido(s) que, quando vendidos ao mercado trarão soma significativa a ser utilizada na aquisição do próprio imóvel.

Na praxe, o Fundo pouco desembolsa com a aquisição desse empreendimento, porém por um certo período de tempo fica sem direito a parte ou totalidade dos recebíveis. Trata-se, portanto, de uma estratégia focada principalmente na valorização imobiliária, foco em um prazo mais longo.

Usando o exemplo da aquisição do Edifício Burity, 70% dos recursos utilizados para a aquisição desse imóvel provieram da venda dos seus recebíveis no mercado, por meio da estruturação de CRI.

#### Política de Distribuição de Rendimentos

Uma das estratégias adotadas pelo BC Fund I foi o estabelecimento de patamares pré-determinados de distribuição ao longo dos primeiros anos após a listagem em bolsa, seguindo na linha da rentabilidade pré-determinada, conforme já detalhado mais profundamente anteriormente nesse trabalho.

Conforme abordado em tópico anterior, a estratégia de rentabilidade pré-programada tornaria portanto possível ao FII reter parte do lucro líquido mensal que seria distribuído aos cotistas para posterior direcionamento a novos investimentos.

Ainda, a política de distribuição de rendimentos ajuda na captação de recursos no mercado secundário por meio do estabelecimento de renda mínima aos investidores, diminuindo assim a sensação de insegurança do investidor com relação aos primeiros meses de performance do FII.

Quando listado, a estratégia inicial que havia sido determinada para distribuição de rendimentos foi de um repasse líquido mensal ao cotista equivalente a 6% a.a. frente ao valor de face (R\$ 100 em moeda corrente) da cota ao longo do primeiro ano (2011). Em 2012 seriam distribuídos 7% a.a., em 2013 seriam 8% a.a., em 2014 seriam 9% para,

finalmente, em 2015 serem pagos acima de 15% a.a. líquidos ao cotista:

Ano	Distribuição sobre Aquisição (% a.a.)
2011	6%
2012	7%
2013	8%
2014	9%
2015	15%

Tabela 2 – BC Fund I: distribuição garantida em 5 anos - configuração inicial

Fonte: [www.bcfund.com.br](http://www.bcfund.com.br)

Sendo assim, a configuração inicial do resultado da política de distribuição de rendimentos do BC Fund I é apresentado abaixo, evidenciando o crescimento em 9 pontos percentuais ao longo dos cinco primeiros anos do Fundo, quando comparado frente ao valor do IPO:

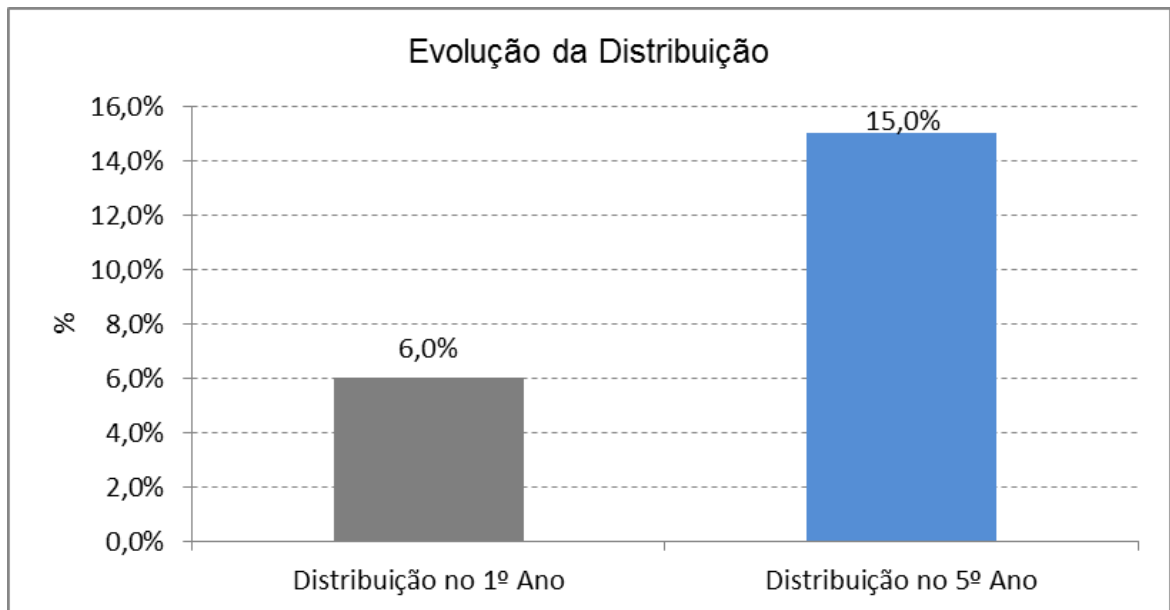


Figura 15 – BC Fund I: meta de distribuição de rendimentos - configuração inicial

Fonte: [www.bcfund.com.br](http://www.bcfund.com.br)

Conforme se verá adiante, em razão de algumas medidas de gestão da carteira dos empreendimentos investidos, a política inicial de distribuição de rendimentos foi revista por duas oportunidades, de forma a melhorar o repasse do investimento ao cotista.

### Investimento contínuo nas propriedades em carteira

A gestão ativa do BC Fund I inclui o investimento constante nos ativos que compõem sua carteira visando sua valorização ou, ao menos, manutenção de valor. Assim, seja por meio de expansão ou reciclagem, procura-se aumentar a área locável e a qualidade do empreendimento imobiliário, agregando valor ao imóvel e consequentemente ao proprietário das cotas do FII.

Um exemplo é o estudo recente para criação de novas áreas no Brazilian Financial Center, em que se deseja criar dois andares acima do último atualmente utilizado, ou 1.400m<sup>2</sup> adicionais. Isso significaria uma renda adicional de aproximadamente R\$ 170 mil em moeda corrente por mês, e um *payback* em dois anos.

### Transparência

Visando garantir o alinhamento de expectativas entre o investidor e o desempenho do BC Fund I, é disponibilizado ao mercado um site<sup>45</sup> que provém acesso em tempo real às informações contábeis, gerenciais e mercadológicas pertinentes ao FII, além de disponibilizar um canal de comunicação direto entre investidor e administrador.

O site do BC Fund I é pioneiro na indústria de FII, uma vez sendo o primeiro site exclusivo de um FII, disponibilizando todas as principais informações ao investidor e ao mercado.

Nesse site são colocadas ao mercado informações pertinentes ao administrador, consultor de investimentos e características do BC Fund I, explicando o perfil de investimentos, e características como prazo, investimento alvo, retorno alvo, entre outros.

O site apresenta de forma gráfica e de fácil visualização a estratégia de investimentos e vantagens competitivas desse FII, além de tratar das características de cada um dos imóveis de sua carteira de investimentos, com fotos, dados de vacância e locação de cada um deles.

---

<sup>45</sup> [www.bcfund.com.br](http://www.bcfund.com.br)

As informações contábeis e gerenciais, convocações de assembleias e suas atas, avisos a mercado, e demais comunicados também são disponibilizados e públicos.

Em uma seção do site são divulgadas as informações e resultados. Esse é o canal de comunicação direta do administrador com o investidor. O site é atualizado mensalmente, com uma nota todo mês do administrador no que diz respeito ao comportamento da carteira de locações naquele período, desempenho da política de gestão do portfólio, performance acumulada no ano, oscilações da cota do FII no mercado secundário, eventuais mudanças contábeis, relacionamento com CVM e BM&FBovespa, entre outros.

Esse FII oferece ainda conferências por telefone e/ou internet com investidores, a exemplo do praticado atualmente por algumas empresas listadas em bolsa, em que se discute a performance em dado período, e se abre para tirar dúvidas. Em adição, o Fundo oferece aos cotistas planilhas em excel para análise e acompanhamento mensal minuciosa do desempenho do Fundo, evolução do valor da cota, locações e vacâncias, valor de ativos, e eventuais informações adicionais pertinentes ao Fundo e que sejam de interesse ao investidor.

Em adição, o site oferece ao investidor um canal de acesso fácil para tirar dúvidas e dar sugestões ao administrador.

Dada a política de disponibilização de informações e incentivo à comunicação com a administradora, o site disponibilizado pelo BC Fund I preza de forma minuciosa pela transparência do investimento. O administrador do FII acredita que quanto maior a transparência, mais fiel será a precificação da cota desse FII no mercado secundário, e haverá também maior liquidez para as mesmas.

### Liquidez

A liquidez de um ativo financeiro diz respeito à facilidade em convertê-lo em dinheiro. No caso do FII, onde não é possível o resgate do investimento, é necessária a venda da cota para realização do dinheiro.

Por esse motivo, FII que apresentam melhor liquidez tem vantagem frente aos outros FII do mercado. O investidor prefere a facilidade e a tranquilidade de poder se desfazer do seu investimento em um cenário onde há grande demanda pelo investimento, uma vez que a concorrência formada por essa demanda diminui a probabilidade de o vendedor perder valor com a venda.

Para isso, o mercado de FII precisa estar maduro, de forma que haja número significativo de investidores comprando e vendendo as cotas, que por sua vez, quanto maior o número de pessoas operando nesse setor, maior a liquidez e portanto maior o grau de agilidade para conversão da cota em dinheiro.

Conforme apontado no tópico anterior, um dos fatores que auxiliam na maior liquidez do papel é a transparência na obtenção de informações. Quanto maior a facilidade na solução de dúvidas, e acesso a informações contábeis, gerenciais e estratégicas, maior a confiança do investidor e portanto menor a barreira de entrada no investimento.

O aumento de liquidez surge, muitas vezes, como reflexo de uma política coesa e de um produto bem sucedido. Por esse motivo, o administrador entende ser importante o incentivo à melhor liquidez das cotas no mercado secundário.

### **4.3. Desempenho**

Com o objetivo de compreender a importância da gestão ativa e seus reflexos no desempenho do FII Multiprodutos, nesse tópico será tratada a performance do BC Fund I, com base em uma política ativa e frequente do consultor de investimentos para melhorar o desempenho do Fundo, e nos pontos elencados no tópico anterior.

#### Compra e venda de empreendimentos

No que diz respeito à política de giro dos ativos desse FII, em meados de 2011 foi constituído o Fundo de Investimento Imobiliário BM Cenesp, que representou a venda dos ativos do Centro Empresarial São Paulo (Cenesp) de posse do BC Fund I.

Essa venda foi realizada a uma taxa de capitalização de aproximadamente 10,3% a.a. ao investidor<sup>46</sup>, trazendo para o BC Fund I um ganho de capital de R\$ 88,3 milhões em moeda corrente, ou cerca de 89% de valorização, frente ao valor de aquisição desses ativos. Em contrapartida à venda dos ativos ao FII BM Cenesp, por questão estratégica, o BC Fund I tornou-se detentor de grande parte das cotas (aproximadamente 70%) daquele FII, portanto, manteve a propriedade indireta sobre esse empreendimento.

Por não arcar mais com custos de vacância, bem como por ter já conseguido locar todas as unidades, respaldadas em contratos de tempo médio de 5 anos e com garantias no caso de saída do inquilino, houve a valorização do empreendimento, e portanto maior ganho de capital ao BC Fund I e seus cotistas.

Pouco depois, o BC Fund I adquiriu com parte dos recursos provenientes da venda do Cenesp o edifício Burity em São Paulo / SP, locado para GM do Brasil e Banco GMAC. O imóvel foi adquirido por R\$ 50 milhões em moeda corrente, e uma taxa de capitalização de 11,6% a.a.. Ele se trata de um edifício corporativo com área bruta locável de 10.549m<sup>2</sup>, sendo 100% do imóvel de propriedade do Fundo, e sendo sua taxa de vacância de 0% à época de sua aquisição, permanecendo nesse patamar até o fechamento do ano em dezembro de 2011.

Dessa forma, o BC Fund I pode fazer a reciclagem inteligente de sua carteira por meio da realização de ganho de capital na alienação de um dos ativos, para posteriormente adquirir com esse recurso outro ativo com melhor rentabilidade que o primeiro, reforçando portanto o rendimento ao cotista.

O BC Fund I fechou portanto o ano de 2011 com a seguinte posição consolidada de aquisições e vendas, em m<sup>2</sup>, desde sua estruturação:

---

<sup>46</sup> Levando em consideração o valor de locação do conjunto dos ativos do Cenesp na data de assinatura do Contrato de Compra e Venda.

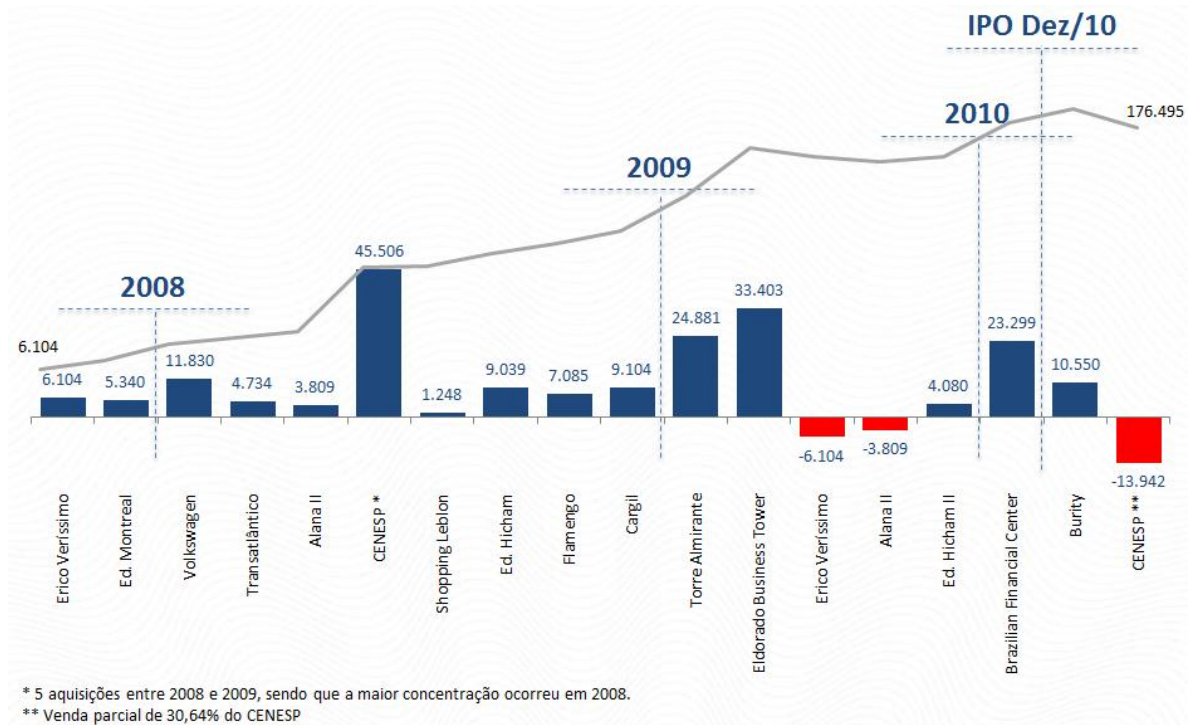


Figura 16 – BC Fund I: evolução de aquisições e vendas desde sua estruturação (m²)

Fonte: [www.bcfund.com.br](http://www.bcfund.com.br)

### Acompanhamento de locações

Conforme laudo de avaliação realizado pela Colliers na data do IPO (dez/10), os imóveis geravam uma receita de aproximadamente 82% do que de fato pagariam se estivessem remunerando o investidor ao valor de mercado devido pelas unidades, no momento da colocação pública das cotas.

Em razão do acompanhamento próximo do potencial de valorização de locação das unidades investidas, pouco após o IPO foi possível atingir uma valorização de aproximadamente 46% sobre o valor recebido à época. O reajuste, que representou cerca de 45% da carteira do BC Fund I, foi 20% acima do valor de avaliação, conforme demonstra o gráfico abaixo:



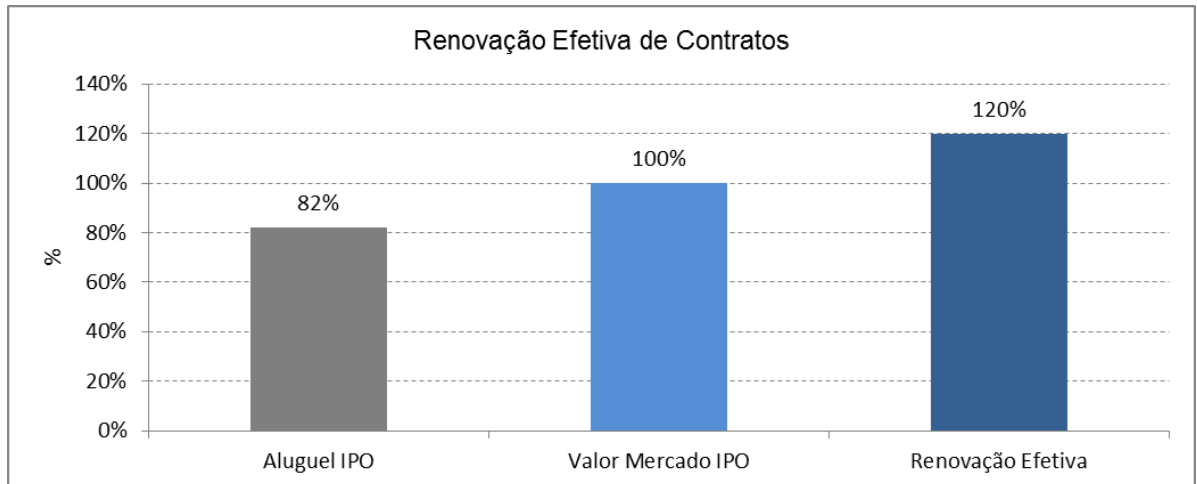


Figura 17 – BC Fund I: renovação efetiva de contratos

Fonte: [www.bcfund.com.br](http://www.bcfund.com.br)

Segue abaixo com mais detalhes a tabela de valorização de alguns dos ativos da carteira, ao longo de 2011:

Empreendimentos no Portfolio	Cidade	% dos contratos reajustados	Valor de Locação no IPO	Valor de Locação Atual	Aumento Locação	Valor de Locação Nova Avaliação (Maio/11)	Aumento sobre avaliação	% dos contratos em reajuste no curto prazo <sup>1</sup>
CENESP	São Paulo	55,4%	630.783	1.045.950	65,8%	606.954	43,2%	18,0%
Eldorado Business Tower	São Paulo	91,6%	2.594.093	3.790.309	46,1%	3.175.069	19,4%	6,0%
Volkswagen	São Paulo	100%	442.567	639.057	44,4%	546.073	17,0%	0%
Leblon	Rio de Janeiro	100%	200.758	277.269	38,1%	250.100	10,8%	0%

<sup>1</sup> Nos próximos 12 meses

Tabela 3 – BC Fund I: imóveis com contratos ajustados desde o IPO

Fonte: [www.bcfund.com.br](http://www.bcfund.com.br)

Conforme a tabela acima, a gestão ativa dos imóveis da carteira do BC Fund I proporcionou reajuste médio dos três imóveis em questão em aproximadamente 49% frente à locação anteriormente recebida por eles. Ainda, nota-se da relação acima que o valor de locação atualmente realizado é cerca de 26% maior que aquele apresentado pelo laudo de avaliação no momento do IPO, portanto reflexo de um esforço em favor do maior aluguel para o investidor.

No entanto, quando se considera a carteira de locação como um todo nota-se que há um grande potencial de aumento de receita de aluguéis por ser realizado.

A avaliação do valor de locação a mercado<sup>47</sup> mais recente realizada pela Colliers indica que o valor da receita potencial do Fundo, considerando todo o conjunto de imóveis, ainda é maior que a receita total realizada pelo Fundo na época da avaliação.

Pode-se notar no gráfico abaixo que houve valorização em aproximadamente 26% do valor da avaliação da locação na época do IPO até o final de 2011:

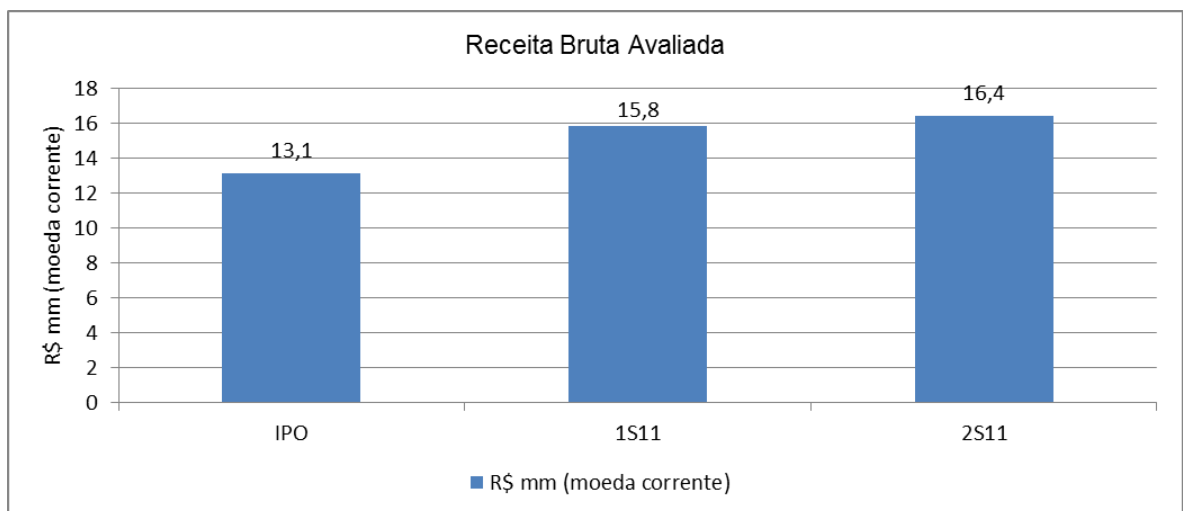


Figura 18 – BC Fund I: evolução da receita de locação avaliada desde o IPO

Fonte: [www.bcfund.com.br](http://www.bcfund.com.br)

Não obstante, o valor de mercado da carteira de locação avaliado em aproximadamente R\$ 16,4 milhões em moeda corrente é 15% maior que os R\$ 14,3 milhões em moeda corrente atualmente recebidos pelo Fundo:

<sup>47</sup> De acordo com informações disponibilizadas pelo site do BC Fund I.

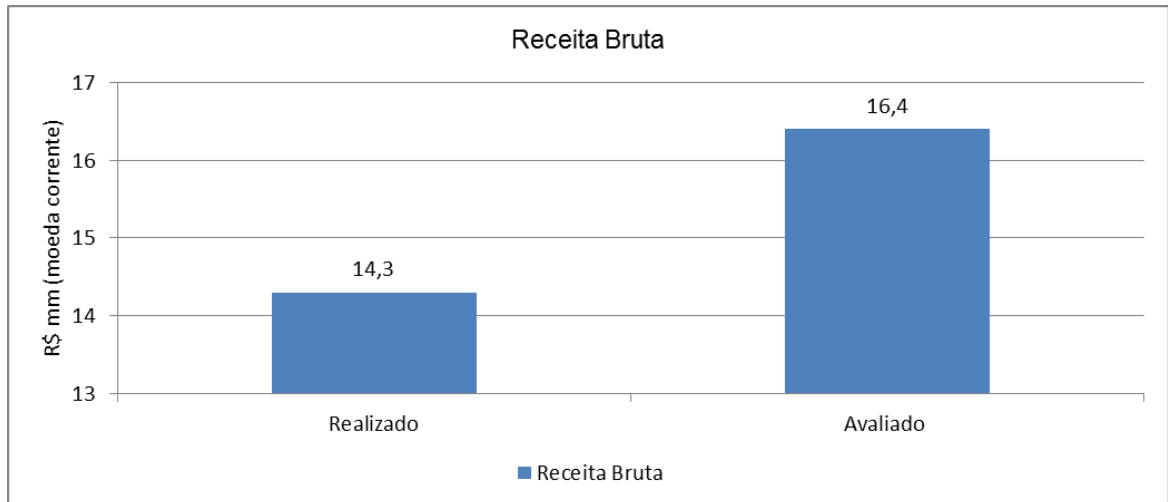


Figura 19 – BC Fund I: receita bruta realizada vs. avaliada (R\$ em moeda corrente)

Fonte: [www.bcfund.com.br](http://www.bcfund.com.br)

Sendo assim, se considerado o momento atual, existe o potencial de ajuste da carteira de locações do FII em pelo menos 15% sobre o valor de fato recebido pelo BC Fund I.

Uma parte importante da estratégia de locações diz respeito ao prazo de renegociação dos próximos contratos. No caso do BC Fund I, aproximadamente 31% de sua carteira será renovada no próximo ano, precificando o aluguel a valor mais próximo do mercado e da avaliação, aumentando a rentabilidade do FII.

Por fim, uma gestão ativa do consultor para minimização e eliminação da vacância é também um elemento chave para proporcionar maior renda aos cotistas e assim valorizar o Fundo. Conforme o gráfico abaixo, por meio desse trabalho constante do consultor ao longo dos três anos de existência do FII foi possível erradicar a vacância do Cenesp que quando adquirido estava acima de 50%:

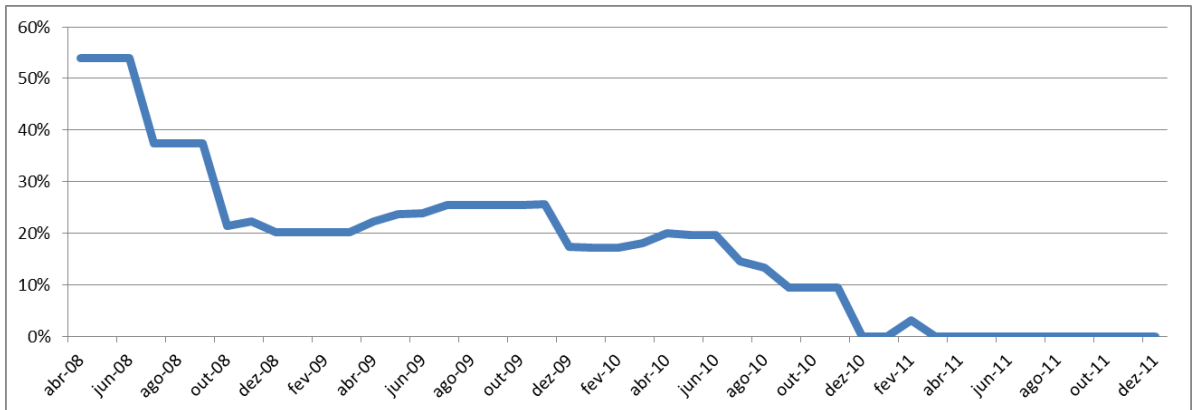


Figura 20 – BC Fund I: eliminação da vacância no Cenesp

Fonte: [www.bcfund.com.br](http://www.bcfund.com.br)

Como resultado da ocupação plena, quando realizada a venda do Cenesp em meados de 2011 para o FII BM Cenesp foi possível auferir ganho de capital maior frente ao cenário em que houvesse unidades vagas, visto que naquela época não havia mais o risco e os custos relativos à vacância do imóvel.

Como resultado do esforço constante pela melhoria da renda com locação, gestão dos prazos de reajuste e término de contratos, e da minimização da vacância, desde a oferta de suas cotas no mercado secundário o BC Fund I apresentou crescimento mensal gradual de sua receita, conforme demonstra o gráfico abaixo:

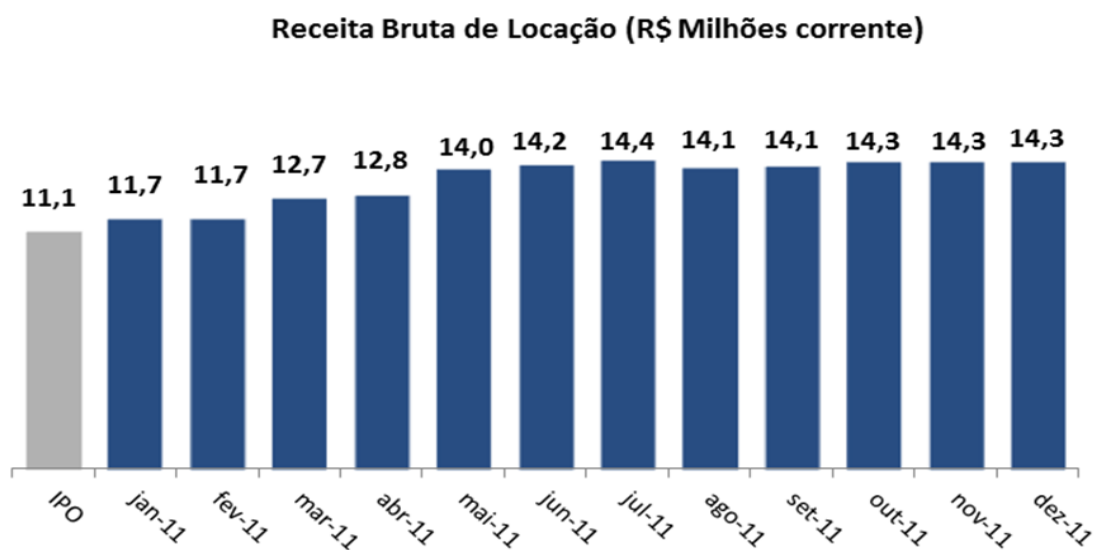


Figura 21 – BC Fund I: receita bruta de locação (R\$ milhões corrente)

Fonte: [www.bcfund.com.br](http://www.bcfund.com.br)

Assim, nota-se que houve o crescimento de aproximadamente 29% na receita bruta de locação recebida pelo Fundo com exploração de seus ativos, já no primeiro semestre após o IPO, ainda sem considerar os 31% de valorização esperados para o próximo ano.

Nesse caso, o aumento gradual da receita se justifica pelo ajuste inflacionário, pela revisão trianual das locações, pelas renegociações firmadas no momento do término da vigência dos atuais contratos e pelo trabalho da consultoria de investimentos.

Em termos de receita anualizada frente ao valor investido, segue abaixo gráfico que demonstra a evolução dessa rentabilidade<sup>48</sup>:

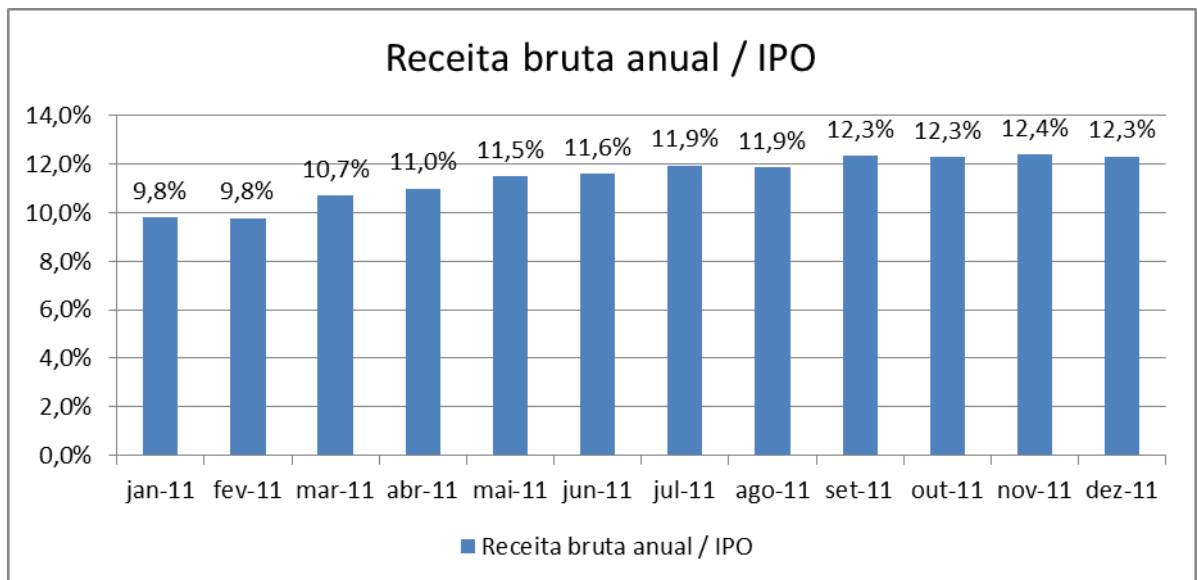


Figura 22 – BC Fund I: receita bruta anualizada frente ao valor do IPO

Fonte: [www.bcfund.com.br](http://www.bcfund.com.br)

Abaixo segue a composição do lucro líquido anualizado realizado pelo Fundo ao longo do de 2011, evidenciando a política de valor constante de distribuição de rendimentos e o excedente destinado para reinvestimento e/ou amortização.

<sup>48</sup> Receita bruta de locação contratada, líquida de despesas financeiras

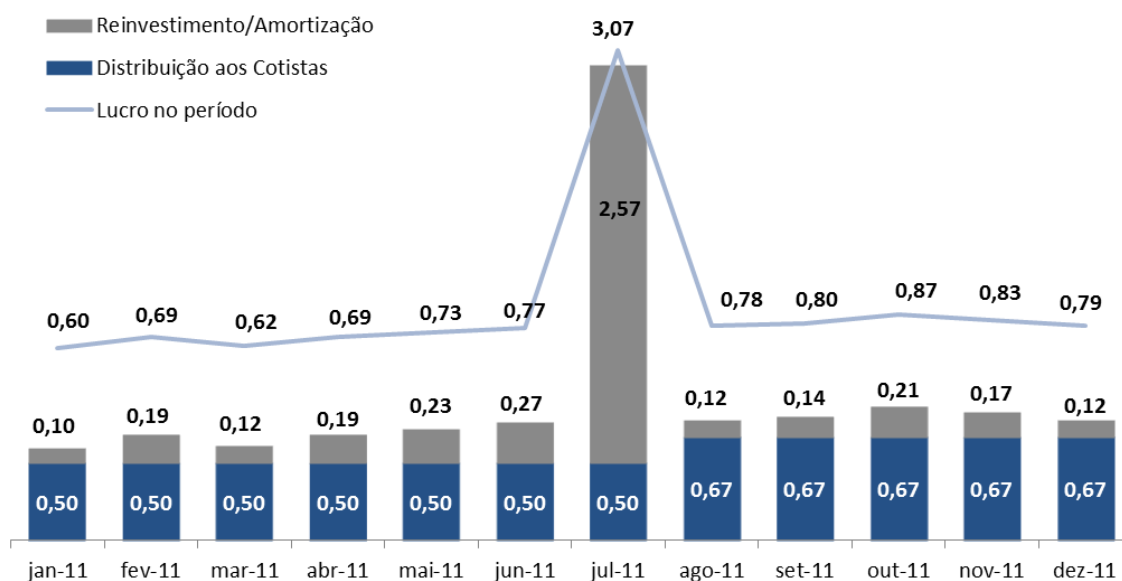


Figura 23 – BC Fund I: lucro líquido anualizado por cota (R\$ / cota) em moeda corrente

Fonte: [www.bcfund.com.br](http://www.bcfund.com.br)

A consequência do aumento da receita bruta do Fundo é, no longo prazo, maior disponibilidade de caixa para distribuição e/ou investimento. Nesse caso, como ficou acima do valor anteriormente projetado, foi possível realizar alteração na política de distribuição de rendimentos em assembleia, para repassar mais lucro ao investidor do BC Fund I.

### Distribuição de rendimentos

Por meio do uso eficiente e inteligente dos recursos financeiros e operações bem realizadas de compra, venda e renegociações de contratos, tornou-se possível aumentar o patamar de distribuição mensal pré-estabelecido no momento da emissão das cotas, sem alterar significativamente as estratégias antes tratadas para reinvestimento futuro em novas aquisições pelo Fundo.

Como resultado, em julho de 2011 foi alterada pela primeira vez em assembleia geral de cotistas a política de distribuição de resultados do Fundo, de forma que, no restante do primeiro ano e no ano seguinte, seriam distribuídos 8,00% a.a. líquidos, sobre o valor de face da cota na oferta pública. Dessa forma, conforme deliberado pelos cotistas do Fundo naquela oportunidade, a partir de agosto de 2011 o Fundo partiu do pagamento mensal de

0,50% por cota para o equivalente a 0,67% por cota.

Em decorrência de um melhor cenário futuro previsto pela consultoria de investimentos, aliado às correções contratuais e novos contratos firmados ao longo do ano, em dezembro de 2011 foi realizada nova assembleia geral de cotistas onde se propôs mais uma vez o reajuste na política de distribuição de rendimentos aos investidores.

De acordo com a nova proposta aprovada pela maioria dos cotistas naquela assembleia, os novos patamares de distribuição de rendimentos do BC Fund I passaram a se configurar da seguinte maneira:

Ano	Distribuição sobre Aquisição (% a.a.) <sup>49</sup>
2011	8%
2012	10%
2013	10%
2014	10%
2015	> 15%

Tabela 4 – BC Fund I: distribuição garantida em 5 anos – configuração atual

Fonte: [www.bcfund.com.br](http://www.bcfund.com.br)

Sendo assim, o FII se comprometeu com seus investidores pela busca de rentabilidade de 10,00% ao ano equivalente efetiva ao longo dos três anos seguintes, e acima de 15% ao ano equivalente efetiva a partir de 2015, para o investidor que adquiriu sua cota ao valor de face (R\$ 100,00 em moeda corrente).

Nota-se no gráfico abaixo a evolução da distribuição de rendimentos mensal do BC Fund I, considerando o ajuste estipulado naquela AGE, frente ao valor de face da cota:

<sup>49</sup> O site do BC Fund I adota como praxe a anualização das taxas mensais por meio da multiplicação simples por 12.

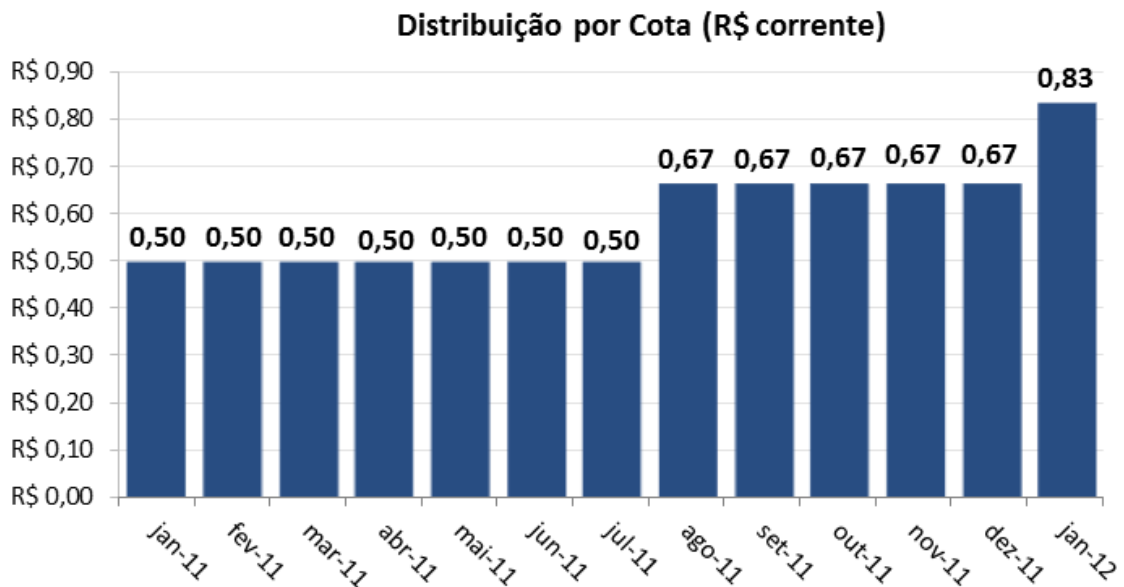


Figura 24 – BC Fund I: evolução da distribuição mensal líquida por cota

Fonte: BM&FBovespa

### Valorização dos ativos

Em meados de 2011, pouco após a listagem do Fundo e pulverização de um terço de suas cotas na bolsa, o BC Fund I era o maior FII de escritórios comerciais do Brasil, com patrimônio avaliado em aproximadamente R\$ 1,94 bilhões em moeda corrente<sup>50</sup>.

Ao término de 2011, em novo laudo realizado o FII passou a valer aproximadamente R\$ 2,02 bilhões em moeda corrente<sup>51</sup>, uma valorização na faixa de 5% frente ao valor da última avaliação, em parte já reflexo da valorização dos imóveis da carteira do FII resultante do sucesso na gestão da carteira e na administração imobiliária.

Levando em consideração o valor de avaliação dos ativos a mercado, conforme avaliações realizadas pela Colliers, houve portanto um crescimento de aproximadamente 37% no valor dos ativos da carteira do Fundo desde os primeiros meses de abertura até o final de 2011, conforme se demonstra no gráfico abaixo:

<sup>50</sup> De acordo com informações disponibilizadas pelo site do BC Fund I.

<sup>51</sup> De acordo com informações disponibilizadas pelo site do BC Fund I.



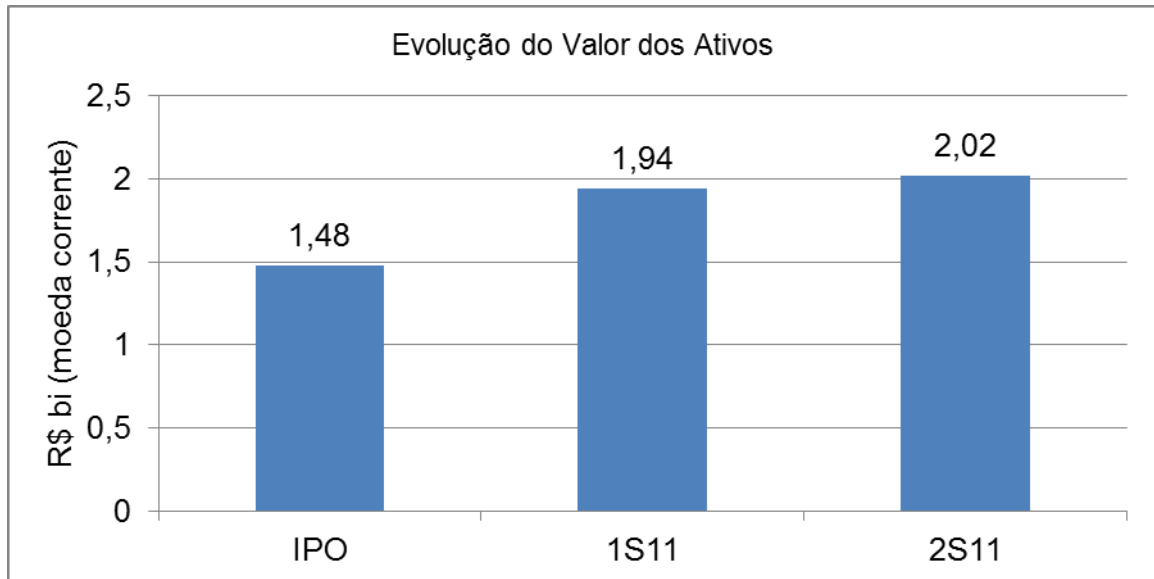


Figura 25 – BC Fund I: evolução do valor de avaliação dos ativos (R\$ em moeda corrente)

Fonte: [www.bcfund.com.br](http://www.bcfund.com.br)

Além da valorização imobiliária apresentada acima, a cota do BC Fund I, refletindo a percepção do mercado e sua expectativa com relação às políticas adotadas para o FII, também teve um comportamento positivo ao longo de 2011.

Desde o lançamento das cotas no mercado secundário, em dezembro de 2010, a cota que iniciou marcada ao valor de R\$ 100 em moeda corrente, valorizou aproximadamente 28%, fechando 2011 a R\$ 128 em moeda corrente.

Segue abaixo a valorização da cota desde a emissão, considerando os valores médios diários:



Figura 26 – BC Fund I: evolução valor fechamento da cota

Fonte: BM&FBovespa

Quando comparado ao desempenho da cota perante a Ibovespa e as empresas de gestão de ativos imobiliário mais líquidas, BR Properties e São Carlos, a cota do BC Fund I apresentou um comportamento melhor, conforme abaixo:

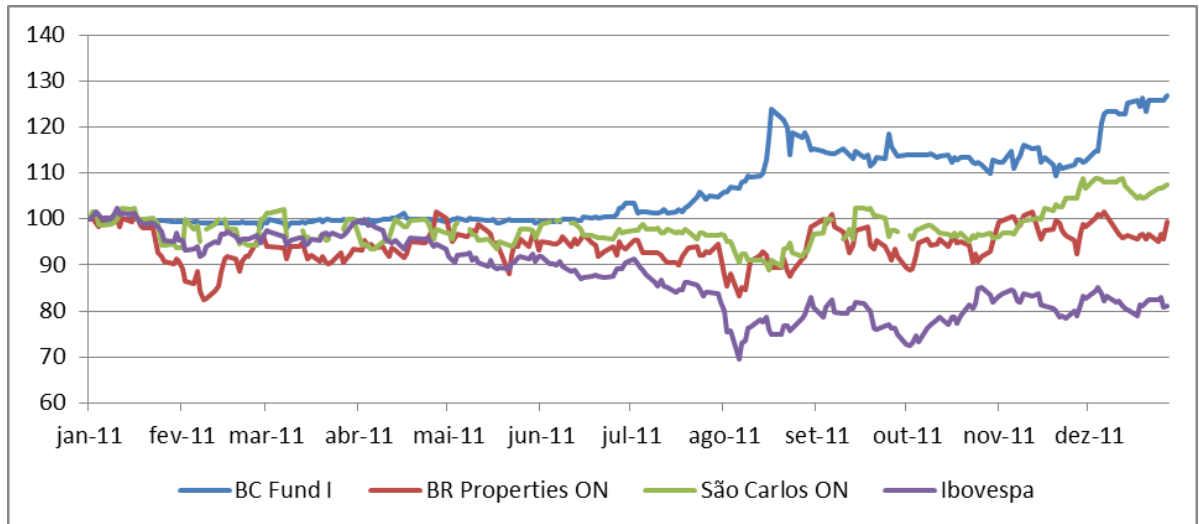


Figura 27 – BC Fund I: comparação BC Fund I, BR Properties, São Carlos e Ibovespa

Fonte: BM&FBovespa

Uma análise adicional que se pode fazer é o estudo do valor justo da cota, com base no valor de mercado dos ativos da carteira do Fundo e o montante em caixa, líquidos das dívidas<sup>52</sup>.

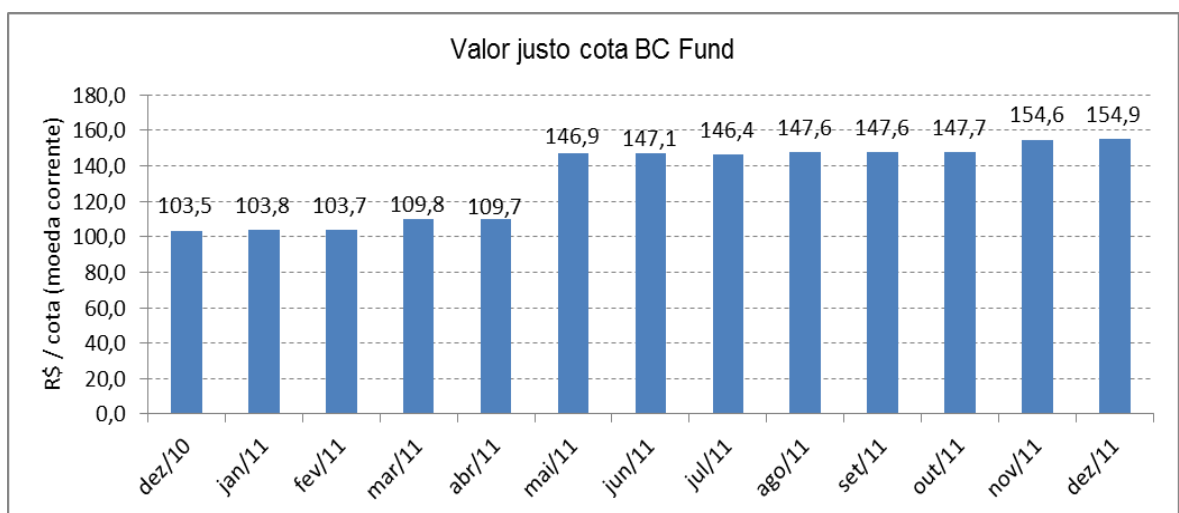


Figura 28 – BC Fund I: evolução do valor justo da cota

Fonte: www.bcfund.com.br

<sup>52</sup> O cálculo do valor justo da cota do BC Fund I é realizado conforme a seguinte fórmula: (valor de mercado – dívida + caixa) / número de cotas do Fundo.

Nota-se portanto, nesse caso, uma oportunidade de aquisição da cota que historicamente vem apresentando valor médio de mercado abaixo do seu valor justo em moeda corrente, conforme demonstra o gráfico abaixo:

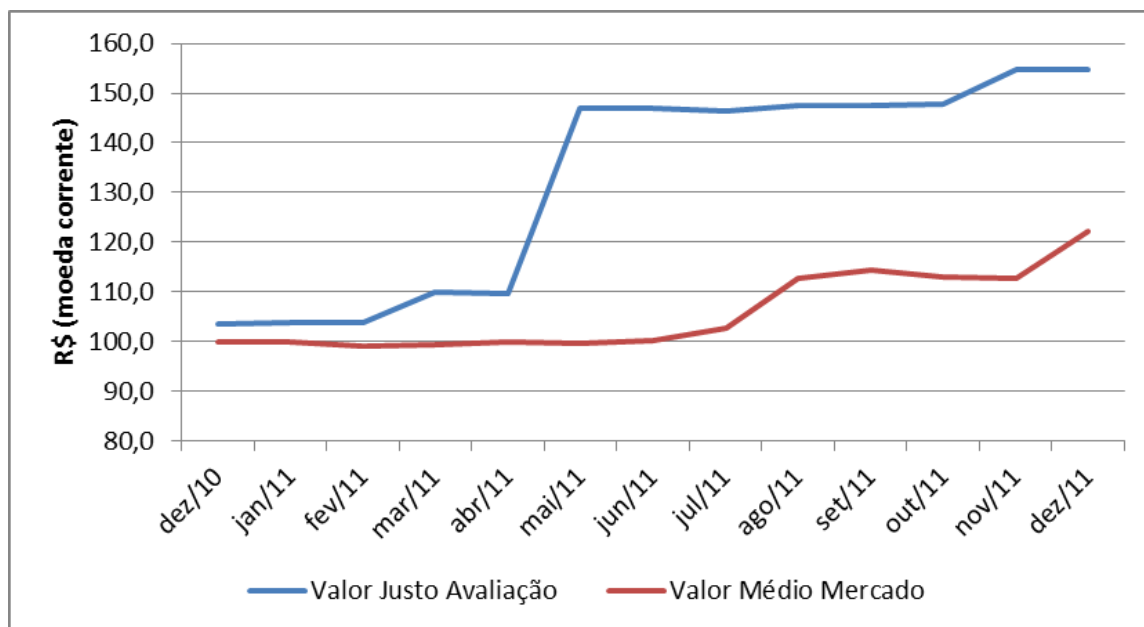


Figura 29 – BC Fund I: comparação valor justo e valor médio de mercado da cota

Fonte: [www.bcfund.com.br](http://www.bcfund.com.br)

### Taxa de retorno

Uma vez se tratando de investimento via FII, é interessante analisar a taxa interna de retorno levando em consideração tanto a distribuição mensal como também o comportamento do valor da sua cota no tempo.

Dessa forma, abaixo segue a relação da rentabilidade mensal para o investimento em BC Fund I, considerando a aquisição da cota na abertura do mês, o rendimento distribuído naquele mês, e a venda no fechamento do mês em questão<sup>53</sup>:

<sup>53</sup> Levando em consideração a aquisição da cota na data de corte de rendimentos, fazendo-se, portanto, juz ao rendimento do mês em questão; e vendendo a cota na data de corte do mês seguinte, de forma a não fazer juz ao rendimento do outro mês.

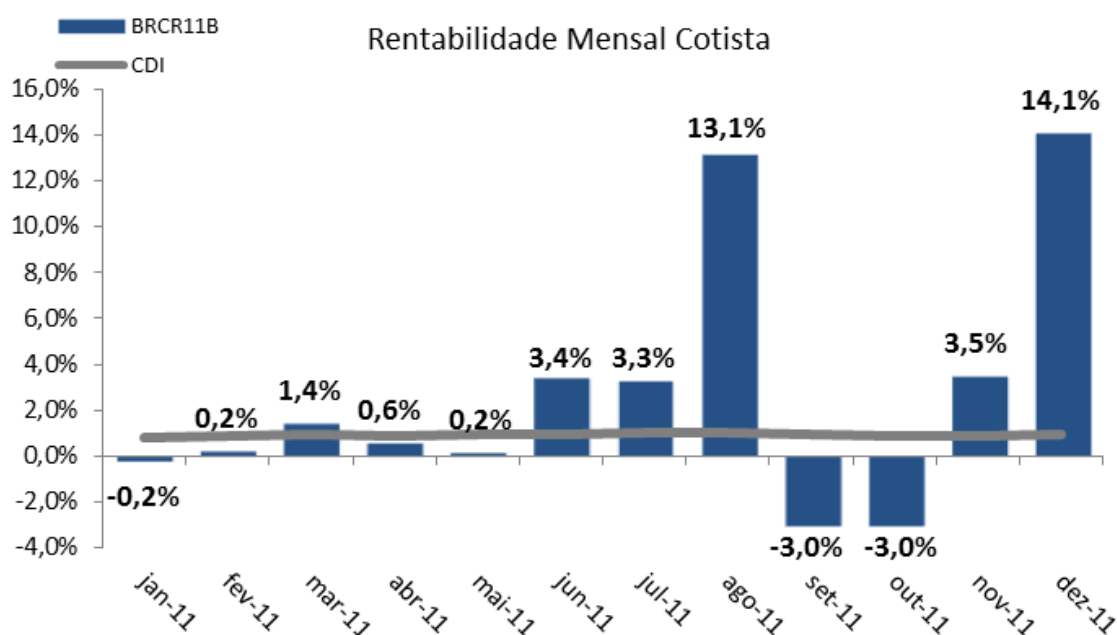


Figura 30 – BC Fund I: evolução TIR mensal frente ao CDI

Fonte: [www.bcfund.com.br](http://www.bcfund.com.br)

Conforme o gráfico acima, nota-se que as cotas do BC Fund I apresentaram uma TIR acumulada de 37,1% a.a. equivalente efetiva, portanto consideravelmente acima dos 11,6% do CDI.

Uma parte significativa dessa rentabilidade condiz à valorização do preço médio da cota negociada na bolsa, reflexo da sensibilidade do mercado perante o trato dos imóveis do FII, renegociação de seus contratos, operações de compra e venda, e transparência das operações frente ao investidor.

### Liquidez

Conforme explicado anteriormente, um dos principais sinais que refletem a aceitação do público frente ao investimento é o crescimento da quantidade de cotistas.

Quanto maior o número de investidores, mais pulverizado é o FII no mercado. Quanto mais pessoas detiverem cotas, maior a chance de existir alguém disposto a vender suas cotas em determinado momento a dado valor. Isso porque a maior quantidade de investidores permite que haja maior amplitude de percepção de valor dentre eles, e maior

probabilidade de haver pessoas com necessidade de vender em determinado momento.

Ao passar do tempo, se o FII mostrar-se um veículo atrativo e promissor, mais pessoas se inclinam a entrar no investimento e usufruir de seus benefícios.

Conforme demonstra o gráfico abaixo, houve, ao longo de 2011, crescimento significativo da quantidade de cotistas:

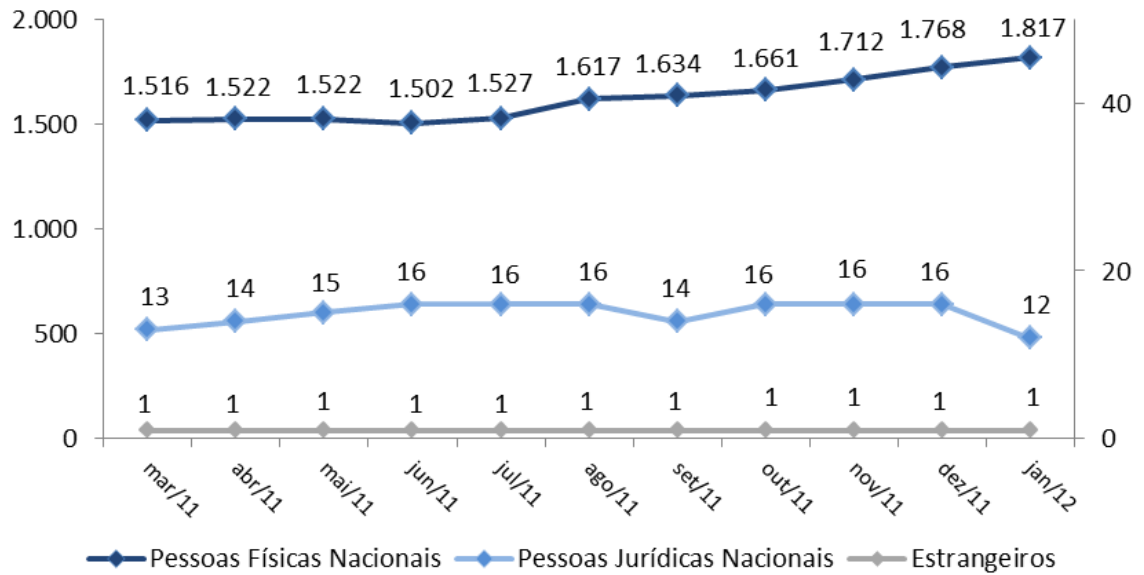


Figura 31 – BC Fund I: evolução de quantidade de cotistas por perfil

Fonte: [www.bcfund.com.br](http://www.bcfund.com.br)

Sendo assim, ao passar de 1.530 cotistas no começo do ano para 1.830 ao final, houve um crescimento de aproximadamente 20% na quantidade de cotistas no FII, sendo que houve ainda o crescimento do número de pessoas físicas em detrimento das pessoas jurídicas.

## 5. DISCUSSÃO E CONCLUSÕES

O mercado brasileiro tem passado por um momento de expansão, caracterizado pela retração da taxa de juros Selic, incentivo ao crédito, ampliação do investimento estrangeiro e aumento de empregos.

Nosso mercado imobiliário, na linha do cenário proporcionado pelo crescimento do mercado, tem representado um importante papel nesse momento e está sendo um dos fatores de impulsão da economia brasileira.

Nesse cenário de crescimento de oportunidades, os investidores têm buscado alternativas para participar dos ganhos proporcionados pela expansão econômica, seja por meio do mercado de ações, seja apostando em índices de inflação, ou seja diretamente por meio do mercado imobiliário.

Ao investir no mercado imobiliário o investidor se depara com diversas ferramentas, que por sua vez oferecem oportunidades diferentes conforme o risco e retorno de cada uma.

O FII surge nesse cenário como uma solução interessante para criação de valor e busca por boa rentabilidade, porque representa um canal de investimento seguro, lastreado no mercado imobiliário, e corrigido por índices de inflação que por sua vez tendem a ir contra o movimento da Selic.

Dentre as opções diferentes de FII, aparece recentemente no mercado imobiliário o FII Multiprodutos, oferecendo maior segurança ao investidor no que diz respeito à pulverização de ativos investidos e uma elaborada estrutura de governança.

Como exemplo de FII Multiprodutos Comercial, o BC Fund I se destaca hoje por ser o pioneiro nessa modalidade.

Com apenas um ano de duração, devido ao sucesso da política de gestão de portfólio, compras e vendas de empreendimentos e renegociações contratuais, o BC Fund I pode reestruturar sua estratégia de distribuição de rendimentos por duas vezes ao longo de 2011, beneficiando o investidor.

Por meio de um trabalho de gestão ativa, houve a constante busca por oportunidades com rentabilidade superior àquela apresentada pelos ativos da carteira. Houve uma compra e uma venda de ativo ao longo de 2011, que em seu conjunto representaram aumento da receita de locação para o BC Fund I e ainda trouxeram excedente de capital para novos investimentos ou distribuições.

Além de ter fechado o ano de 2011 com treze ativos, um dos destaques desse FII foi a ausência de vacância em todos os imóveis da carteira ao final daquele ano. Enquanto diversos FII concorrentes apresentam único empreendimento e mesmo assim arcam com algumas vacâncias, nesse portfólio de treze empreendimentos, por sua vez abertos em inúmeras unidades comerciais, não houve nenhuma unidade disponível sem geração de renda ao término do primeiro ano de operação do BC Fund I.

O FII Multiprodutos, a exemplo do BC Fund I, representa a tendência da indústria de FII no Brasil.

O BC Fund I tem como objetivo a transparência com o investidor e a produção de resultado alinhado com suas expectativas. Dessa maneira, estando esse fato alinhado com a concessão de melhor rentabilidade ao investidor, há a tendência de uma migração dos investidores de Fundos Imobiliários para FII com esse perfil.

O BC Fund I apresentou portanto um significativo crescimento do número de cotistas ao longo de seu primeiro ano de operação, em parte como reflexo dessa melhor aceitação da sua proposta, bem como da satisfação com seus resultados.

## 6. REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS (ABNT). NBR 14653- 4. Avaliação de bens. Parte 4: Empreendimentos. Rio de Janeiro, 2002. 16p.

ALENCAR, C. T.; ROCHA LIMA JR., J. Os atributos do mercado brasileiro de empreendimentos de base imobiliária para captar recursos de investidores estrangeiros. *Real Estate: Economia & Mercados*, São Paulo, v.2, n.2, p. 73-114, jul./dez. 2005.

AMATO, F. B. Implantação de Empreendimentos de Base Imobiliária por Meio de Fundos de Investimento Imobiliário: Critérios de Governança dos Recursos Financeiros para Mitigação de Riscos Capaz de Potencializar a Captação de Investimentos Privados com Características de Poupança. Tese (Doutoramento) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. 2009. 217 p.

AMATO, F. B. Arbitragem de valor: uma rotina de análise para empreendimentos de base imobiliária. 2001. 110 p. Dissertação (Mestrado) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

AMATO, F. B. et al. Estratégia de Aplicação em Fundos Imobiliários como Diversificação de Investimentos: uma Análise do Desempenho Recente e seus fatores de Influência In.: VIII SEMEAD – Seminário em Administração, São Paulo. 2005 Anais Eletrônicos São Paulo: FEA-USP, 2005. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/Semead/8semead/index.htm>> Acesso em: 18 de outubro de 2011.

BCB: Banco Central do Brasil. Banco de Dados. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 16 de fevereiro de 2012.

BC FUND I: Fundo Imobiliário Brazilian Capital Real Estate Fund I. Disponível em: <<http://www.bcfund.com.br>>. Acesso em: 16 de abril de 2012.

BRAZILIAN MORTGAGES: Brazilian Mortgages Companhia Hipotecaria. Disponível em: <<http://www.brazilianmortgages.com.br>>. Acesso em: 12 de fevereiro de 2012.

BM&FBOVESPA: Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo. Banco de Dados. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 03 de abril de 2012.

BRASIL. Lei nº 8.668, de 25 DE JUNHO DE 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. Disponível < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L8668.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8668.htm)>. Acesso em: 22 de setembro de 2011.



BRASIL. Lei nº 8.245, de 18 DE OUTUBRO DE 1991. Dispõe sobre as locações dos imóveis urbanos e os procedimentos a elas pertinentes. Disponível <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L8245.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8245.htm)>. Acesso em: 12 de novembro de 2011.

BRASIL. Instrução Normativa RFB nº 1.022, de 05 DE ABRIL DE 2010. Dispõe sobre o imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos e ganhos líquidos auferidos nos mercados financeiro e de capitais. Disponível <<http://www.receita.fazenda.gov.br/legislacao/ins/2010/in10222010.htm>>. Acesso em: 03 de dezembro de 2011.

COLLIERS: Colliers International do Brasil Consultoria Ltda. Disponível em: <<http://www.colliers.com.br>>. Acesso em: 02 de abril de 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº 205, de 14 de jan. de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento imobiliário. Disponível em <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 12 de fevereiro de 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº 206, de 14 de jan. de 1994. Dispõe sobre normas contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras dos fundos de investimento imobiliário. Disponível em <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 12 de agosto de 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº 389, de 03 de jun. de 2003. Altera a Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994. Disponível em <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 12 de agosto de 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº 400, de 29 de dez. de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 12 de agosto de 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº 409, de 18 de ago. de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 12 de agosto de 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº 389, de 03 de jun. de 2003. Altera a Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994. Disponível em <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 12 de agosto de 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº 472 - Dispõe sobre

a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII, 30 de outubro de 2010. Disponível em <[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)>. Acesso em: 17 de agosto de 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. São Paulo, SP Caderno CVM – Fundo de Investimento Imobiliário. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/protin/caderno6.asp>>. Acesso em: 03 de outubro de 2011.

FUNDO IMOBILIÁRIO – INVESTIMENTO CONCRETO. Fundo Imobiliário – Consultoria de Investimentos Ltda. Disponível em: <<http://www.fundoimobiliario.com.br/>>. Acesso em: 22 de outubro de 2011.

IPEADATA. Banco de Dados. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br>>. Acesso em: 12 de março de 2012.

PORTER, M. E. Estratégia Competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência. Tradução Elizabeth Maria de Pinho. Rio de Janeiro: Campus, 1989.

PORTO, P. T.; Metodo para gestão de portfolios de investimentos em edifícios de escritórios para locação no Brasil. 2010. 314 p. Monografia – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

PORTO, P. T.; ROCHA LIMA JR, J. Critérios de diversificação e indicadores da qualidade para gestão de portfólios em edifícios de escritórios para locação. In: XI Conferência Internacional da LARES – Latin American Real Estate Society. 14 a 16 de Setembro, 2011. Disponível em <[http://realestate.br/images/File/arquivosPDF/Paola\\_Joao\\_Lares2011.pdf](http://realestate.br/images/File/arquivosPDF/Paola_Joao_Lares2011.pdf)>. São Paulo: 17 p.

RIO BRAVO: Rio Bravo Investimentos DTVM Ltda. Disponível em: <<http://www.riobravo.com.br>>. Acesso em: 01 de novembro de 2011.

ROCHA LIMA JR., J. Securitização de portfolios de base imobiliária, 1993, 32 p. Boletim Técnico PCC-99 – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 1993.

ROCHA LIMA JR., J. Fundos de investimento imobiliário e títulos de investimento de base imobiliária, 1994, 33 p. Boletim Técnico PCC-130 – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 1994.

ROCHA LIMA JR., J. Fundos de investimento imobiliário com portfólio de base imobiliária: Notas sobre a Depreciação do Ativo, 1997, 37 p. Boletim Técnico PCC-187 – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 1997.

ROCHA LIMA JR., J. Investimentos em Empreendimentos de Base Imobiliária:

Significado da Renda Garantida **Carta do NRE-POLI**, São Paulo, n. 3-06, abril-junho 2006. Disponível em < <http://www.realestate.pcc.usp.br/NewsLetter/CartaNRE3-2-06.pdf> >. Acesso em: 08 de dezembro de 2011.

ROCHA LIMA JR., J. Fundos imobiliários tem futuro no Brasil? **Carta do NRE-POLI**, São Paulo, n. 24-11, abril-junho 2011. Disponível em <<http://realestate.br/images/File/NewsLetter/CartaNRE24-2-11.pdf>>. Acesso em: 02 de dezembro de 2011.

SANDRINI, J. Conheça o maior fundo imobiliário do Brasil. **Portal Exame**, São Paulo, 09 nov. 2011. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/fundos/noticias/conheca-o-maior-fundo-imobiliario-do-brasil>>. Acesso em: 15 de novembro de 2011.

SÃO PAULO: Prefeitura Municipal de São Paulo. Disponível em: <<http://www.prefeitura.sp.gov.br>>. Acesso em: 22 de setembro de 2011.

\_\_\_\_\_. Arbitragem de valor de portfólios de base imobiliária. São Paulo: EPUSP, 1994c. 58 p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/132).

\_\_\_\_\_. Fundos imobiliários: valor do portfólio. São Paulo: EPUSP, 1994a. 69 p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/127).

\_\_\_\_\_. Fundos de investimento imobiliário e títulos de investimento de base imobiliária. São Paulo: EPUSP, 1994b. 33 p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/130).

\_\_\_\_\_. O conceito da taxa de retorno. São Paulo: EPUSP, 1996. 64 p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/158).

\_\_\_\_\_. Princípios para análise de qualidade de empreendimentos: o caso dos empreendimentos de base imobiliária. São Paulo: EPUSP, 1995. 68 p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/153).

## 7. ANEXOS

Tipos de Registro de Oferta Pública	Alíquota
Distribuição de Opções não Padronizadas - "Warrants".	0,05 %
Distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários.	0,05 %
Programa de BDR	
-Nível I	Isento
-Nível II	0,10 %
-Nível III	0,20 %
Distribuição de Certificados de Investimento em Obras Audiovisuais	0,10 %
Distribuição de Notas Promissórias Comerciais	0,10 %
Distribuição de Bônus de Subscrição	0,16 %
Distribuição de Certificados a Termo de Energia Elétrica.	0,10 %
Distribuição de Ações	0,30 %
Distribuição de Debêntures	0,30 %
Distribuição de Quotas de Fundos de Investimento Imobiliário	0,30 %
Distribuição Secundária de Valores Mobiliários	0,64 %
Ofertas Públicas de Aquisição ou permuta de ações e de Distribuição de quaisquer outros Valores Mobiliários*	0,64 %
Operação de registro de distribuição de Certificados de Recebíveis do Agronegócio e de Certificados de Recebíveis Imobiliários	0,05 %

\* A alíquota de 0,64% se aplica às OPA e às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, tais como:

[i] as de certificados de depósito de valores mobiliários;

[ii] as de cédulas de debêntures;

[iii] as de quotas de fundos de investimento fechados, tais como, Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional e outros fundos fechados;

[iv] as de Certificados de Potencial Adicional de Construção - CEPAC; e

[v] as de quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo.

### Quadro 1 – CVM: taxa estabelecida em função do tipo e valor do registro de IPO

Fonte: CVM

Taxa trimestral de acordo com o patrimônio líquido do contribuinte.

Faixa	Contribuinte	Patrimônio Líquido em R\$	Taxa em R\$
1	Companhias abertas	Até 8.287.000,00	1.243,05
		De 8.287.000,01 a 41.435.000,00	2.486,10
		Acima de 41.435.000,00	3.314,80
2	Sociedades beneficiárias de incentivos fiscais	Até 828.700,00	580,09
		De 828.700,01 a 2.486.100,00	1.077,31
		Acima de 2.486.100,00	1.657,40
3	Corretoras; Bancos de investimento; Bolsas de valores e de futuros; Distribuidoras; e Bancos múltiplos com carteira de investimento	Até 414.350,00	828,70
		De 414.350,01 a 1.243.050,00	2.486,10
4	Carteiras de títulos e valores mobiliários - capital estrangeiro (Investidor não residente)	Acima de 1.243.050,00	3.314,80
5	Fundos de Investimento*	Acima de 4.143.500,00	7.872,65
		Até 2.500.000,00	600,00
		De 2.500.000,01 a 5.000.000,00	900,00
		De 5.000.000,01 a 10.000.000,00	1.350,00
		De 10.000.000,01 a 20.000.000,00	1.800,00
		De 20.000.000,01 a 40.000.000,00	2.400,00
		De 40.000.000,01 a 80.000.000,00	3.840,00
		De 80.000.000,01 a 160.000.000,00	5.760,00
6	Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento*	De 160.000.000,01 a 320.000.000,00	7.680,00
		De 320.000.000,01 a 640.000.000,00	9.600,00
		Acima de 640.000.000,01	10.800,00
		Até 2.500.000,00	300,00
		De 2.500.000,01 a 5.000.000,00	450,00
		De 5.000.000,01 a 10.000.000,00	675,00
		De 10.000.000,01 a 20.000.000,00	900,00
		De 20.000.000,01 a 40.000.000,00	1.200,00
De 40.000.000,01 a 80.000.000,00	1.920,00		
De 80.000.000,01 a 160.000.000,00	2.880,00		
De 160.000.000,01 a 320.000.000,00	3.840,00		
De 320.000.000,01 a 640.000.000,00	4.800,00		
Acima de 640.000.000,01	5.400,00		

\* Art. 52 da Lei nº 11.076/2004

### Quadro 2 – CVM: taxa de fiscalização por patrimônio líquido de FII

Fonte: CVM

n.	FUNDO	Administrador	Constituição	Registro	Listagem
1	AESAPAR	Citibank	20/09/11	N/D	22/12/11
2	Ancar IC	Brazilian Mortgages	03/01/06	30/08/05	N/D
3	Anhanguera Educacional	Brazilian Mortgages	27/08/09	21/12/09	08/01/10
4	BB Progressivo FII	Banco do Brasil	26/07/04	03/09/04	18/07/05
5	BB Renda Corporativa	Votorantim Asset	29/12/10	25/05/11	28/06/11
6	BB Votorantim JHSF Cid Jd Cont Tower	Votorantim Asset	15/12/10	10/12/10	30/12/10
7	BC Fundo de FII	Brazilian Mortgages	27/08/09	07/01/10	17/06/10
8	BM Brascan Lajes Corporativas	Brazilian Mortgages	21/09/11	10/01/12	14/02/12
9	BM Cenesp	Brazilian Mortgages	06/04/11	27/07/11	15/08/11
10	BM Cyrela Thera Corporate	Brazilian Mortgages	11/08/11	02/12/11	16/01/12
11	Brasília Machado	Rio Bravo	18/08/97	18/08/97	23/09/10
12	Brazilian Capital Real Estate Fund I	Brazilian Mortgages	21/05/07	21/06/07	22/12/10
13	Caixa Cedae	CEF	11/08/09	01/12/09	04/03/10
14	Caixa TRX Logística Renda	CEF	04/11/10	17/03/11	17/01/12
15	Campus Faria Lima	Brazilian Mortgages	18/02/10	29/06/10	25/07/10
16	CSHG Brasil Shopping	CS Hedging Griffio	28/12/06	28/12/06	11/12/09
17	CSHG Desenv de Shoppings Populares	CS Hedging Griffio	13/12/10	30/03/11	06/07/11
18	CSHG JHSF Prime Offices	CS Hedging Griffio	11/11/09	26/10/10	03/11/10
19	CSHG Logística	CS Hedging Griffio	08/06/10	08/06/10	02/03/11
20	CSHG Real Estate	CS Hedging Griffio	06/05/08	06/05/08	11/02/09
21	CSHG Recebíveis Imobiliários BC	CS Hedging Griffio	13/01/10	13/01/10	19/04/10
22	Daycoval Renda Itaplan	Rio Bravo	09/12/08	06/05/10	11/08/11
23	Dovel	BNY Mellon	28/11/08	27/04/09	31/08/11
24	Edifício Almirante Barroso	Brazilian Mortgages	06/03/03	17/03/03	10/04/03
25	Edifício Ourinvest	Oliveira Trust	27/07/04	05/05/04	23/01/06
26	Europar	Banif	03/12/02	10/12/02	10/12/02
27	Excellence	Brazilian Mortgages	10/04/08	06/05/08	19/06/09
28	Fator Verita	Banco Fator	02/03/10	26/07/10	21/03/11
29	Floripa Shopping	Brazilian Mortgages	03/09/09	03/09/09	19/10/09
30	Grand Plaza Shopping	Rio Bravo	15/05/96	15/05/96	26/06/96
31	GWI Condomínios Logísticos	Brazilian Mortgages	31/08/09	03/11/09	18/08/10
32	Hospital da Criança	Brazilian Mortgages	02/10/00	03/10/00	24/01/05
33	Hospital Nossa Senhora de Lourdes	Brazilian Mortgages	17/03/06	20/04/06	18/10/06
34	Hotel Maxinvest	Brazilian Mortgages	13/02/07	08/05/07	13/07/07
35	Industrial do Brasil	Coin DTVM	29/07/11	16/11/11	26/12/11
36	JS Real Estate Multigestão	JSaфра	23/02/11	12/04/11	18/07/11
37	JS Real Estate Renda Imobiliária	JSaфра	20/06/11	14/09/11	21/11/11
38	Kinea Renda Imobiliária	Intrag	07/07/10	24/11/10	01/12/10
39	Mais Shopping Largo 13	Bradesco	03/03/10	29/10/10	17/11/10
40	Max Retail	Brazilian Mortgages	26/10/09	30/04/10	30/04/10
41	Memorial Office	Coin DTVM	09/12/96	18/03/97	11/08/08
42	Mercantil do Brasil	Rio Bravo	22/06/11	22/06/11	22/08/11

43	MSL 13	CS Hedging Griffio	13/12/10	11/03/11	22/03/11
44	Opportunity	Banco Opportunity	28/02/96	07/10/96	N/D
45	Panamby	Banco Brascan	14/03/95	08/03/95	N/D
46	Parque Dom Pedro Shopping Center	Brazilian Mortgages	12/05/09	19/06/09	17/12/09
47	Presidente Vargas	BEM DTVM	31/10/08	18/03/10	03/05/10
48	Projeto Água Branca	Coin DTVM	01/05/98	30/06/99	01/08/06
49	RB Capital Agre	Pentágono	14/06/10	23/06/10	05/07/10
50	RB Capital Desenv Residencial II	Citibank	16/08/10	15/10/10	08/12/10
51	RB Capital General Shopping Sulacap	Citibank	10/05/11	12/08/11	06/09/11
52	RB Capital Prime Realty I	Citibank	27/12/10	27/12/10	29/12/10
53	RB Capital Prime Realty II	Citibank	06/12/11	06/12/11	20/12/11
54	RB Capital Renda I	Oliveira Trust	28/03/07	28/03/07	18/12/09
55	RB Capital Renda II	Votorantim Asset	13/08/07	28/09/10	02/12/10
56	REP 1 CCS	CS Hedging Griffio	27/11/09	06/10/10	18/10/10
57	Rio Bravo Cibrasec FII	Rio Bravo	30/09/2010	04/10/10	23/08/11
58	Rio Bravo Renda Corporativa	Rio Bravo	23/12/99	23/12/99	05/11/03
59	São Fernando	Rio Bravo	19/06/08	22/04/08	14/12/09
60	SCP	BR Capital (Unitas)	03/01/97	16/10/06	25/10/06
61	Shopping Pátio Higienópolis	Rio Bravo	07/12/99	08/08/03	08/08/03
62	Square Faria Lima	BR Capital (Unitas)	09/11/00	22/11/00	20/11/03
63	Torre Almirante	Brazilian Mortgages	12/11/04	19/11/04	07/06/05
64	Torre Norte	Brazilian Mortgages	10/08/01	10/10/01	08/06/04
65	TRX Realty Logística Renda I	Oliveira Trust	16/04/10	06/08/10	11/08/10
66	Via Parque	Rio Bravo	06/11/95	16/11/95	N/D
67	West Plaza	Brazilian Mortgages	10/01/08	04/08/08	12/08/08
68	WM RB Capital	Citibank	28/06/11	28/06/11	15/07/11
69	XP GAIA LOTE I	Citibank	28/06/11	01/12/11	08/12/11

Quadro 3 – Indústria FII listados: relação de FII listados BM&FBovespa

Fonte: BM&FBovespa (dez/11)

<b>n.</b>	<b>FUNDO</b>	<b>Foco</b>	<b>Qtde Ativos</b>	<b>Complemento</b>
1	AESAPAR	Universidade	2	
2	Ancar IC	Varejo	5	3 Shoppings + 2 lojas
3	Anhanguera Educacional	Universidade	3	
4	BB Progressivo FII	Comercial	2	
5	BB Renda Corporativa	Agencias Bancarias	1	
6	BB Votorantim JHSF Cid Jd Cont Tower	Comercial	1	
7	BC Fundo de FII	Papéis	N/A	N/A
8	BM Brascan Lajes Corporativas	Comercial	2	
9	BM Cenesp	Comercial	1	16 Unidades
10	BM Cyrela Thera Corporate	Comercial	1	
11	Brasílio Machado	Comercial	1	
12	Brazilian Capital Real Estate Fund I	Comercial	13	
13	Caixa Cedae	Comercial	1	
14	Caixa TRX Logística Renda	Industrial	-	
15	Campus Faria Lima	Universidade	1	
16	CSHG Brasil Shopping	Varejo	5	
17	CSHG JHSF Prime Offices	Comercial	2	
18	CSHG Logística	Industrial	4	13 Unidades
19	CSHG Real Estate	Misto	20	17 Torres + 3 Galpões
20	CSHG Recebíveis Imobiliários BC	Papéis	N/A	N/A
21	Daycoval Renda Itaplan	Comercial	5	
22	Dovel	Desenvolvimento	2	
23	Edifício Almirante Barroso	Comercial	1	
24	Edifício Ourinvest	Comercial	1	
25	Europar	Industrial	3	
26	Excellence	Papéis	N/A	N/A
27	Fator Verita	Papéis	N/A	N/A
28	Floripa Shopping	Varejo	1	
29	Grand Plaza Shopping	Varejo	2	
30	GWI Condomínios Logísticos	Industrial	1	
31	Hospital da Criança	Hospital	1	
32	Hospital Nossa Senhora de Lourdes	Hospital	1	
33	Hotel Maxinvest	Flats	44	590 Flats
34	Industrial do Brasil	Industrial	1	
35	JS Real Estate Multigestão	Papéis	N/A	N/A
36	JS Real Estate Renda Imobiliária	Misto	-	
37	Kinea Renda Imobiliária	Misto	5	4 Torres + 1 CD
38	Mais Shopping Largo 13	Varejo	1	
39	Max Retail	Varejo	8	
40	Memorial Office	Comercial	1	
41	Mercantil do Brasil	Comercial	3	
42	MSL 13	Varejo	1	
43	Parque Dom Pedro Shopping Center	Varejo	1	

44	Presidente Vargas	Comercial	2	
45	Projeto Água Branca	Comercial	1	2 Unidades
46	RB Capital General Shopping Sulacap	Varejo	1	
47	RB Capital Renda I	Industrial	7	
48	RB Capital Renda II	Industrial	4	
49	REP 1 CCS	Varejo	1	
50	Rio Bravo Cibrasec FII	Papéis	N/A	N/A
51	Rio Bravo Renda Corporativa	Comercial	3	8 Unidades
52	São Fernando	Comercial	3	
53	SCP	Varejo	1	
54	Shopping Pátio Higienópolis	Varejo	1	
55	Square Faria Lima	Misto	2	1 Torre + 1 Hotel
56	Torre Almirante	Comercial	1	
57	Torre Norte	Comercial	1	
58	TRX Realty Logística Renda I	Industrial	5	
59	Via Parque	Varejo	1	
60	West Plaza	Varejo	1	
61	WM RB Capital	Papéis	N/A	N/A
62	XP GAIA LOTE I	Papéis	N/A	

Quadro 4 – Indústria FII listados: relação de ativos por FII

Fonte: BM&FBovespa (dez/11)



Fundo		Análise				
NOMES	Valor Face Cota	Preço Mercado	Máxima Histórica	DIST (R\$)	CAP RATE	CAP Anual
FII ABC IMOB	3,70	7,99	10,02	0,04	0,53%	6,59%
FII TORRE AL	1.000,00	2.510,22	2.999,00	14,22	0,57%	7,02%
FII BB PROGRESSIVO	1.000,00	3.767,90	4.042,00	32,02	0,85%	10,69%
FII ED OURINVEST	100,00	203,67	240,00	1,47	0,72%	8,99%
FII EUROPAR	100,00	187,81	40.878,00	1,36	0,72%	9,04%
FII AL BARROSO	1.000,00	3.707,06	3.849,00	15,99	0,43%	5,30%
FII RB RENDA CORP	0,70	1,71	2,68	0,01	0,67%	8,38%
FII RIO B CAP RENDA	142,37	142,77	166,00	1,00	0,70%	8,73%
FII SQUARE FARIA LIMA	1,00	1,60	1,85	0,01	0,70%	8,79%
FII FLORIPA	1.000,00	974,57	1.249,99	8,80	0,90%	11,39%
FII MEMORIAL	56,83	120,00	139,00	1,14	0,95%	12,02%
FII A BRANCA	100,00	307,69	330,00	2,30	0,75%	9,35%
FII H. CRIANÇA	100,00	244,28	330,00	2,42	0,99%	12,53%
FII CSHG SHOPPING	1.000,00	1.610,05	1.730,00	11,00	0,68%	8,51%
FII CSHG REAL STATE	1.000,00	1.467,19	1.590,00	10,60	0,72%	9,02%
FII HOT MAXINVEST	100,00	222,18	288,99	2,57	1,16%	14,80%
FII N.S.LOURDES	100,00	141,06	229,00	1,13	0,80%	10,03%
FII PQ D PEDRO SC	1.000,00	1.250,47	1.295,00	8,30	0,66%	8,26%
FII S.P HIGIENOPOLIS	100,00	443,89	499,00	2,85	0,64%	7,98%
FII TORRE NORTE	96,00	194,01	225,00	1,31	0,68%	8,42%
FII WEST PLAZA	100,00	85,05	113,23	0,83	0,98%	12,36%
FII ANHANGUERA ED.	100,00	122,72	132,30	0,96	0,78%	9,78%
FII CAIXA CEDAE	1.000,00	1.699,25	1.719,00	12,92	0,76%	9,51%
FII EXCELLENCE	100,00	111,07	155,00	1,09	0,98%	12,45%
FII CSHG RECEB IMOB	1.000,00	1.058,15	1.300,00	9,25	0,87%	11,01%
FII MAX RETAIL	1.000,00	1.021,54	1.100,00	8,83	0,86%	10,88%
FII PRESID VARGAS	1.000,00	1.139,79	1.179,00	8,65	0,76%	9,50%
FII CAMPUS FARIA LIMA	1.000,00	1.038,28	1.120,00	8,30	0,80%	10,03%
FII TRX REALTY LOG	100,00	110,25	111,75	0,78	0,71%	8,83%
FII RB CAPITAL AGRE	100,00	48,33	136,64	0,44	0,91%	11,53%
BC FUND FII	100,00	123,51	133,00	0,67	0,54%	6,68%
BB VOT JHSF CID JD CONT	100,00	107,81	120,00	0,80	0,74%	9,28%
CSHG JHSF PRIME OFFICE	1.000,00	1.081,22	1.180,00	8,10	0,75%	9,37%
CSHG LOGISTICA	1.000,00	1.123,93	1.200,00	8,20	0,73%	9,11%
GWI COND LOGISTICOS	120,00	169,99	172,00	1,57	0,92%	11,63%
KINEA RENDA IMOBILIARIA	1.000,00	1.243,10	1.300,00	7,00	0,56%	6,97%
MAIS SHOPP LGO 13	1.000,00	644,83	1.133,71	3,70	0,57%	7,11%
RB CAPITAL PRIME REAL	100,00	83,11	116,00	0,86	1,03%	13,15%
RB CAPITAL RENDA II	74,12	65,89	72,50	0,35	0,54%	6,65%
REP 1 CCS	1.000,00	753,01		1,85	0,25%	2,99%
FII JS MULTIGESTÃO	1.000,00	989,79	1.030,00	8,46	0,85%	10,75%
FII BM CENESP	100,00	105,82	113,80	0,84	0,79%	9,96%
BB Renda Corporativa	100,00	122,16	150,00	0,42	0,34%	4,15%
MSL 13	1.000,00	800,00	1.000,00	3,50	0,44%	5,38%
RB Capital General Shopping	100,00	95,39	99,99	0,73	0,76%	9,57%
Rio Bravo Cibrasec FII	1.000,00	1.005,07	1.005,07	8,65	0,86%	10,84%
WM RB Capital	1.000,00	1.001,00	1.002,90	2,40	0,24%	2,91%
<b>BC FOFs</b>	<b>100,00</b>	<b>99,15</b>	<b>127,00</b>	<b>0,87</b>	<b>0,88%</b>	<b>11,06%</b>
					<b>0,74%</b>	<b>9,33%</b>

Quadro 5 – Indústria FII listados: rentabilidade FII

Fonte: BM&amp;FBovespa (dez/11)

\*o preço de mercado considera o preço médio negociado no mês anterior ao mês da análise

**ANEXO 6 – DOCUMENTAÇÕES PARA DILIGÊNCIA BC FUND I****A - DOCUMENTOS DO VENDEDOR**

1. Contrato ou Estatuto Social, consolidado e suas alterações posteriores e última eleição dos representantes legais da sociedade;
2. Ata de autorização para venda do imóvel, se necessário;
3. Certidão de breve relato expedida pela Junta Comercial Competente ou, se for o caso, pelo Cartório de Registro Civil de Pessoas Jurídicas competente;
4. Comprovante de inscrição e de situação cadastral no CNPJ;
5. Certidão de débitos relativos às contribuições previdenciárias e às de terceiros (antiga CND - Certidão Negativa de Débito do INSS);
6. Certificado de Regularidade do FGTS – CRF;
7. Certidão Conjunta de Débitos relativos a Tributos Federais e Dívida Ativa da União (inclusive pessoa física);
8. Certidão negativa de Dívida Ativa do Estado;
9. Certidão negativa de Dívida Ativa do Município;
10. Certidão de Tributos Mobiliários da Prefeitura Municipal da sede da empresa e do local do imóvel;
11. Certidões Negativas dos **Tabeliões de Protesto de Letras e Títulos** das Comarcas da sede da empresa e das suas filiais, bem como da Comarca do local do imóvel (abrangendo o período de 05 anos);
12. Certidão dos Distribuidores Cíveis, **Ações Cíveis e de Família**, das Comarcas da sede da empresa e das suas filiais, bem como da Comarca do local do imóvel (abrangendo o período de 10 anos);
13. Certidão dos Distribuidores, **Pedidos de Falência e Concordata**, das Comarcas da sede da empresa e das suas filiais, bem como da Comarca do local do imóvel (abrangendo o período de 10 anos);
14. Certidão dos Distribuidores Cíveis, **Executivos Fiscais, Municipais e Estaduais** das Comarcas da sede da empresa e das suas filiais, bem como da Comarca do local do imóvel (abrangendo o período de 10 anos);
15. Certidão dos Distribuidores Criminais, **Ações Criminais**, das Comarcas da sede da empresa e das suas filiais, bem como da Comarca do local do imóvel (abrangendo o período de 10 anos);
16. Certidão de Distribuição da **Justiça Federal**, Ações e Execuções, Cíveis, Criminais e Fiscais, Seção Judiciária da sede da empresa e das suas filiais, bem com da Seção correspondente ao local do Imóvel 10 anos;
17. Certidão de Distribuição dos Feitos de 1º Grau nos municípios (TRT da Região) da sede da empresa e das suas filiais, bem como daquela relativa ao do local do Imóvel (abrangendo o período de 10 anos);

**B - DOCUMENTAÇÃO DO(S) IMÓVEL(EIS) OBJETO DA TRANSAÇÃO**

18. Títulos de propriedade do bem imóvel, ou de promessa, irrevogável e irrevogável, de compra e venda ou de cessão de direitos ou de permuta, constantes da filiação vintenária, acompanhados das certidões das procurações, se for o caso de existirem;
19. Certidão de Propriedade de Filiação Vintenária da Matrícula do imóvel;
20. Certidão da Matrícula do imóvel atualizada;
21. Aviso de Recibo do Imposto Predial e Territorial Urbano (IPTU) do presente exercício;
22. Comprovantes de pagamentos das parcelas do Imposto Predial e Territorial (IPTU) do presente exercício, até a data da entrega da documentação, devidamente quitados;
23. Certidão Negativa de Tributos Imobiliários;
24. Certificado de Conclusão de Obra (“Habite-se”), ou auto de regularização expedido pela Prefeitura do Município.
25. CND/INSS da obra
26. Alvará de Funcionamento;
27. Auto de Vistoria do Corpo de Bombeiros;
28. Convenção do Condomínio e Regimento Interno do Edifício, acompanhados de todas as atas de reunião dos condôminos dos últimos 05 (cinco) anos (bem como todas as atas referentes a investimentos em andamento ou futuros, ainda que anteriores a esta data);
29. CND/INSS em nome do Condomínio;
30. Certidão a ser expedida pela Justiça do Trabalho em nome do Condomínio;
31. Declaração de inexistência de despesas condominiais, firmada pelo síndico com firma reconhecida, acompanhada de cópia autenticada da respectiva Ata de Eleição;
32. Certidão de aforamento (que demonstre o pagamento dos laudêmos e dos foros anteriores)
33. Certidão negativa expedida pela Prefeitura do local do imóvel, referente a multas administrativas que vinculem o imóvel.
34. Certidão de melhoramentos e de desapropriação, se for o caso;
35. Consulta sobre tombamento;
36. Certidão das restrições construtivas e de uso estabelecidas pelo Loteador, se for o caso;
37. Outros contratos apresentados;
38. Contratos de locação com seus respectivos aditivos, bem como a respectiva garantia, se for o caso;
39. Carta de preferência acompanhada do comprovante de recebimento pelo locatário, ou, se for o

caso, carta com expressa recusa do locatário ao exercício do direito de preferência;

**40.** Apólices de Seguro:

**40.1** Apólice de Seguro do Condomínio;

**40.2** Apólice de Seguro da unidade;

### **C - DOCUMENTAÇÃO DA ANTECESSORA** (se for o caso)

Caso o imóvel objeto do empreendimento em análise tenha sido adquirido pelo(a) seu(ua) atual proprietário(a) há menos de **10 (dez) anos**, é solicitada a documentação do(a) seu(ua) antecessor(a) a seguir relacionada:

**41.** Certidões Negativas dos **Tabeliões de Protesto de Letras e Títulos** das Comarcas do local do imóvel, da sede e das filiais do antecessor (neste caso apenas se a aquisição for há menos de 05 anos);

**42.** Certidão dos Distribuidores Cíveis, **Ações Cíveis e de Família**, da Comarca Municipal do local do imóvel, da sede e das filiais do antecessor (abrangendo o período de 10 anos);

**43.** Certidão dos Distribuidores, **Pedidos de Falência e Concordata**, da Comarca Municipal do local do imóvel, da sede e das filiais do antecessor (abrangendo o período de 10 anos);

**44.** Certidão dos Distribuidores Cíveis, **Executivos Fiscais, Municipais e Estaduais**, da Comarca Municipal do local do imóvel, da sede e das filiais do antecessor (abrangendo o período de 10 anos);

**45.** Certidão dos Distribuidores Criminais, **Ações Criminais**, da Comarca Municipal do local do imóvel, da sede e das filiais do antecessor (abrangendo o período de 10 anos);

**46.** Certidão de Distribuição da **Justiça Federal**, Ações e Execuções, Cíveis, Criminais e Fiscais, Seção Judiciária do Estado do local do imóvel, da sede e das filiais do antecessor (abrangendo o período de 10 anos);

**47.** Certidão de Distribuição dos Feitos de 1º Grau em São Paulo (TRT da 2ª Região), do local do imóvel, da sede e das filiais do antecessor (abrangendo o período de 10 anos);

### **D – PESSOA FÍSICA**

Caso o Vendedor(S) ou a(s) antecessora(s) do imóvel seja(m) pessoa(s) física(s) (PF), esse(s) deverá(ão) também apresentar:

**48.** Cédulas de Identidade (R.G.);

**49.** Cartões de Inscrições no Cadastro de Pessoas Físicas do Ministério da Fazenda (CPF/MF);

**50.** Comproverantes de estado civil, certidões de casamento atualizada (expedida há menos de 30 (trinta) dias e pacto antenupcial e seu registro (se for o caso) – se casados, separados ou divorciados, ou se casados ou certidão de nascimento atualizada, se solteiro ou divorciado, declaração não união estável, conforme o caso

**51.** se produtora/empregadora rural, cópia autenticada do CND/INSS;

**Observações:**

- (a) *em caso de certidões positivas, apresentar as respectivas Certidões de Objeto e Pé relativas às distribuições apontadas, bem como relatório dos advogados responsáveis pela condução dos processos e/ou relatório de auditoria legal;*
- (b) *as certidões deverão ter sido expedidas há menos de 30 (trinta) dias de sua apresentação;*
- (c) *deverão ser obtidas com todas as grafias constantes dos documentos expedidos pelo Registro Imobiliário (matrículas ou transcrições), título aquisitivo, cédula de identidade e cartão do CPF, ainda que incorretas. No caso de pessoas jurídicas deverão ser obtidas com todas as denominações sociais dos últimos 10 (dez anos);*
- (d) *no caso de pessoas físicas as certidões deverão também ser obtidas em nome do cônjuge, se houver, independentemente do regime de bens adotado; e,*
- (e) *Quando da lavratura da escritura, o proprietário do imóvel deverá apresentar os contratos de locação originais, acompanhados das garantias, e os documentos devidamente atualizados.*

**E - DILIGÊNCIA AMBIENTAL**

O objetivo desta diligência é diagnosticar os aspectos ambientais que interagem com o imóvel, evidenciando os danos e restrições ambientais existentes e potenciais.

A Vendedora deverá apresentar os documentos abaixo relacionados para uma empresa de engenharia especializada, contratada pelo Fundo/Administradora:

- 52.** Licenças e Alvarás de Funcionamento de Órgãos Ambientais Estaduais e IBAMA, Prefeitura Municipal, DAEE, ANVISA, GRAPROHAB, Corpo de Bombeiros, DEPRN, DUSM/SMA, etc;
- 53.** Projetos Legais aprovados de instalações sanitárias;
- 54.** Alvará de construção;
- 55.** Laudo Técnico de Caracterização Ambiental e Florestal (se for o caso);
- 56.** Projeto de Gestão Ambiental (se for o caso);
- 57.** Autorizações de Órgãos Ambientais para Corte de Árvores Nativas ou Outras Intervenções (se for o caso);
- 58.** Certificado de aprovação dos projetos na Prefeitura (se for o caso);
- 59.** Croqui de situação do terreno em relação à cidade e entorno próximo, localizando os corpos d'água, o tipo de vizinhança em cada lado do terreno e ressaltar se existe alguma indústria, aterros, postos de gasolina ou tanque de estocagem, antenas de telefonia celular (ERB), linhas de alta tensão etc;
- 60.** Levantamento plani-altimétrico do terreno, localizando as construções, a fossa ou ponto de lançamento, o norte, a direção do ponto mais alto para o ponto mais baixo da propriedade, poços, galerias, vegetação, corpos d'água, etc.

**F - BUSINESS DILIGENCE**

61. Contratos de locação com seus respectivos aditivos;
62. Apólices de Seguro;
63. Histórico de recebimento de todas as locações (efetivo recebimento em conta corrente da Proprietária);
64. Histórico de despesas condominiais e IPTU do imóvel e seu rateio aos locatários;
65. Contratos firmados com administradora de condomínio e/ou outros relacionados à manutenção e infra-estrutura do Imóvel;
66. Projeto Arquitetônico, cópias das plantas do projeto arquitetônico (preferencialmente em arquivo CAD, se houver).
67. cópia autenticada do CND/INSS da obra, se for o caso;
68. “HABITE-SE” E CND-INSS - Apenas na hipótese de a construção ter sido concluída ou aumentada, após 21/11/66, e ainda não averbada junto à matrícula correspondente, apresentar Certificado de Conclusão (“Habite-se”) e CND-INSS da obra, assim como a matrícula do imóvel com a respectiva averbação.
69. Plantas aprovadas pela Prefeitura.