



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Guilherme dos Reis Santos

UMA ANÁLISE SOBRE OS 30 ANOS DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS NO BRASIL:
DOS AVANÇOS NO MARCO REGULATÓRIO À CONSOLIDAÇÃO DO SETOR

Rio de Janeiro

2023

Guilherme dos Reis Santos

UMA ANÁLISE SOBRE OS 30 ANOS DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS NO BRASIL:
DOS AVANÇOS NO MARCO REGULATÓRIO À CONSOLIDAÇÃO DO SETOR

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao
Instituto de Economia da Universidade Federal do
Rio de Janeiro como exigência para obtenção do
título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Professor Dr. NORBERTO
MONTANI MARTINS.

Rio de Janeiro

2023

CIP - Catalogação na Publicação

S237a SANTOS, GUILHERME DOS REIS
UMA ANÁLISE SOBRE OS 30 ANOS DOS FUNDOS
IMOBILIÁRIOS NO BRASIL: DOS AVANÇOS NO MARCO
REGULATÓRIO À CONSOLIDAÇÃO DO SETOR / GUILHERME DOS
REIS SANTOS. -- Rio de Janeiro, 2023.
51 f.

Orientador: NORBERTO MONTANI MARTINS.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto
de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2023.

1. Finanças. 2. Produção Imobiliária. 3. Fundo de
Investimento Imobiliário. I. MARTINS, NORBERTO
MONTANI , orient. II. Título.

GUILHERME DOS REIS SANTOS

UMA ANÁLISE SOBRE OS 30 ANOS DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS NO
BRASIL: DOS AVANÇOS NO MARCO REGULATÓRIO À CONSOLIDAÇÃO DO
SETOR

Trabalho de conclusão de curso
apresentado ao Instituto de Economia da
Universidade Federal do Rio de Janeiro,
como requisito para a obtenção do título
de Bacharel em Ciências Econômicas.

Rio de Janeiro, 21/08/2023.

NORBERTO MONTANI MARTINS - Presidente
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

GABRIEL MARTINS DA SILVA PORTO
Mestre em Economia pela UFRJ

MORGANA TOLENTINO CARDOSO
Mestra em Ciências Econômicas pela UERJ

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de agradecer a Deus por todo o Seu amor e cuidado comigo durante todo esse período em que estive na graduação, ensinando-me as lições mais desafiadoras da vida longe de casa, de familiares e amigos. Ele é meu maior e melhor amigo.

Aos meus familiares e amigos mais próximos, que foram de extrema importância para que eu pudesse chegar a este momento, gostaria de compartilhar a minha felicidade com todos, tanto aqueles que já não estão mais presentes em minha vida quanto aqueles que compartilham diariamente suas vidas comigo. Meu carinho e amor por todos vocês.

Aos meus professores, dedico o meu mais sincero agradecimento. Mesmo diante das dificuldades que o ensino gratuito e de qualidade enfrenta no país, todos vocês têm prestado um trabalho dedicado, zeloso e amoroso na importante missão de formar os agentes atuantes no mundo. Em especial ao Prof. Dr. Norberto Montani Martins, que dedicou sua atenção tanto como professor em sala de aula quanto como orientador na elaboração e conclusão deste trabalho, sempre me atendendo da melhor forma possível.

Aos meus colegas de trabalho, que estiveram comigo na maior parte da minha graduação e colaboraram para que esse sonho se tornasse possível, deixo os meus mais sinceros votos de agradecimento. A toda a equipe da Arbitral Finance do Brasil e a Beta AI, em especial gostaria de mencionar Vanessa de Lira Bitencourt e Juliana Pontes de Sousa.

Por fim, e não menos importante, expresso o meu apreço por toda a comunidade da UFRJ, na qual destaco os servidores, funcionários e empresas que prestam e prestaram atendimento durante momentos de grande estresse, como foi durante a pandemia do COVID-19. Nesse período, foram feitos os maiores esforços para que a educação alcançasse até mesmo os mais necessitados de recursos, bem como em momentos de severas restrições orçamentárias. Vocês são extremamente importantes, e deixo o meu mais sincero agradecimento em nome da minha família por terem colaborado na realização desse sonho e na manutenção dessa instituição. Torço constantemente pelo seu sucesso em promover uma sociedade justa, democrática e igualitária.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar o processo de desenvolvimento do mercado de fundos de investimento imobiliário no Brasil ao longo dos 30 anos de sua existência completados em junho de 2023. Procurou-se traçar um panorama histórico com os principais fatos que corroboraram para que a partir de 2018 esse tipo de fundo se tornasse popular entre os investidores. A partir da apresentação das mudanças regulatórias tanto na legislação brasileira de mercados mobiliários e, conseqüentemente, dos marcos regulatórios dos FIIs, buscou-se examinar os efeitos da legislação sobre os FIIs no mercado de capitais, bem como o seu comportamento diante das fases que se desdobraram de acordo com o nível de atividade econômica do Brasil e do Mundo. Nesse sentido, foi possível verificar um crescimento vertiginoso no número de investidores pessoas físicas, volume negociado, quantidade de fundos em atividade, evolução do mercado primário e secundário etc, a partir de 2018. As conclusões indicaram a importância dos FIIs na sociedade brasileira, sobretudo para o setor da construção civil ao se tornar uma forma de captação de recursos que incentivou a retomada da atividade e para investidores que buscam diversificar o seu portfólio em ativos relacionados ao *Real Estate*.

Palavras-chave: Finanças; Produção Imobiliária; Fundo de Investimento Imobiliário.

ABSTRACT

The present work aims to analyze the development process of the Real Estate Investment Funds market in Brazil over the 30 years of its existence, completed in June 2023. A historical overview was sought, highlighting the key events that contributed to the popularity of this type of fund among investors starting in 2018. By presenting the regulatory changes in the Brazilian securities market legislation and consequently in the regulatory framework of Real Estate Investment Funds, the effects of these regulations on the capital market and their behavior in response to the different phases of Brazil and the world's economic activity were examined. In this sense, it was possible to observe a remarkable growth in the number of individual investors, trading volume, quantity of active funds, evolution of the primary and secondary markets starting from 2018. The conclusions highlighted the importance of Real Estate Investment Funds in Brazilian society, especially for the construction sector, as they became a means of raising capital that encouraged the revival of the activity and for investors seeking to diversify their portfolios with Real Estate-related assets.

Keywords: Finance; Real Estate Production; Real Estate Investment Fund.

Lista de Tabelas

TABELA 1 – LISTAGEM DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS EM DEZEMBRO DE 2008.....	33
TABELA 2 – HISTÓRICO DE OFERTAS DE FUNDOS IMOBILIÁRIOS (1998-2008)	35
TABELA 3 - PATRIMÔNIO LÍQUIDO (PL) DO SETOR DE FUNDOS POR TIPO (EM %) (2007-2013)...	37
TABELA 4 – RETORNO POR CLASSE DE ATIVO EM 2019.....	42

Lista de Figuras

FIGURA 1 - DISTRIBUIÇÃO DE RECURSOS PELO BNH	14
FIGURA 2- FLUXOGRAMA COM A CRONOLOGIA DA LEGISLAÇÃO RELACIONADAS À FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.....	28
FIGURA 3 - TAXA SELIC X IFIX (2011 ATÉ 2022)	37
FIGURA 4 - EVOLUÇÃO DO VOLUME (R\$ BILHÕES) E NÚMERO DE NEGÓCIOS (MILHÕES) (2016-2021).....	42
FIGURA 5 - DESEMPENHO DO IFIX EM 2020	43

Lista de Gráficos

GRÁFICO 1 – VOLUME ANUAL E MÉDIA DIÁRIA DE NEGOCIAÇÃO NA B3 (2012 – 2018).....	40
GRÁFICO 2 - EVOLUÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO E VALOR DE MERCADO (R\$ BILHÕES) (2022)	44
GRÁFICO 3 - EVOLUÇÃO DO NÚMERO E VOLUME DE OFERTAS (ICVM 400) (2015 – 2022)	44

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BNH - Banco Nacional de Habitação

CCI - Cédula de Crédito Imobiliário

CEF - Caixa Econômica Federal

CEPAC - Certificados de Potencial Adicional de Construção

CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliários

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

FCVS - Fundo de Compensação de Variações Salariais

FGTS - Fundo de Garantia por Tempo de Serviço

FIDC - Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

FII - Fundo de Investimento Imobiliário

GGE - Grandes Grupos Econômicos

IFIX - Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários

LCI - Letra de Crédito Imobiliário

LH - Letra Hipotecária

LIG - Letra Imobiliárias Garantidas

OPA - Oferta Públicas de Aquisição

PFL - Partido da Frente Liberal

PLANHAP - Plano Nacional de Habitação Popular

PSDB - Partido da Social Democracia Brasileira

REIT - Real Estate Investment Trust

SBPE - Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

SCI - Sociedades de Crédito Imobiliário

SECOVI - Sindicato das Empresas de Compra, Venda, Locação ou Administração de Imóveis Residenciais ou Comerciais

SFH - Sistema Financeiro da Habitacional

SFI - Sistema Financeiro Imobiliário

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	9
 CAPÍTULO 1. A CRIAÇÃO E ESTRUTURAÇÃO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL	 11
1.1.A importância da regulação financeira e a modulação dos mercados de capitais	11
1.2.Panorama histórico antecedente da criação dos FIIs	13
1.3.O esforço do setor privado na elaboração de uma fonte de crédito no mercado imobiliário	15
 CAPÍTULO 2. FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO: LEGISLAÇÃO E CARACTERÍSTICAS	 17
2.1. A demanda por financiamento mais barato.....	17
2.2. Antecedentes e a construção da legislação dos FIIs	18
2.3. A legislação dos FIIs.....	19
2.4. A regulamentação da CVM	21
2.4.1. Regulação complementar até 2008.....	22
2.5. As características atuais dos FIIs	26
 CAPÍTULO 3. O DESENVOLVIMENTO DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS NO BRASIL (1993-2022)	 30
3.1. Primeira fase: do primeiro fundo à maturação da legislação e mercado de capitais brasileiro (1994-2008)	32
3.2. Segunda fase: do marco regulatório de 2008 ao emergente crescimento (2009-2018).....	36
3.3. Terceira fase: Popularização do mercado de fundos imobiliários (2019-2022)	40
3.4. Síntese.....	45
 4. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	 46
REFERÊNCIAS	48
Anexo A – Emenda 001 PL nº 2.204/1991	51

INTRODUÇÃO

O Fundo de Investimento Imobiliário (FII) foi criado no Brasil no início da década de 1990 com o objetivo de ser um mecanismo capaz de reanimar o financiamento privado da construção civil. Devido à recessão econômica enfrentada pelo país nos anos 1980, as linhas de crédito para esse setor tornaram-se inviáveis, a ponto de arruinar um sistema inteiro de financiamento (SCAGLIONE, 1993). Ao longo do seu desenvolvimento, com destaque para as mudanças regulatórias em 2008, os FIIs têm se tornado cada vez mais um instrumento de captação para o desenvolvimento do mercado imobiliário e de capitais.

Ao longo de sua história foram diversos os desafios para que hoje o mercado encontrasse estabilidade, apresentando uma curva de crescimento em diversos aspectos. Em junho de 2023, a quantidade de fundos imobiliários registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) passa dos 800, algo que estava fora da realidade em 2008, quando ainda não passava dos 50. É possível observar também um extraordinário crescimento do volume de mercado e patrimônio dessa classe de ativo e que, por isso, tem levantado grande interesse de especialistas do mercado financeiro, construção civil e outros.

O presente trabalho se enquadra na discussão dos principais pesquisadores que estudam a evolução dos fundos imobiliários ao longo de sua história. O objetivo geral do trabalho é apresentar um panorama geral do mercado de FIIs no Brasil, considerando desde suas características iniciais, quando o instrumento foi criado na década de 1990, até as transformações que ocorreram nos anos 2023. Mais especificamente, buscando-se compreender as fases das transformações pelas quais a indústria de FIIs passou e que resultaram em seu desenvolvimento até atingir a popularidade no mercado capitais atual. A hipótese do trabalho é que as mudanças na regulação dos FIIs e incentivos tributários foram capazes de induzir o aprofundamento desse mercado no Brasil no período analisado.

A metodologia empregada combina uma revisão de fontes secundárias, baseada principalmente em trabalhos acadêmicos, a análise de fontes primárias, baseada na legislação editada pelo Congresso Nacional e pela regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários, e a análise de estatísticas descritivas sobre o mercado de FIIs, divulgadas pela B3.

O trabalho se divide da seguinte forma. No primeiro capítulo, apresenta-se uma discussão teórica sobre a importância da regulação financeira e como Estado poder atuar como modelador dos mercados, além disso mostra-se um panorama geral dos fatos anteriores à criação dos FIIs, desde a criação de um sistema de financiamento habitacional e que, ao longo

do tempo, foi se transformando em fonte de crédito imobiliário para as famílias. Discute-se, ainda, a dinâmica de atuação e os fatos que culminaram no esgotamento do SFH, notadamente, a crise do petróleo em 1979 e a crise econômica brasileira ao longo dos anos de 1980, que levaram a uma retração do crédito para o setor imobiliário então gerido em grande parcela pelo Estado. Além disso, devido a falência desse sistema, discute-se a necessidade da junção de forças do setor privado para auxiliar na criação de fontes de captação de recursos que visassem a se tornar crédito com baixo custo capazes de financiar os projetos imobiliários de interesse privado.

No segundo capítulo, apresenta-se a legislação que compete aos FIIs. Nesse capítulo a análise foi dividida entre as legislações estabelecidas pelo governo federal, complementares e aquelas de cunho operacional, emitidas pela CVM. Expõe-se de forma cronológica as principais leis e instrumentos, demonstrando os pontos de cada um deles. Ao final do capítulo, é apresentado um fluxograma que sintetiza a evolução da regulação dos FIIs.

No capítulo terceiro, os efeitos das mudanças na legislação sobre o mercado de FIIs são identificados a partir do referencial estabelecido no capítulo anterior. Para isso, de forma descritiva, analisou-se a evolução no número de fundos; mercado primário e secundário; valor de mercado; quantidade e perfil dos tipos de investidores além de outras métricas. Ademais, para a melhor compreensão dos dados apresentados foi dividido em três fases que pega de 1994, quando é registrado o primeiro fundo, até 2022.

As considerações finais sintetizam os principais pontos do trabalho e discutem a validade da hipótese levantada nesta introdução.

CAPÍTULO 1. A CRIAÇÃO E ESTRUTURAÇÃO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL

1.1. A importância da regulação financeira e a modulação dos mercados de capitais

A regulação financeira tem a importante missão de moldar os mercados de capitais, a fim de criar mecanismos elementares para a sua atuação e o seu desenvolvimento. Geralmente, a decisão de regulamentar, parte do governo de um país e, muitas vezes, está atrelada a uma nova atividade econômica ou mudanças nas características de atuação de uma atividade já existente. Essas mudanças exigem atualizações para se enquadrarem aos moldes legais de uma soberania nacional e de atuação do mercado, contudo é necessária uma avaliação profissional para serem implementadas.

A regulamentação, por sua vez, está fundamentada por falhas apresentadas no mercado que acabam atrasando o desenvolvimento e a atuação de determinada atividade econômica. Nesse sentido, GOODHART (1998, p. 31), aponta que a atuação do setor público para combater as falhas de mercado, acontece por causa de três principais razões: “proteger os consumidores contra a exploração monopolista; proteger os clientes menos informados e; garantir a estabilidade sistêmica.”

Levando em consideração essas razões, o regulador tem como premissa o julgamento sobre o que é um custo e/ou benefício para a sociedade, pois o consumidor não tem essa capacidade de julgar qual a regulação necessária, o volume de regulamentação desejada e o *trade-off* pela escolha de mais ou menos regulação.

Portanto, a determinação de mais ou menos regulação, a possibilidade de ocorrência de falhas de mercado, custos e benefícios são importantes para levar em conta a criação de um sistema de regulação eficiente:

Regulation is always about making judgements and trade-offs, particularly when considering costs and benefits. For this reason, occasional regulatory lapses and failures must be regarded as the necessary cost of devising an effective system of regulation. GOODHART (2009, p. 44)

BRUNNEMEIER (2009), por sua vez, complementa a discussão sobre a regulação financeira. Ele destaca que, primeiramente, o regulador deve entender e verificar se os objetivos básicos da regulamentação financeira são válidos e atuais para uma determinada atividade econômica. Em seguida, o regulador precisa estudar se a estrutura do marco regulatório está

bem definida, para que os objetivos possam ser atingidos e, caso contrário, explorar uma nova estrutura a fim de mitigar as falhas de mercado existentes proporcionando melhores práticas de atuação.

De acordo com a visão minskyana, de funcionamento do sistema de mercado, o Estado atua como regulador do sistema, cujo elemento central é a economia capitalista. Para Minsky, o próprio capitalismo é um sistema financeiro, onde a dinâmica econômica vai se traduzir na forma como impacta os agentes econômicos e como esses agentes tomam suas decisões para sobreviverem nesse ambiente. Uma das várias colaborações de Minsky sobre a regulação financeira foi em considerar que o regulador deve estar atento as inovações, pois elas, assim que identificadas, deveriam ser avaliadas e testadas antes de serem incluídas no arcabouço regulatório:

Não seria demais exigir que toda inovação financeira também tivesse que ser previamente autorizada pelos reguladores [...] essas novas formas de combinação de direitos, obrigações e balanços precisariam ser claramente identificadas e ter suas consequências testadas por meio de modelos que simulem seus efeitos e suas consequências sobre os agentes, as instituições e os mercados. FILHO; MARTINS (2022, p. 101)

Com a apresentação dessas visões sobre a importância, formas e necessidades da regulação financeira, a análise que surge é como se dá a interação entre o setor público e privado. Qual o papel de cada um dos setores em conjunto da sociedade civil para criar valor e o progresso?

Ambos os setores devem atuar de forma conjunta. Segundo Mazzucato & Ryan-Collins (2022) ao setor público cabe a missão de corrigir as falhas de mercado definindo uma direção e propósito público para determinada atividade do setor privado, buscando formas de resolver os problemas na sociedade; ao setor privado, criar valor econômico através de técnicas de gerenciamento, pensamento estratégico e divisão do trabalho. Nesse sentido, os mercados são resultados da interação entre membros do setor público e privado.

1.2. Panorama histórico antecedente da criação dos FIIs

A criação tardia do sistema imobiliário brasileiro aconteceu por meio do Sistema Financeiro de Habitação (SFH), o Banco Nacional de Habitação (BNH) e as Sociedades de Crédito Imobiliário (SCI)¹. Esse sistema foi muito importante para impulsionar as fontes de crédito de cunho imobiliário no país. Contudo, com a crise do petróleo e da dívida externa no Brasil a partir de 1979, os anos seguintes foram marcados pelo esgotamento desse sistema e pelo aumento da dificuldade de acesso a crédito. A aceleração do processo inflacionário desestimulou o investimento e as operações de crédito que atendiam as demandas às camadas com diferentes níveis de renda.

No momento da concepção do SFH, houve um contexto de déficit de moradias para as famílias no Brasil. O sistema tinha, então, a missão de conceder crédito com fontes de recursos que vinham das poupanças do setor privado. Esses recursos seriam encaminhados parcialmente ao setor imobiliário através de créditos disponíveis. Buscava-se, com isso, uma forma de criar uma política que organizasse recursos privados trazendo rendimentos atrativos e com correção monetária, sem que esses onerassem os fundos públicos, mas sim criando uma tentativa de autossuficiência por meio do setor privado.

O BNH, que era a autarquia central do sistema, foi definido como o agente que organizaria os recursos captados via caderneta de poupança e recolhimento compulsório de 1% do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) pago pelos empregadores (SCAGLIONE, 1993, p. 153). Além disso, o banco era responsável por realizar o levantamento dos custos de operação e atuar como responsável pelo repasse desses recursos aos projetos no campo habitacional. Em 1967, foi criado um braço do BNH, o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), que serviria para trazer segurança nos contratos de longo prazo, na compensação caso os valores se descolassem entre as prestações e saldos devedores.

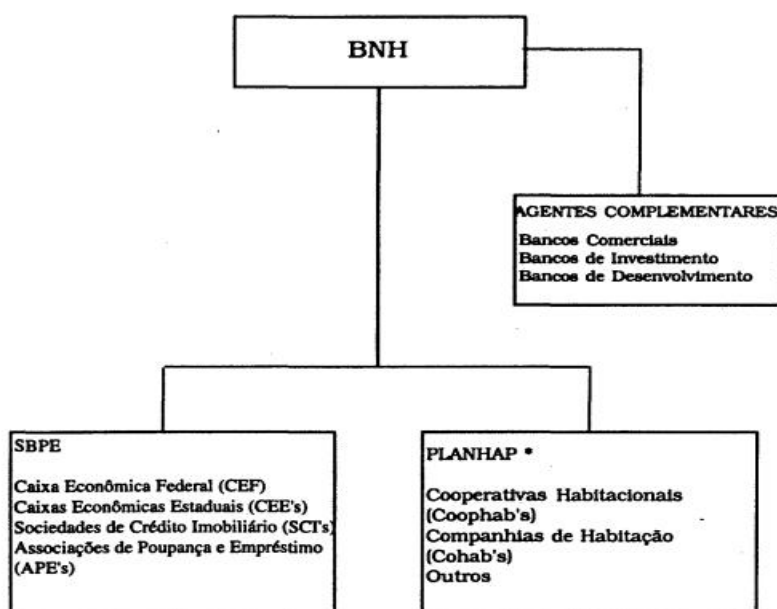
Nesse sentido, de acordo com SCAGLIONE (1993), o SFH/BNH pode ser analisado em algumas fases. Entre o 1964 até 1970, quando acontece o momento positivo de sua composição, a gestão de recursos que vinha das cadernetas de poupança e do FGTS crescia, com destaque para esse último. Ao passo que a economia se desenvolvia, crescendo o nível do emprego e dos salários, consequentemente, os recursos administrados aumentavam. Portanto, o BNH administrava os recursos do FGTS, administrava as operações financeiras do SFH e as

¹ Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964.

instituições que faziam parte tanto do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e do Plano Nacional de Habitação Popular (PLANHAP).

É importante destacar que esse grande sistema contemplava projetos de acordo com os níveis de renda e tipos de mercado, estratificando entre mercado popular (famílias com renda mensal de até 3 salários-mínimos); mercado econômico (famílias com renda mensal entre 3 à 6 salários mínimos); mercado médio (famílias com renda mensal entre 6 à 8 salários mínimos); e mercado coberto pelo SBPE (famílias com renda superior à 8 salários mínimos). Nesse sentido, o sistema organizava tanto o segmento popular como o mercado de interesse conjuntamente:

Figura 1 - Distribuição de recursos pelo BNH



Fonte: Scaglione (1993)

Numa fase seguinte, a partir da crise do petróleo em 1979 e da dívida externa do Brasil que percorre por toda a década de 1980, algumas condicionantes culminaram para o pior momento da história do setor imobiliário, dentre elas o aumento da inflação, a impossibilidade de correção monetária - que trouxe diferenças no ajustamento dos contratos - e os sucessivos planos de estabilização econômica fracassados que esgotaram o sistema.

Diante desse cenário, ao longo dos anos 1980, o sistema acabou se desarticulando o que resultou em uma crise do financiamento do setor imobiliário. De acordo com Scaglione (1993, p. 90), “a frágil estrutura operacional do SFH/BNH e as medidas inconsistentes adotadas, colaboraram para agravar o problema e praticamente atrofiaram os mecanismos de financiamento habitacional.” Ainda é possível considerar que a falência do SFH, dada pela falta

de estabilidade, feriu os princípios de sua criação como a (i) isonomia da correção monetária; (ii) correspondência da correção com os ativos financeiros; e (iii) operação com estabilidade econômica.

Esses fatores foram relevantes para a extinção do BNH durante o governo de José Sarney, em 1986 e suas funções foram distribuídas à Caixa Econômica Federal (CEF), ao Banco Central do Brasil e ao Ministério da Fazenda. Adicionalmente, com as medidas tomadas pelo governo seguinte, de Fernando Collor de Mello, onde os recursos vindos das cadernetas de poupança, que era uma das principais fontes de recursos foram bloqueados, o sistema colapsou completamente. Portanto, esse sistema não era capaz de atender tanto demandas do mercado como, principalmente, as demandas das famílias de baixa renda, pois, diante de cenários de aceleração da inflação e queda da renda das pessoas, a captação dos recursos era profundamente afetada. No cenário dos anos 1980 e início dos anos 1990 isso ficou evidente, justamente pelo fato da existência de instabilidade econômica durante este período.

Com isso, os agentes de mercado buscaram alternativas para o cenário desafiador do crédito imobiliário no Brasil. Estruturalmente, ao final da década de 1990 o setor imobiliário passa por uma importante modificação em sua estrutura com a criação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) em 1997, que trará maior segurança e credibilidade para o setor. Por outro lado, o mercado de capitais, com o objetivo de ofertar produtos para investidores com perfil de renda mais alta, buscou alternativas de captação de recursos para o financiamento de projetos de alto padrão que visassem no longo prazo rentabilidade constante e no desenvolvimento dos centros urbanos, sem a necessidade de crédito direto de bancos privados e públicos, dadas as condições caras do valor do dinheiro para tomada de crédito.

1.3. O esforço do setor privado na elaboração de uma fonte de crédito no mercado imobiliário

Os esforços do setor privado, que, no início dos anos 1990, envolvia, o setor imobiliário e as entidades integrantes do mercado de capitais, tinham por objetivo criar formas de captação de recursos que permitissem a retomada das atividades imobiliárias - que à época estagnadas pela falta de recursos.

Com a assinatura do Projeto de Lei nº 2.204/1991, que tratou sobre a criação dos FIIs, por parte do ex-presidente Fernando Collor de Mello, representantes das empresas de empreendimentos imobiliários e do setor financeiro se reuniram em novembro do mesmo ano

no Sindicato das Empresas de Compra, Venda, Locação ou Administração de Imóveis Residenciais ou Comerciais (SECOVI), em São Paulo, para formar uma comissão de estudos para a análise da criação dos fundos imobiliários. Seu papel foi de extrema importância, não apenas por reunir autoridades no assunto, mas pela atuação ainda durante a tramitação do projeto de lei na câmara dos deputados (trabalhado com mais detalhes no capítulo seguinte dedicado à legislação) para apresentação de emendas parlamentares que moldaram o texto original.

O grupo de estudos visava auxiliar na criação de uma nova fonte de captação no Brasil, semelhante ao modelo de mercado americano de *Real Estate*.

Esse novo instrumento serviria como uma possibilidade de parceria ativa entre setores da construção civil e do mercado de capitais, pois poderia unificar investidores, pessoas físicas e jurídicas dos mais variados portes, por meio de uma forma de aplicação de seus recursos em investimentos lastreados em ativos reais, no caso os imóveis. Esses fundos seriam a comunhão de recursos de investidores para a construção ou compra de imóveis que serviriam para geração de renda no longo prazo através do pagamento de dividendos oriundos dos rendimentos que o fundo conseguisse alcançar.

A barreira maior estava na dificuldade de financiamento e captação de recursos e, conseqüentemente, na atuação dessas entidades. Contudo, era necessário o amadurecimento da legislação sobre o assunto para que acontecesse a criação efetiva dos primeiros fundos imobiliários no país. Isso só foi acontecer em 1994, após dois anos de tramitação no congresso nacional e mais seis meses da elaboração da instrução pela CVM.

Portanto, diante das dificuldades econômicas que a economia brasileira passou, principalmente, durante a década de 1980 e início dos anos 1990, o acesso ao crédito imobiliário se tornara algo muito difícil justamente pelo elevado custo do dinheiro na época. Nesse sentido, as entidades ligadas ao setor da construção civil e do mercado de capitais se juntam para auxiliar na formação da legislação que tornasse os fundos de investimento imobiliário uma realidade no Brasil, dado o sucesso observado nos mercados internacionais, sobretudo no mercado americano. Além disso, os FIIs seriam uma forma de captação de recursos inteiramente movida pelo setor privado, algo que outrora era feito pelo Estado.

CAPÍTULO 2. FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO: LEGISLAÇÃO E CARACTERÍSTICAS

2.1. A demanda por financiamento mais barato

O mercado financeiro por muitas vezes teve e ainda tem a importante característica de financiar uma determinada atividade econômica e, nesse sentido, há hoje uma diversificada gama de produtos nos mais variados canais dos sistemas financeiros brasileiro e no exterior como alternativa de acesso ao crédito. Contudo, como destacado no capítulo anterior, nem sempre foi assim.

Vimos que o setor imobiliário sofreu nos anos 1980 em grande medida por causa da crise econômica que resultou na dificuldade de acesso ao crédito saudável para o investimento do setor. Por isso, o mercado demandava linhas para o investimento que fossem mais rentáveis. Com o intuito de poder caminhar com as próprias pernas, o governo iniciou em meados de 1991 o processo de criação dos fundos de investimento imobiliário (FIIs) na Comissão de Viação, Transportes, Desenvolvimento Urbano e Interior da câmara dos deputados federais².

Neste capítulo, serão abordados os eventos antecedentes à legislação que criou os FIIs³, as alterações que ela sofreu após entrar em vigor, a criação do marco regulatório pela CVM e suas modificações indicando ao final do capítulo uma linha temporal acerca da regulação dos FIIs ao longo dos trinta anos de sua existência.

Nesse sentido, as seções a seguir estão divididas em mais quatro partes que tentarão elucidar os momentos cruciais para chegarmos na regulação atual sem entrar necessariamente nos detalhes da matéria de cada lei ou instrução emitidas pela CVM, mas esclarecer de forma geral os principais pontos para que no final deste capítulo possamos descrever as principais características dos FIIs.

A seção 2.2. irá abordar o ambiente no âmbito das expectativas do setor público e privado, bem como os detalhes em relação ao Projeto de Lei até o seu texto final. A seção 2.3 irá analisar os principais pontos do texto da legislação de 1993. A seção 2.4 terá como foco as instruções emitidas pela CVM para regulamentação dos FIIs, em especial, as mudanças mais recentes, que refletem os avanços no mercado de capitais brasileiro. Por fim, e não menos importante, na seção 2.5. discutirá as características dos FIIs atualmente e apresentará um fluxograma com a cronologia das regulações desses veículos.

² Projeto de Lei nº 2.204, de 1991.

³ Lei nº 8.668, de 1993.

2.2. Antecedentes e a construção da legislação dos FIIs

Apesar da Lei que criou os FIIs ter sido promulgada em junho de 1993, faz-se necessário uma breve consideração sobre os anos anteriores de sua aprovação, partindo do projeto de 1991 que dispunha “sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário” (BRASIL, 1991, p.1). O texto base destacava a autorização, a constituição dos FIIs e os caracterizava como a “comunhão de recursos destinados à aplicação em imóveis e empreendimentos imobiliários em geral”. Essa pode ser considerada uma primeira e geral definição do que viriam a se tornar os fundos imobiliários.

No documento de Exposição de Motivos do Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento encaminhado à deliberação da Câmara dos Deputados indicava-se umas das prerrogativas da dinâmica de criação dos FIIs:

Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) constituir-se-ão, sem personalidade jurídica, mediante a captação destinados à aplicação em imóveis e em empreendimentos imobiliários localizados no território nacional. A sua gestão caberá a instituição administradora, previamente autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários, que deterá a propriedade fiduciária dos bens que vierem a ser adquiridos pelos FII, para a realização dos seus objetivos. (BRASIL, 1991, p.1)

Ainda nesse documento, registrava-se que uma das expectativas positivas era sobre a captação de recursos para desafogar a necessidade de recursos públicos que financiavam o setor da construção civil, setor esse que passou por dificuldades diante da crise econômica nos anos 1980 e o elevado custo do dinheiro à época, como descrito no capítulo anterior:

Os Fundos de Investimento Imobiliário certamente representarão instrumento importante para a captação de recursos, mesmo externos, para o mercado imobiliário, podendo-se prever que o seu êxito importará redução da necessidade de recursos públicos para o setor da construção civil. (BRASIL, 1991, p.7)

Makyama (1992, p.49) aponta que o setor privado também tinha grandes expectativas de destinação de recursos para o mercado de fundos imobiliários, que seriam, originalmente, vindos dos fundos de pensão caso o mercado tivesse êxito. Estimava-se que a destinação seria de cerca de US\$3,6 bilhões, que representava 18% do total dos recursos sob gestão de fundos de pensão no país e uma luz de esperança para a reativar os empreendimentos da construção civil.

Essa expectativa em torno da apreciação do texto do projeto na Câmara era aguardada por todos envolvidos nesse assunto. No segundo semestre de 1992, havia uma comoção para que o projeto andasse, ao passo que o Deputado Antonio Carlos Mendes Thame (PSDB) fez requerimento de urgência para apreciação do texto, o que é acatado por quantidade considerável dos deputados, 263 ao total. Após mais ou menos um ano em tramitação depois do pedido do deputado, o texto final é aprovado, convertendo-se na Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993.

2.3. A legislação dos FIIs

O texto original da lei aprovada em 1993 conta com 22 artigos, dispondo sobre a constituição e o regime tributário dos FIIs.

Considera-se um fundo de investimento imobiliário, *a comunhão de captação de recursos que objetivam o investimento em empreendimentos imobiliários e sem personalidade jurídica* (BRASIL, 1993, Art. 1º).

Sua constituição é na forma de *condomínio fechado*, o que condiciona, durante o seu funcionamento, a proibição de resgate de cotas. Vale destacar neste ponto, a importante contribuição do Deputado Mussa Demeas (PFL), que, durante o período de apresentação de emendas parlamentares, fez representação alterando o texto inicial que considerava tanto o condomínio fechado como o aberto. Em sua justificação, cuja íntegra segue no anexo A, demonstra a preocupação com os riscos do condomínio aberto e, conseqüente, possibilidade de resgate de cotas que poderia causar instabilidade dos negócios e no coletivo dos investidores. Com isso, destaca:

A forma aberta de funcionamento desses Fundos, prevista no Projeto, pode provocar o aumento de risco dos investimentos. Isso pode afetar a sobrevivência do produto [...] no momento em que se trabalha pela recuperação do mercado, sobretudo com o resgate de credibilidade, é essencial que se tenha em mente estabilidade dos negócios e a proteção dos investidores. Atente-se para o fato de que é necessário rigoroso controle do fluxo de caixa face ao longo prazo dos negócios desses Fundos. Por tudo isso, propõe-se que os Fundos sejam constituídos exclusivamente sob forma de condomínio fechado, proibindo-se, em conseqüência, o resgate de quotas. (BRASIL, 1992, p. 2)

Em relação as cotas dos FIIs, elas são consideradas valores mobiliários, portanto, cabendo à CVM o órgão responsável para autorizar, fiscalizar e disciplinar o mercado de fundos imobiliários. Além disso, a gestão poderia ser através de banco múltiplo com carteira de investimento ou com carteira de crédito imobiliário, banco de investimento, sociedade de crédito imobiliário, sociedade corretora ou sociedade distribuidora de títulos e valores

mobiliários, ou outras entidades legalmente equiparadas, instituições essas que fossem liberadas de atuação pela CVM (BRASIL, 1993, Art. 5º).

Em relação aos ativos dos FIIs, os bens do administrador que atua como fiduciário devem ser separados dos bens e direitos adquiridos pelos fundos, o que garante a não comunicação dos bens e direitos da instituição administradora e os dos fundos. Neste caso, quando algum ativo do fundo fosse vendido, os recursos seriam parte do patrimônio do fundo e não do administrador. No artigo 12º, por sua vez, ficou estabelecida a proibição da instituição administradora quanto ao uso dos recursos dos fundos sobre sua fidúcia em relação, dentre outras coisas (BRASIL, 1993, Art. 12º).:

- I. conceder empréstimos, adiantar rendas futuras aos quotistas ou abrir créditos sob qualquer modalidade;
- II. prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer forma;
- III. aplicar no exterior recursos captados no País;
- IV. aplicar recursos na aquisição de quotas do próprio fundo;
- V. vender a prestação as quotas do fundo, admitida a divisão da emissão em séries;
- VI. prometer rendimento predeterminado aos quotistas;
- VII. realizar operações do fundo quando caracterizada situação de conflito de interesse entre o fundo e a instituição administradora, ou entre o fundo e o empreendedor.

Quando da ocorrência de renúncia do agente administrador, convoca-se uma assembleia para a determinação de um novo administrador. O fundo, necessariamente, deve ter um regulamento elaborado pela instituição administradora que esclareça, dentre outras coisas, a qualificação da instituição administradora, a política de investimento, os custos e despesas do fundo, os prazos de divulgação de informações aos cotistas e os critérios de subscrição, dentre outros pontos.

Em relação à questão da tributação, a legislação indicava, de forma geral, que os ganhos e rendimentos auferidos pelos fundos são isentos de imposto de renda, contudo, quando realizada a distribuição para os cotistas incidiria a alíquota de 25%, tributada diretamente na fonte.

A legislação deu o primeiro passo para que a CVM, órgão escolhido para a autorizar, fiscalizar e disciplinar o mercado de fundos imobiliários, desse sequência com o provimento da regulamentação específica e que seria necessária para a existência de fato dos FIIs no Brasil.

Com isso, após o conturbado ano de 1993 a CVM editou a regulamentação desses veículos seis meses depois da promulgação da Lei em janeiro de 1994.

2.4. A regulamentação da CVM

As Instruções nº 205 e 206, da CVM, representaram o caminho inicial em relação a regulação dos FIIs no Brasil. Apesar de terem sido revogadas por normativos posteriores⁴, cabe uma breve análise e registro.

A primeira Instrução, editada em janeiro de 1994, tratava da regulação necessária para estabelecer as questões operacionais dos fundos imobiliários, ou seja, as regras iniciais que deveriam constar tanto na minuta de inscrição e, posteriormente, no regulamento do fundo. Dentre os pontos importantes, Bacci (2022) destaca que os fundos imobiliários poderiam investir apenas em imóveis que estivessem em fase de construção ou que já tinham suas estruturas prontas. A segunda norma, por sua vez, era uma extensão da anterior, que funcionava em conjunto, tratando das normas relativas às demonstrações contábeis e delineava as diretrizes, dentre outras coisas, atinentes à prestação de informações sobre “publicações mínimas, demonstrações financeiras, balanço patrimonial e regras específicas de escrituração contábil” (BACCI, 2022, p.52).

Em 1996, a CVM modificou os prazos de divulgação das informações prestadas quanto a demonstrações financeiras, que passaram a ser divulgadas trimestralmente, ao invés de semestralmente⁵. A partir de então, a autarquia fez atualizações de forma espaçada em aspectos específicos da norma⁶, até que, em 2008, promoveu uma ampla revisão do arcabouço⁷. A nova norma determinou que os FIIs pudessem dispor de uma nova forma de composição, principalmente, por causa da ampliação dos investimentos que poderiam compor o portfólio do fundo, como: (i) Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI); (ii) Letra Hipotecária (LH); (iii) Letra de Crédito Imobiliário (LCI); e das leis que foram melhorando o mercado financeiro brasileiro.

⁴ Instruções CVM nº 472, de 2008, e nº 516, de 2011.

⁵ Instrução CVM nº 248, de 1996.

⁶ Instruções CVM nº 389, de 2003, nº 418, de 2005 e nº 455, de 2007.

⁷ Instrução CVM nº 472, de 2008.

2.4.1. Regulação complementar até 2008

A Instrução CVM nº 472, de 2008, é resultado das mudanças no setor financeiro e na legislação sobre o mercado imobiliário nacional. A norma está ainda em vigor, apesar de ter sido substancialmente modificada em 2015⁸.

Ela é resultado de diversas mudanças na legislação brasileira em torno do mercado de capitais. Nesse sentido, serão apresentados nessa subseção as principais leis e regulações que foram melhorando o mercado e propiciando o caminho para o crescimento do mercado de fundos imobiliários no Brasil, bem como do setor imobiliário como um todo.

Para isso, é necessário voltar ao ano de 1997.

O ano é marcado pela edição da lei que criou o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), haja vista a dificuldade de funcionamento do Sistema Financeiro da Habitacional (SFH)⁹. O SFI desancorou o mercado imobiliário, pois algumas ferramentas importantes foram criadas: “financiamento em condições de mercado, alienação fiduciária, as companhias securitizadoras, os CRIs.” (BACCI, 2022, p.53)

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) forneceram a possibilidade ao investidor de negociar em títulos de crédito as dívidas do mercado imobiliário indexadas a um determinado índice de referência, podendo ser remuneradas com juros como forma de execução dos direitos. Além disso, a securitização, vinculando os créditos imobiliários à emissão dos títulos de crédito, deu ainda mais sustentação para o mercado de CRI.

Na questão da alienação fiduciária, Bacci (2022) considera que houve uma melhora na condição de garantias e relação entre os agentes do financiamento, pois facilitou o acesso à garantias caso uma das partes não honrasse com os compromissos assumidos no contrato: liberdade de utilização do imóvel quando o devedor estiver pagando o financiamento, prazos reduzidos na questão de atrasos de pagamento do financiamento, que, caso não resolvidos, poderiam culminar na perda do imóvel indo à leilão em 63 dias, dentre outros dispositivos.

Dois anos depois, em 1999, há uma importante alteração na legislação do imposto sobre a renda, em que foi determinada a distribuição de 95% dos resultados dos FIIs aos seus cotistas¹⁰. Além disso, a legislação determinava que os fundos imobiliários eram tributados na fonte em 20% dos rendimentos distribuídos. De forma geral, essa lei foi muito importante, pois

⁸ Instrução CVM nº 571, de 2015.

⁹ Lei nº 9.514, de 1997.

¹⁰ Lei nº 9.779, de 1999.

determinou a distribuição dos rendimentos desses instrumentos, assim como é feito atualmente e caracteriza os FIIs como uma forma de renda passiva, ao passo que é possível gerar renda a partir dos rendimentos distribuídos.

Em 2004, a legislação traz inovações e incrementos ao SFI, fornecendo diretrizes e criando um regime tributário próprio para incorporações imobiliárias¹¹. Criou-se também a Letra de Crédito Imobiliário (LCI) e a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI). Ainda há importes mudanças no que diz respeito à tributação para as pessoas físicas em ativos de renda variável e renda fixa, com a introdução da isenção de imposto sobre o rendimento de instrumentos como o CRI, LH e LCI pela legislação¹². De acordo com Bacci (2022, p. 56):

Essa lei praticamente reescreve a base de tributação de investimentos de pessoas físicas em variadas classes de investimento de renda variável. Inclusive é essa lei que dá a atual redação a respeito da tributação/isenção de negociação de ações em bolsa de valores, além de isenções outras.

Em 2005, a legislação traz uma relevante modificação para o mercado de fundos imobiliários, ao isentar pessoas físicas sobre os rendimentos recebidos a partir desses veículos, desde que observadas determinadas características¹³:

Art. 125. O art. 3º da Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004, passa a vigorar com a seguinte redação:

Art. 3º Ficam isentos do imposto de renda:

III — na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, os rendimentos distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliários cujas quotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado.

Parágrafo único. O benefício disposto no inciso III do caput deste artigo:

I — será concedido somente nos casos em que o Fundo de Investimento Imobiliário possua, no mínimo, 50 (cinquenta) quotistas;

II — não será concedido ao quotista pessoa física titular de quotas que representem 10% (dez por cento) ou mais da totalidade das quotas emitidas pelo Fundo de Investimento Imobiliário ou cujas quotas lhe derem direito ao recebimento de rendimento superior a 10% (dez por cento) do total de rendimentos auferidos pelo fundo.

É a partir da isenção tributária que o produto FII começa a se popularizar para pessoas físicas. Com isso, vem à tona a necessidade de uma regulação que abarcasse toda as leis que modificaram o SFI e o setor imobiliário como um todo, com a criação de novos produtos (CRI,

¹¹ Lei nº 10.931, de 2004.

¹² Lei nº 11.033, de 2004.

¹³ Lei nº 11.196, de 2005.

CCI, LCI), isenções tributárias e outras mudanças advindas do âmbito do mercado de capitais. É nesse contexto que a CVM, em 2008, reformula a regulação dos FIIs.

2.4.2. O marco regulatório dos FIIs de 2008

O novo marco regulatório de 2008¹⁴ modificou substancialmente a estrutura dos FIIs. A nova Instrução flexibilizou as regras que regiam a constituição e o funcionamento através de algumas propostas que traziam mais à luz da realidade o mercado de FIIs quando comparado com mercados internacionais. O mais antigo e bem estruturado internacionalmente, por exemplo, é o REIT (Real Estate Investment Trust), também conhecido como mercado imobiliário americano, no qual o mercado brasileiro foi inspirado em sua criação, apesar de ter regras e estruturas diferentes (BARONI; BASTOS, 2018, p. 24).

Além disso, os FIIs eram até então considerados fundos cujo portfólio era composto por ativos físicos, ao que passam a poder compor suas carteiras com ativos financeiros como CRIs, LHs, LCIs, além de aplicar em cotas de outros fundos imobiliários. Nesse sentido, de acordo com Nakama (2022, p. 77), a “base de investimentos dos FIIs os diversificou e permitiu que um maior fluxo de capital pudesse integrar o instrumento. Dessa forma, surgiram os chamados fundos de ‘papel’ e os Fundos de Fundos (Fund of Funds, FoFs)”.

Os fundos imobiliários, com isso, se tornaram um investimento cada vez mais atrativo, em conjunto do que estava acontecendo no mercado de capitais. De acordo com Shimbo (2010, p. 124), cerca de 80% das Ofertas Públicas de Aquisição (OPA) eram do segmento da construção civil. Dentre elas, destacam-se, por exemplo, a Camargo Correa Desenvolvimento Imobiliário S.A., Agra Empreendimentos Imobiliários S.A., MRV Engenharia e Participações S. A., Construtora Tenda S.A. e outras. Além disso, a taxa de juros saiu de janeiro de 2006 de 18% a.a. para 11,25% a.a., conforme dados do Banco Central do Brasil. Esse cenário era totalmente diferente da experiência dos FII nos anos 1990.

De acordo com Nakama (2022, p.77-78), “os FIIs também passaram a beneficiar indiretamente as construtoras e incorporadoras ao se tornar um veículo capaz de absorver parte dos títulos securitizados cujo lastro está justamente em sua produção.” Esse movimento confere aos FIIs uma condição que beneficiou amplamente todo um mercado, pois com a implementação da legislação da isenção¹⁵ houve uma restauração das condições de participação de investidores institucionais através de novos tipos de fundos e dupla isenção tributária dos

¹⁴ Instrução CVM nº 472, de 2008.

¹⁵ Lei nº 12.024 de 2009

fundos de papéis e, para o investidor pessoa física, o estímulo para entrar na Bolsa de Valores diante do cenário de queda da taxa de juros e isenção tributária. Nesse sentido, de acordo com Bacci (2022, p.59):

[...] essa lei faz é deixar isento de IR os rendimentos e ganhos de capital que um FII tenha, ao manter e negociar Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), Letras de Crédito Imobiliário (LCI), letras hipotecárias (LH) e até mesmo rendimentos de cotas de outros fundos imobiliários (FII).

Além disso, com a isenção tributária para pessoas físicas na Bolsa de Valores, há durante esse período um aumento de investidores que buscassem esse tipo de mercado, como será mostrado no próximo capítulo.

Em 2011, foi a vez das normas contábeis dos FIIs serem atualizadas.¹⁶ Dentre as principais mudanças, aponta-se a caracterização mais fiel dos ativos de capital aberto que altera a disposição sobre o valor do bem do fundo, onde, à medida que ele entra na contabilidade do fundo, deve ser atualizado conforme valor de mercado, ao contrário do que era feito até o momento ao considerar o valor de custo. Isso foi importante, pois quando apresentado nas demonstrações contábeis, deveriam conter os detalhes sobre os ativos que detinha e atualizar os valores de custo para se aproximar com o valor negociado no mercado. Nesse sentido, o objetivo era proporcionar uma verossímil análise do patrimônio líquido (PL) do fundo tendo o real valor diante da sua cota (PL/cota) e os preços negociado em mercado. Com isso, a norma impôs aos administradores a necessidade de realizar uma melhor elaboração das demonstrações financeiras dos FIIs.

2.4.3. A atualização do marco regulatório em 2015

Em 2015, a CVM promoveu uma importante atualização do marco regulatório que rege a operação dos FIIs e os procedimentos relativos às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários no mercado primário e secundário¹⁷. Esta subseção apresenta, de maneira geral as características que foram alteradas em relação ao marco anterior, dentre as quais se destacam a forma de constituição, administração, oferta pública, distribuição de cotas, representação dos cotistas e divulgação de informações dos fundos.

Bacci (2022) define que o FII após ter regulamento aprovado pela CVM mediante pedido de um administrador autorizado, confere a ele o prazo de 10 dias úteis para aprovação. Contudo, o registro na CVM só acontece de fato quando o FII tem suas cotas subscritas, munido

¹⁶ Instrução CVM nº 516, de 2011.

¹⁷ Instrução CVM nº 571, de 2015.

de CNPJ, bem como após publicar o tipo de prazo de encerramento. Além disso, as cotas, quando na posse dos cotistas, não conferem ao seu detentor influir diretamente na gestão do ativo do fundo, sob responsabilidade do administrador e/ou gestor, e nem arcar diretamente com obrigações que o fundo venha a ter. Nesse sentido, manteve-se a ideia de condomínio fechado, onde as cotas são negociadas em mercado secundário, portanto, não permitindo o resgate de cotas previamente ao encerramento do fundo.

No que tange à emissão das cotas, deve ser realizada no âmbito nacional por instituições que façam parte do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários. É possível que a emissão possa ter mais de uma série com valor mínimo e, caso ele não seja alcançado, os recursos devem ser devolvidos e a liquidação do fundo deve ser executada.

Em relação ao regulamento do fundo, é elementar que conste a política do fundo que vai condicionar a forma que deve distribuir o seu patrimônio e, com isso, o classificando posteriormente, além de esclarecer a política de compra de bens e decisões que não estão sujeitas à votação via convocação de assembleia.

O administrador do fundo pode ser substituído caso ele renuncie ou seja destituído via aprovação em assembleia. No tocante à prestação de informações, o administrador, dentre outras coisas, deve prestar informações mensais até o 15º dia do mês sobre o valor do patrimônio líquido e a os ativos que compõem o fundo. Além disso, trimestralmente, deve informar com mais detalhes questões referentes aos ativos, como contratos de locação, detalhamento sobre obras (caso o fundo tenha ativos físicos), compra e vendas realizadas e relatórios que registrem os atos tomados em eventuais assembleias.

Em relação à base dos ativos que podem fazer parte do patrimônio de um FII, a norma de 2015 ampliou ainda mais o rol de aplicações desses veículos. Com a atualização, os FIIs passaram a poder investir em uma série de ativos além de CRI, LCI, LH e cotas de outros fundos imobiliários: Letras Imobiliárias Garantidas (LIG), ações, debêntures, bem como contratos, escrituras, opções de compra e outras atividades desde que sejam atividades relacionadas setor imobiliário.

2.5. As características atuais dos FIIs

Diante do exposto neste capítulo, podemos caracterizar o mercado de fundos de investimentos imobiliários.

Como coloca a B3 (2023), um fundo imobiliário é a comunhão dos recursos que tem como objetivo investimentos no mercado imobiliário que deve ser constituído por um administrador capaz de realizar a captação desses recursos vendendo cotas aos investidores¹⁸. Tais recursos devem ser destinados para bens e/ou ativos que sejam relacionados ao setor imobiliário como aquisição de imóveis rurais ou urbanos, construídos ou em construção, destinados a fins comerciais ou residenciais, bem como para a aquisição de títulos e valores mobiliários como cotas de outros FIIs, LCI, CRI, ações de companhias do setor imobiliário etc.

Todo FII deve ter regulamento destacando a sua política de investimento. Quando da aquisição de imóveis, a renda obtida pelo fundo será oriunda de locação, venda ou arrendamento caso o bem seja um ativo físico. No caso de títulos, a renda será oriunda de rendimentos distribuídos ao fundo ou pelo ágio ou deságio no momento de negociação de compra e venda desses ativos. Tais rendimentos são distribuídos de acordo com aviso prévio aos cotistas.

A constituição dos FIIs é na forma de condomínio fechado, não havendo possibilidade de resgate de cotas até que se alcance o prazo de duração do fundo. Geralmente, os FIIs têm prazo indeterminado. As cotas, contudo, podem ser negociadas em mercado secundário na bolsa de valores. Após negociadas, têm o prazo de D+2 úteis para liquidação.

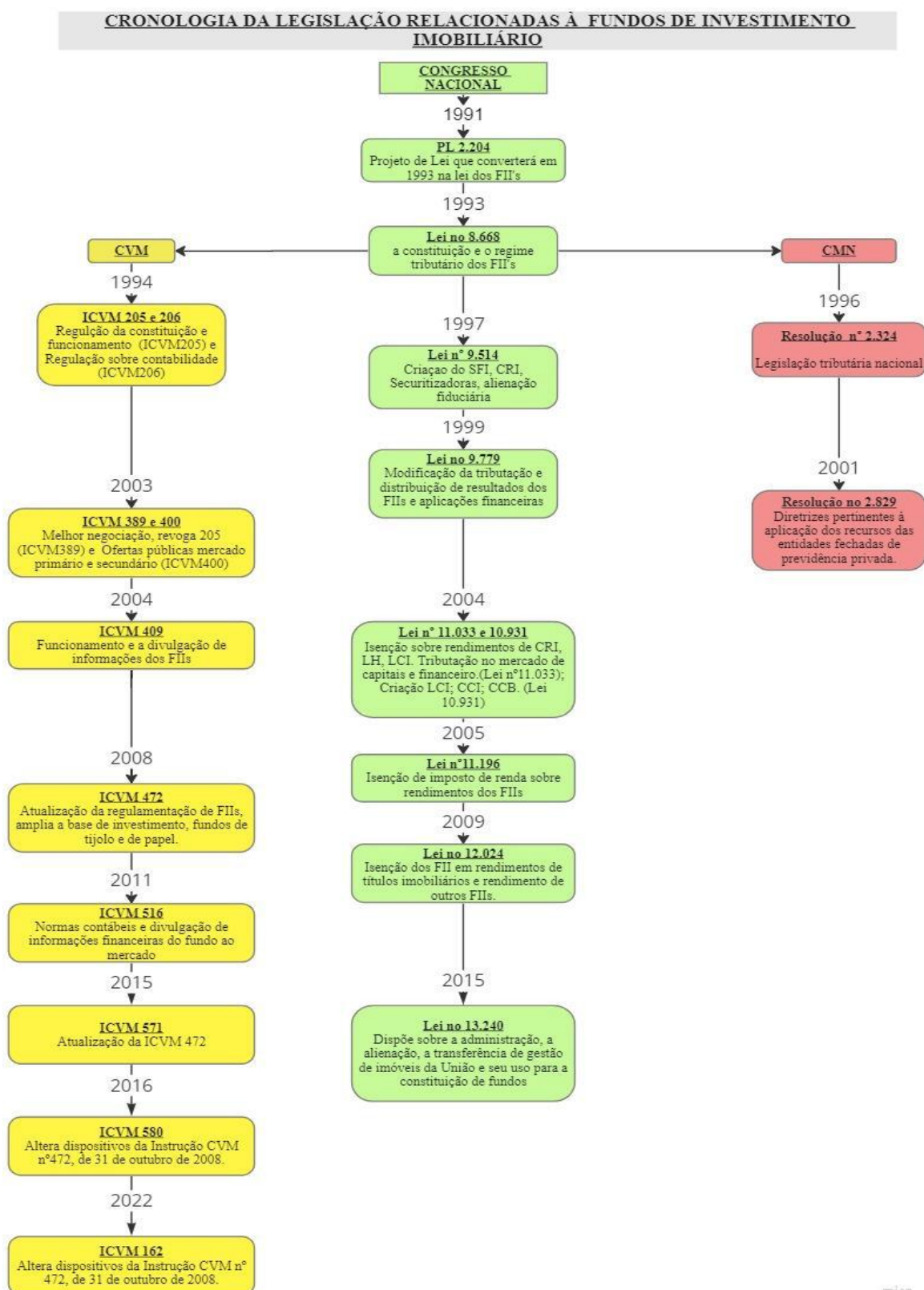
Com esses detalhes mais relevantes e que caracterizam as formas de constituição e funcionamento, podemos fazer uma cronologia das mudanças regulatórias que levaram o arcabouço até suas feições atuais¹⁹. A Figura 2 apresenta um fluxograma com detalhes das leis e regulamentações, sua data de publicação, o órgão responsável e o assunto tratado.

Ressalta-se, por fim, que, os fundos de investimento imobiliário representam uma forma do investidor poder ter um ativo relacionado ao mercado imobiliário sem de fato ter um imóvel. Um fundo de investimento pode ao mesmo tempo contemplar diversos tipos de mercados em um único fundo, ou seja, o investidor que possui uma cota de um fundo participa de um condomínio que compra participações ou até mesmo o espaço inteiro de shoppings center, hotéis, residências, escritórios, galpões logísticos, hospitais, escolas e até mesmo cemitérios.

¹⁸ Acessado em 23 de junho de 2023 no site B3 Fundos Imobiliários

¹⁹ Agosto de 2023, data de referência da apresentação do presente trabalho.

Figura 2- Fluxograma com a cronologia da legislação relacionadas à fundos de investimento imobiliário



Fonte: Elaboração própria com dados da CVM, CMN, Governo Federal e B3.

Nesse sentido, os fundos imobiliários podem ser divididos em cinco tipos²⁰: tijolo, papel, fundo de fundos, híbridos e de desenvolvimento. Os FIIs de tijolo são aqueles que possuem apenas imóveis e os seus ganhos estão atrelados à compra e/ou venda e aos rendimentos oriundos de aluguéis. Esses ativos abarcam escritórios, galpões logísticos, hotéis, shoppings centers, escolas, agências bancárias e outros que estejam discriminados no regulamento do fundo.

Os FIIs de papel, que também levam o nome de fundos de recebíveis imobiliários, são aqueles que podem investir somente em títulos relacionados ao mercado imobiliário, como LCIs, LHs, Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPACs), CRIs, Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs).

Os fundos de fundos são aqueles empenhados em apenas ter em sua composição cotas de outros fundos imobiliários. Esse tipo de fundo dá alternativa de diversificação das cotas em diversos segmentos do setor imobiliários através de fundos específicos na tipificação dos FIIs.

No que diz respeito aos fundos híbridos, como o próprio nome já diz, este tipo de FII mescla outros tipos de classificação de FIIs, podendo, mediante descrição na política de investimento do fundo em regulamento, ter mais de um tipo de FII em sua composição patrimonial.

Por fim e não menos importante, os FIIs de desenvolvimento relacionam investidores desde a fase de compra de terrenos para buscar lucros até a venda e/ou aluguel quando a obra estiver finalizada. Portanto, é um tipo de ativo que tem como objetivo investir em projetos imobiliários e nesse sentido, acaba, geralmente, concentrando mais riscos que os outros tipos de FII.

²⁰ Acessado em 23 de junho de 2023 no site Fiis

CAPÍTULO 3. O DESENVOLVIMENTO DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS NO BRASIL (1993-2022)

O objetivo deste capítulo é compreender como a indústria de fundos imobiliários se desenvolveu durante seus quase trinta anos de existência e quais os rumos que ela tende a seguir nos próximos anos diante de possíveis cenários analisando dados históricos sobre regulamentação, quantidade de investidores e fundos, volume e estoque do mercado, dentre outras métricas.

Segundo Baroni e Bastos (2018), a história dos FIIs no Brasil pode ser separada em quatro momentos distintos. A primeira fase começa a partir da promulgação da legislação de 1993, com a instituição dos fundos imobiliários. Nessa fase a construção e destinação dos fundos imobiliários se restringia comercialmente aos grandes investidores institucionais como, por exemplo, os fundos de pensão. Nesse período, o mercado enfrentava os desafios comerciais de um novo negócio, até então pouco explorado no cenário nacional, e que demandava financiamento. O primeiro FII, o Memorial Office (FMOF11), que existe até hoje, só conseguiu concluir sua captação inicial dois anos após o pedido de inscrição na CVM, feito em 1994. De acordo com Belleza (2022), um dos responsáveis pela estruturação do fundo mencionado, cerca de onze fundos de pensão subscreveram as cotas iniciais com o objetivo de construir um prédio comercial na cidade de São Paulo.

A segunda fase tem como marco o ano de 1999, no qual ocorre aprimoramento nas definições das regras de distribuição e tributação em especial, a partir de alterações sobre o imposto de renda para pessoas físicas que investissem nessa classe de ativo. No início dessa segunda fase, investidores pessoas físicas começaram a ser atraídos não apenas pela questão tributária, mas também pelas opções de fundos que tinham cotas de menor valor e que poderiam compor uma estratégia de diversificação de portfólio em imóveis. Um dos primeiros fundos voltados para o público pessoa física foi o FII Shopping Pátio Higienópolis (SHPH11), que começou com seiscentos investidores e quarenta milhões de reais de patrimônio, de acordo com depoimento de Politi (2021), um dos responsáveis pela elaboração do fundo.

A terceira fase começa a ganhar força a partir de 2006, pontuam Baroni e Bastos (2018), um ano depois da promulgação da lei que estabelecia a isenção de imposto de renda sobre rendimentos de fundos imobiliários para pessoas físicas. Essa nova regra despertou o interesse por aqueles que vislumbravam realizar gestão ativa. Gestores

profissionais e demais investidores observaram uma oportunidade em estruturar produtos com público alvo incluindo pessoas físicas, um caminho para pulverizar a composição dos detentores das cotas dos fundos e estimular o mercado secundário, incipiente até então.

A quarta fase, inicia-se em 2009, quando a mudança passa a ser na estrutura do produto FII, reflexo de melhores condições e experiência do setor imobiliário: o SFI e o CRI já tinham mais de dez anos de existência, além da LCI, criada em 2004 para viabilizar a captação dos bancos e, ser um instrumento de diversificação, que auxiliasse na captação de recursos financeiros para o fomento do mercado de empréstimo no setor imobiliário. Além disso, em 2008, é realizada audiência pública para construção de uma nova regra da CVM que entra em vigor no final do mesmo ano. Com a publicação dessa Instrução, o mercado de FIIs passa por um processo de modernização, pois até então o mercado de “FII se manteve relativamente incipiente ao longo de quase duas décadas ao se deparar com barreiras de diversas naturezas (regulatórias, fiscais etc.)” (NAKAMA, 2022, p. 13).

Baroni e Correa (2022) consideram que durante as fases um e dois, podem ser classificadas como partes da indústria 1.0: o perfil dos fundos era mais concentrado e restritivo, ou seja, estruturavam-se fundos de um único imóvel, também conhecidos como monoativos, visando a gestão passiva, portanto, “sem objetivo de continuar crescendo o portfólio ou de fazer grandes mudanças.” Até o final de 2008, o mercado era concentrado no que viria a ser chamado, de *fundos de tijolo*, seja por questões normativas ou pelas limitações do mercado como as até então jovens formas de captação do setor como os CRIs e LCIs, por exemplo.

Ao final de 2008, a CVM contabilizava o registro de 48 FIIs (NAKAMA; RUFINO, 2022). A modernização da regulação em 2008 foi um momento muito importante para o setor, que impulsionou o crescimento do mercado. Em especial, desde 2018, o mercado de FIIs vem apresentando números significativos de crescimento em vários indicadores, como o número de fundos registrados e listados na B3, a quantidade de investidores, o volume e a quantidade de negócios; o patrimônio líquido e valor de mercado. Ilustra-se: entre 2008 e 2022 houve um salto de 48 para mais de 805 fundos registrados na CVM²¹.

²¹ Dados coletados do relatório de fundos imobiliários da B3 de janeiro de 2023.

O presente capítulo se divide em três partes e irá analisar os dados atinentes ao mercado de fundos imobiliários de 1994 até o final de 2022, com base nas informações disponibilizadas pela B3, CVM, Anbima e outras fontes secundárias relacionadas ao assunto. A periodização será diferente da abordada nos parágrafos anteriores, muito embora a leve em consideração no ordenamento e evolução da indústria de FIIs no Brasil. Na primeira parte, será analisado o período da “indústria 1.0”, que compreende os anos de 1994 até 2008. Na segunda parte, será analisado o período de 2009 até 2018, quando as mudanças no marco regulatório começam a surtir efeito. Na terceira e última parte, que cobre os anos de 2019 até 2022, analisa-se o período de maior expansão do mercado em toda sua história.

3.1. Primeira fase: do primeiro fundo à maturação da legislação e mercado de capitais brasileiro (1994-2008)

A classificação em três períodos formula uma estratégia de metodologia na qual será possível identificar momentos importantes ao longo da história de fundos imobiliários no Brasil e que auxiliam no entendimento da consolidação do mercado de FII no mercado de capitais brasileiro. Algumas métricas serão observadas de forma descritiva tais como: o número de fundos; evolução do patrimônio líquido e valor de mercado; quantidade de investidores; volume do mercado à vista; participação por tipo de investidor e outras métricas necessárias.

Durante o período de 1994 à 2008, o número FIIs registrados na CVM sai de 1 para 48 FII (Nakama, 2022). Vale lembrar que durante este período, os fundos tinham a característica de serem majoritariamente de tijolo. O mercado era incipiente e a base de dados era insuficiente para uma avaliação apropriada. Melhores condições de divulgação de informações só vão acontecer, a partir de 2004.

De acordo com Botelho (2007), até 1999 os grandes investidores no incipiente mercado de fundos imobiliários eram compostos majoritariamente por fundos de pensão, como, por exemplo, a Previ, a Valia, a Petros e a Funcef, e outros investidores institucionais. Os valores das cotas dos FIIs eram elevados nessa época, o que não atraía os investidores de varejo. A partir de 1999, com a regra da distribuição de 95% dos resultados aos cotistas, buscou-se atrair pequenos e médios investidores através de fundos com cotas de valores unitários mais baixos, tornando o ativo uma alternativa de investimento indireto em imóveis.

De acordo com Amato (2009), os primeiros fundos com essa nova característica foram o FII Financial Center (compra de seis andares de edifício de escritórios em São Paulo, captando R\$36 milhões), em agosto de 1999, com 300 investidores, e o FII Shopping Pátio Higienópolis (adquiriu 25% do shopping que leva o mesmo nome, captando R\$40 milhões), com 600 investidores, em outubro do mesmo ano. Em 2001, o FII continental Square Faria Lima foi o primeiro fundo que adquiriu um empreendimento em fase de implantação captando R\$ 74 milhões.

No ano seguinte, em 2002, o papel das grandes instituições começou a ser visto quando o FII Almirante Barroso, estruturado pela Caixa Econômica Federal (CEF), captou R\$104,8 milhões, adquirindo um prédio com 30 andares no Rio de Janeiro. Esse foi o primeiro fundo que superou os dois mil cotistas - ao total foram 5.279 investidores, atraídos pelas ofertas feitas nas agências da CEF. Além desse, outro fundo que ficou marcado devido à pulverização na quantidade de clientes foi o FII Torre Almirante, que captou R\$104,7 milhões, divididos em 4.271 investidores. Em 2005, o Banco do Brasil estruturou e lançou o FII BB Progressivo, que captou R\$123,5 milhões, com esforços de divulgação nas agências do próprio banco; na relação dos 6.514, cotistas 5.870 eram pessoas físicas.

Amato (2009) ainda pontua que em dezembro de 2008 eram 76 fundos que operavam no mercado dos quais compunham o patrimônio de total de R\$ 3,87 bilhões de reais. Do total de fundos em operação destacava-se 19 (alguns citados anteriormente) que visavam o varejo através de investidores pessoas físicas de pequeno e médio porte. Esses fundos representavam aproximadamente 47% (R\$1,8 bilhões) do patrimônio total do mercado em dezembro de 2008. A Tabela 1 apresenta dados dos fundos (nome do fundo, administrador, data de referência, valor do PL(R\$) e número de cotas), os que estão com destaque são os fundos focados na captação do varejo para pessoas físicas.

Tabela 1 – Listagem dos Fundos Imobiliários em Dezembro de 2008

Nº	Razão social do fundo	Administrador	Patrimônio líquido	Nº de Cotas
1	ALDEIA DO VALE FII	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ -	1000000
2	BB FII PROGRESSIVO	CAIXA ECONOMICA FEDERAL	R\$ 124.323.627,91	130000
3	CSHG BRASIL SHOPPING FII	CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO CV S.A.	R\$ 59.642.371,78	60000
4	F ALPHAVILLE II	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 1.915.162,80	1200000
5	F BRASILIO MACHADO II	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 12.341.789,69	14000000
6	F FINANCIAL CENTER II	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 24.457.838,28	38810000
7	F FORTALEZA II	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 37.647.550,31	500000
8	F JK II	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 24.621.941,05	26218723
9	F SIGMA II	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 10.213.486,72	80000
10	FII ABC PLAZA SHOPPING	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 53.454.383,21	40000000

(continua)

Nº	Razão social do fundo	Administrador	Patrimônio líquido	Nº de Cotas
11	FII ANCAR IC	BANCO OUROINVEST SA	R\$ 43.663.649,94	109117
12	FII ARAUCÁRIAS	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	-R\$ 1.034.521,10	10000
13	FII BCO BBM BARRA FIRST CLASS	BANCO BBM SA	R\$ 1.897.684,57	469
14	FII BM ASSET	BANCO OUROINVEST SA	R\$ 495.650,00	5000
15	FII BR MALLS	OLIVEIRA TRUST DTVM SA	R\$ -	150000
16	FII BRASILIAN CAPITAL REAL ESTATE FUND	BANCO OUROINVEST SA	R\$ 412.881.475,18	4205000
17	FII CENTRO TEXTIL INTERNACIONAL	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 40.740.498,02	36319906
18	FII COMERCIAL PROGRESSIVO	BANCO OUROINVEST SA	R\$ 50.417,82	7400
19	FII COMERCIAL PROGRESSIVO II	BANCO OUROINVEST SA	R\$ 274.851.845,36	2976700
20	FII CONTINENTAL SQUARE FARIA LIMA	BR-CAPITAL DTVM SA	R\$ 60.856.760,06	69033500
21	FII CR2 JARDIM BOTÂNICO	BANCO CR2 SA	R\$ 2.166.398,70	35000
22	FII CR2 LARANJEIRAS	BANCO CR2 SA	R\$ 677.108,41	44720
23	FII CR2 RJZ II	BANCO CR2 SA	R\$ 394.031,80	38400
24	FII CR2 RJZ III	BANCO CR2 SA	R\$ 38.995,61	42000
25	FII ED ALMIRANTE BARROSO	BANCO OUROINVEST SA	R\$ 79.199.317,63	104800
26	FII EDIFÍCIO OUROINVEST	OLIVEIRA TRUST DTVM SA	R\$ 21.153.050,57	236000
27	FII EUROPAR	BANIF BANCO DE INVESTIMENTO (BRASIL)	R\$ 29.317.478,81	355000
28	FII EXCELLENCE	BANCO OUROINVEST SA	R\$ 498.100,00	5000
29	FII FATOR-RIO OFFICE PARK	BANCO FATOR SA	R\$ 74.015.061,89	135527
30	FII FCM	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	-R\$ 4.178.429,29	46971
31	FII GAFISA BCO BBM BAY VIEW RES SERV	BANCO BBM SA	R\$ 1.008.689,13	840
32	FII GAFISA BCO BBM INTERATIVE FLAT	BANCO BBM SA	R\$ 499.031,14	500
33	FII GEO GUARARAPES	BANCO SCHAHIN	R\$ 5.873.792,00	12583000
34	FII HERMES	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 47.717.676,76	54316
35	FII HOSPITAL DA CRIANÇA	BANCO OUROINVEST SA	R\$ 14.148.678,98	200000
36	FII HOTEL MAXINVEST	BANCO OUROINVEST SA	R\$ 60.585.186,30	655000
37	FII HYPER I	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	-R\$ 38.888,32	5000
38	FII MANHATTAN	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 19.908.376,95	106700
39	FII MEMORIAL OFFICE	COIN - DTVM LTDA	R\$ 51.485.873,49	508008
40	FII MISTRAL	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 33.372.499,77	8703994
41	FII NOSSA SENHORA DE LOURDES	BANCO OUROINVEST SA	R\$ 81.606.840,00	880000
42	FII NOVA MORADA	C & D DTVM LTDA	R\$ 9.480.787,29	66100
43	FII PANAMBY	BANCO BRASCAN SA	R\$ 296.875.222,65	758400
44	FII PATEO MOINHOS DE VENTO	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 61.092.477,98	233608
45	FII PATRIMONIAL I	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 7.819.663,93	73389
46	FII PATRIMONIAL II	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	-R\$ 50.000,00	100
47	FII PATRIMONIAL III	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 10.000,00	100
48	FII PATRIMONIAL IV	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 10.000,00	100
49	FII PENINSULA	BANCO OUROINVEST SA	-R\$ 166.143.454,59	69231
50	FII PHORBIS	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ -	36000
51	FII PREMIER REALITY	BANCO OUROINVEST SA	R\$ 58.126.709,63	776113
52	FII PROJ AGUA BRANCA	COIN - DTVM LTDA	R\$ 80.582.095,51	75000
53	FII PROPERTY	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 55.763.698,22	54000
54	FII PROPERTY INVEST	BANCO OUROINVEST SA	R\$ 23.168.027,27	234500
55	FII RB LOGÍSTICA	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 99.065.140,64	117127515
56	FII RODOBENS	BANCO OUROINVEST SA	R\$ 4.019.331,02	40000
57	FII SÃO FERNANDO	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 9.721.813,48	981472
58	FII SHOPPING PARQUE D PEDRO	BANCO OUROINVEST SA	R\$ 170.433.917,85	1916800
59	FII SHOPPING PATIO HIGIENOPOLIS	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 95.905.224,37	531000
60	FII SHOPPING WEST PLAZA	BANCO OUROINVEST SA	R\$ 94.339.872,74	959000
61	FII SUPERQUADRA 311 NORTE	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 2.738.261,00	279872
62	FII TORRE ALMIRANTE	BANCO OUROINVEST SA	R\$ 87.589.910,83	104700
63	FII TORRE NORTE	BANCO OUROINVEST SA	R\$ 392.815.340,60	3935562
64	FII TRES FIGUEIRAS	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ -	20000
65	FII TROPICAL	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 8.438.868,55	20041000
66	FII VEREDA	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 11.546.095,97	98352
67	FII VIA PARQUE SHOPPING	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 81.412.528,76	98352
68	FII VILLE DE FRANCE	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 1.850.825,43	1200
69	FP F ANDROMEDA FII	COIN VALORES CCVM LTDA	R\$ 120.665.740,21	1330000
70	GUANABARA FII	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 16.476.696,34	3000
71	HG REAL ESTATE FII	CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO CV S.A.	R\$ 82.924.565,22	80000
72	LAGRA FII	MOMENTO DTVM LTDA	R\$ 123.407.107,30	56701
73	LOGINVEST FII INDUSTRIAL	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 46.057.666,22	17100
74	MINAS INDUSTRIAL FII	RIO BRAVO INVESTIMENTOS DTVM LTDA	R\$ 94.502.319,71	5301000
75	OPPORTUNITY FII	BANCO OPPORTUNITY SA	R\$ 170.646.670,02	160640
76	SCP FII	BR-CAPITAL DTVM SA	R\$ 24.331.912,01	4200000
TOTAL:			R\$ 3.868.095.518,09	

Fonte: Amato (2009).

De 1998 a 2008, as ofertas primárias e secundárias de cotas de FIIs somaram 270 operações – sendo 260 primárias e 10 secundárias e movimentaram R\$ 5,2 bilhões (Tabela 2). Contudo, ao se verificar a evolução dessas emissões ao longo do tempo não é de interpretar um padrão de crescimento linear nas operações e nos volumes apresentados.

Tabela 2 – Histórico de ofertas de fundos imobiliários (1998-2008)

OFERTAS DE QUOTAS DE FUNDO IMOBILIÁRIO						
Ano	PRIMÁRIAS		SECUNDÁRIAS		TOTAL	
	Operações	Valor (R\$ mil)	Operações	Valor (R\$ mil)	Operações	Valor (R\$ mil)
1998	28	R\$ 615.351	0	R\$ -	28	R\$ 615.351
1999	15	R\$ 232.332	0	R\$ -	15	R\$ 232.332
2000	31	R\$ 129.463	1	R\$ 15.250	32	R\$ 144.713
2001	23	R\$ 511.721	4	R\$ 169.626	27	R\$ 681.347
2002	42	R\$ 1.024.547	1	R\$ 33.701	43	R\$ 1.058.248
2003	15	R\$ 280.959	0	R\$ -	15	R\$ 280.959
2004	31	R\$ 279.752	1	R\$ 123.500	32	R\$ 403.252
2005	8	R\$ 35.365	0	R\$ -	8	R\$ 35.365
2006	6	R\$ 80.362	2	R\$ 65.400	8	R\$ 145.762
2007	36	R\$ 1.029.807	0	R\$ -	36	R\$ 1.029.807
2008	25	R\$ 574.866	1	R\$ 42.000	26	R\$ 616.866
TOTAL	260	R\$ 4.794.525	10	R\$ 449.477	270	R\$ 5.244.002

Fonte: Amato (2009).

Além disso, cabe destacar que o patrimônio líquido do mercado de FIIs em dezembro de 2008 em relação ao total da indústria de fundos de investimentos era muito pequeno, cerca de 0,25%²². Nesse sentido, é possível observar que apesar de já terem, nessa primeira fase, completado 15 anos de existência, os FIIs não ocupavam espaço considerável, a indústria de fundos de investimento no Brasil. Alguns foram os fatores que condicionaram o mercado de fundos imobiliários aos patamares acima indicados e que dificultaram no processo do seu desenvolvimento. De acordo com SHIMBO (2010, p.102, apud. Botelho (2007))

a alta taxa de juros (que atrairiam [sic] os investidores para outros setores); a baixa valorização dos FIIs (diante do desinteresse dos grandes bancos e da desconfiança do investidor de varejo nesse mercado); a política restritiva do governo em relação aos fundos de pensão; e o fato de que, no Brasil, o FII corresponde a um único empreendimento e não a um conjunto deles (como ocorre nos Estados Unidos), aumentando o risco da operação.

²² Relacionando dados de Botelho (2009) e Ferreira (2015).

Nos períodos seguintes, esses pontos levantados por Shimbo (2010) serão vistos com mais detalhes justamente pelo melhoramento do mercado que parte da atualização da regulamentação e começa a movimentar o setor imobiliário para condições melhores do que as apresentadas até o momento. Na segunda fase, verifica-se uma diversificação de risco dos FIIs com a possibilidade dos fundos de papel, a queda na taxa de juros do período²³ (importante para o desempenho dos FII listados em bolsa) e consequente redução de risco do setor imobiliário.

3.2. Segunda fase: do marco regulatório de 2008 ao emergente crescimento (2009-2018)

A partir da atualização do marco regulatório dos FIIs pela CVM em 2008, o mercado de fundos imobiliários passou por uma modernização que esteve associada a um ascendente crescimento nas variáveis que caracterizam o mercado. A flexibilização na composição dos portfólios, com o aumento dos títulos relacionados ao setor imobiliários (CRI, LCI, LH etc.), resultou na criação de produtos mais abrangentes e de riscos mais variados em relação ao ocorrido no período anterior, em que os fundos concentravam seu patrimônio em imóveis prontos, em fase de projeto ou em construção. Além disso, melhores condições de tributação e da queda na taxa de juros no Brasil tornaram os FIIs cada vez mais populares. O mercado registrou um volume ascendente na quantidade de fundos registrados na CVM: de 2009 a 2018 o número total acumulado de registros sai de 57 para 342 fundos (NAKAMA, 2022).

Esses resultados envolvem a atuação de Grandes Grupos Econômicos (GGEs) que concentravam a administração e gestão dos fundos em bancos nacionais e que foram de extrema importante para o acesso e crescimento do mercado de FIIs no Brasil (Ferreira, 2015). Além disso, os bancos nacionais tiveram grande importância nesse período, perfazendo o papel de promoção e captação de investidores pessoas físicas para esse setor. De acordo com Ferreira (2015), apesar da crise financeira internacional de 2008 o setor de fundos cresceu de 2008 até 2013, com os fundos imobiliários apresentando crescimento médio de 20,5%. Além disso, com a redução da Selic de agosto de 2011 a outubro de 2012, o patrimônio líquido dos fundos se expandiu e foi inaugurado um momento de aquecimento do mercado de FIIs.

²³ De acordo com o Banco Central do Brasil em dez/2008 era de 29,21% a.a. e em dez/2018 6,4% a.a.

Contudo, a tendência do mercado sofreu uma reversão de 2013 a 2014, o aumento da taxa Selic e o baixo crescimento da construção civil influenciaram negativamente o desempenho do patrimônio líquido dos FIIs. As expectativas acerca da queda da taxa Selic só vão começar a reverter a partir de outubro de 2016 quando a taxa sai de 14,25% a.a. até o ciclo de queda colocar a taxa Selic na mínima de 2% a.a. permanecendo até março de 2021 nesse patamar.

Tabela 3 - Patrimônio líquido (PL) do setor de fundos por tipo (Em %) (2007-2013)

Período	Renda Fixa	Multimercado	Cambial	Ações	Previdência	Participações	Off Shore	Outros ¹	PL Total
dez/07	46,93	23,78	0,06	15,51	7,98	0	3,17	2,58	100
dez/08	48,75	23,65	0,07	10,18	9,89	1,4	2,11	3,94	100
dez/09	44,07	23,91	0,05	12,05	10,62	1,77	3,61	3,93	100
dez/10	43,41	24,15	0,05	11,47	11,02	2,55	3,52	3,84	100
dez/11	46,93	20,34	0,05	9,48	11,9	3,62	2,89	4,8	100
dez/12	46,29	20,74	0,04	9,08	12,85	3,88	2,84	4,29	100
dez/13	45,36	20,12	0,09	8,52	13,39	5,05	2,41	5,05	100
dez/14	46,5	19,10	0,11	8,50	13,40	5,57	2,30	4,52	100
dez/15	47,1	19,8	0,11	4,7	16,4	5,05	0,81	6,03	100
dez/16	48,2	19,5	0,12	4,8	17,6	5,05	0,8	3,93	100

Fonte: Adaptado de Ferreira (2015, p.35)

Nota: 1 FII + FIDC + FIP.

Em 2012, a BM&FBOVESPA criou o Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX), cujo objetivo era medir o desempenho médio das cotas dos fundos imobiliários negociados em bolsa. A partir dele foi possível identificar uma métrica em relação a outros indicadores. De 2011 a 2018, o IFIX mostrou um comportamento antagonista em relação à taxa de juros, conforme indicado na Figura 3:

Figura 3 - Taxa Selic x IFIX (2011 até 2022)



Fonte: Borges (2022).

A primeira fase de crescimento ocorreu de 2009 até meados de 2013 e teve interferência mais acentuada das condições macroeconômicas. Outros fatores também contribuíram para esse desempenho, como a criação do Programa Minha Casa Minha Vida em 2009 e os recordes nas concessões de crédito para habitação. Além disso, grandes empresas do setor da construção civil entraram na bolsa e as instituições financeiras voltaram suas atenções para o mercado imobiliário.

Cabe destacar que a correlação negativa entre a taxa de juros e o IFIX reflete o comportamento de uma possível migração de investidores, que, em função do comportamento das taxas de juros e dos rendimentos do fundo, irão buscar uma relação de risco x retorno favorável. O que se pode perceber durante a fase ascendente dos FIIs foi que a redução da taxa de juros esteve correlacionada a maiores retornos dos FIIs - inclusive em relação a ativos de renda fixa -, o que levou à migração de investidores em favor desses veículos e a um melhor desempenho do mercado em função de uma estrutura mais robusta do que em momentos passados.

Fundos de maior estrutura começaram a surgir e trazer a participação de grandes bancos e grupos financeiros e impulsionam o mercado de fundos imobiliários. De acordo com Nakama (2022, p. 79):

A partir desse momento, grandes fundos passam a ser estruturados como o Kinea Renda Imobiliária (KNRI) e CSHG Logística (HGLG), cujo patrimônio líquido ultrapassa os R\$3,7 bilhões e R\$1,6 bilhões 86, respectivamente. Ambos foram constituídos em meados de 2010 e marcam a intensificação da participação de grandes grupos econômicos no setor, como o Itaú Unibanco (por meio da Kinea, seu braço de investimento) e a Credit Suisse Hedging-Griffo.

Entre 2011 e 2013 foram registradas 121 Ofertas públicas, representando um volume de R\$32,2 bilhões. A partir de setembro de 2012, começa uma inflexão mais aguda no número de investidores, que chega ao final de 2013 ultrapassando a barreira dos 100 mil. Esses movimentos são de extrema importância no sentido de influenciar o crescimento no mercado secundário: a média diária de negociação na bolsa em 2013, por exemplo, bateu os R\$ 32 milhões, que representou, aproximadamente, um aumento de 113% em comparação com o ano anterior.²⁴

²⁴ Dados coletados no Boletim Mensal da B3 de dezembro de 2018.

Entre 2014 e início de 2016, os rendimentos dos principais fundos refletem o fraco desempenho do setor no período, dado o baixo desempenho da atividade econômica e a crise política que resultou no impeachment da ex-presidenta Dilma Rousseff. Além disso, soma-se a isso o comportamento da taxa de juros, que voltou a subir, saindo de 7,25% em 2012 para 14,25% no seu pico, que permaneceu até o final de 2016. Esse foi o período no qual se demonstrou menor atividade para os FIIs: foram 12 ofertas públicas realizadas em 2016, somando um volume de 2,1 bilhões no ano, sem alteração no número de novos fundos listados na B3, que ao final de 2016 totalizava 127 FIIs (do total de 303 registrados na CVM). Além disso, o número de investidores caiu abaixo dos 100 mil chegando ao final de 2016 em aproximadamente 89 mil²⁵.

Entre 2017 e 2018, os números começaram a melhorar diante de um cenário de maior estabilidade econômica e queda da taxa de juros. Tem início uma reprecificação dos ativos do mercado com uma migração mais acentuada para o mercado de maior risco. O mercado ingressou então em uma tendência de crescimento e números recordes. Algumas corretoras começam já em 2018 a baratear o custo das operações propagandeando zeragem de taxa de corretagem e custódia para FIIs. Em 2019, de acordo com Bertão (2019) já era possível ver as corretoras que não cobravam taxa de corretagem e/ou custódia como a Easynvest, Modalmais, Clear e Rico, por exemplo.

De 2017 para 2018, é possível verificar um aumento de 72% no número de investidores em FIIs, acompanhando um crescente número de investidores na bolsa. Em 2018, as ofertas públicas retornaram, com 40 operações e o volume de R\$ 11,2 bilhões - dados esses que não eram vistos desde 2012, quando o mercado estava em momento de importante expansão. O número de fundos listados em bolsa vai a 190, enquanto na CVM o total de FIIs registrados chega a 381. O patrimônio líquido dos FIIs alcançou R\$ 50 bilhões e passou a representar cerca de 13% do total dos fundos de investimento do mercado brasileiro²⁶. Além disso, registra-se um total de 205 mil investidores em FII, de acordo com dados da B3.

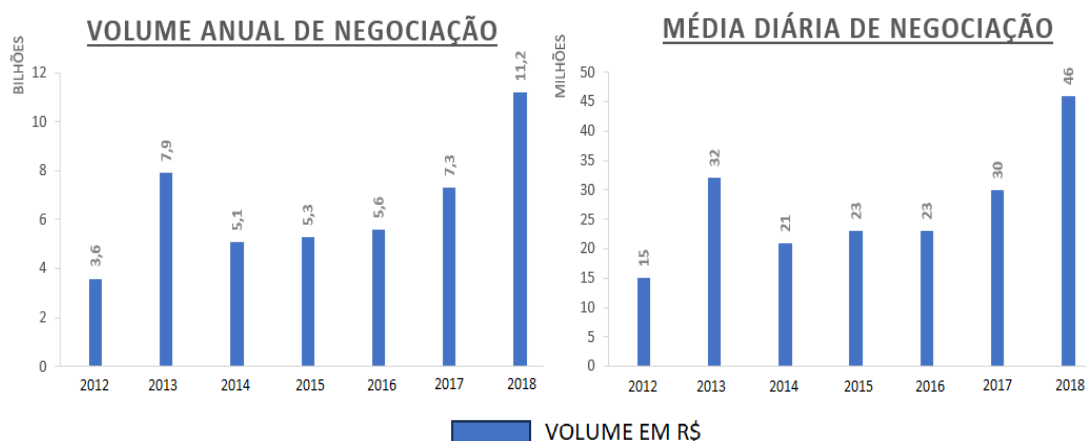
Com essa elevação no número de fundos de investimento é notório o crescimento na média diária de negociação seja anualizado ou mensalmente (Gráfico 2).

²⁵ Dados coletados no Boletim Mensal da B3 de dezembro de 2018.

²⁶ Dados de NAKAMA (2022, p. 60).

Ao final de 2018, os investidores pessoas físicas registravam a maior participação no patrimônio líquido dos FIIs, com 65% do total, seguidos de Investidores Institucionais (30,42%), Instituições financeiras (2,92%), não-residentes (0,43%) e outros (0,31%).

Gráfico 1 – Volume anual e média diária de negociação na B3 (2012 – 2018)



Fonte: Adaptado de Boletim de FII B3 (2018)

Diante dos dados expostos acima, foi possível identificar que dentre os anos de 2009 a 2018 os FIIs encontraram uma nova estrutura de mercado, criada pelo marco regulatório de 2008 e os benefícios tributários, mas o desempenho do segmento foi fortemente influenciado pela conjuntura econômica, em especial, pelo comportamento da política monetária. Em momentos em que a taxa de juros caiu, a indústria de FIIs teve um bom desempenho; nos momentos em que a taxa subiu, os FIIs se contraíram. A partir de meados de 2014 até 2016 o mercado apresentou desempenho lateralizado e de iminente início de redução no número de investidores que ao identificarem uma nova onda de alta de juros provavelmente voltaram a proteger os seus portfólios em ativos de menor risco no mercado de renda fixa. Ainda em 2016 já foi possível, no entanto, verificar o início da recuperação do mercado chegando ao final de 2018 com marcas antes nunca vistas.

Nesse sentido, a partir de 2018 marca o ano recorde do período analisado e o início de um ciclo virtuoso que será analisado na próxima na próxima parte.

3.3. Terceira fase: Popularização do mercado de fundos imobiliários (2019-2022)

A terceira fase pode ser considerada como o período de maior popularidade e sucesso dos fundos imobiliários, alcançando recordes anos após ano. Vale destacar que a

taxa de juros, que saiu de 6,40% a.a.²⁷ em 2019 para 2,0 % a.a. em setembro de 2020, condicionou os melhores anos para os rendimentos dos FII. Apesar de os juros reverterem a tendência de queda antes do final do período analisado, chegando ao final de 2022 em 13,75% a.a., os números de crescimento ainda se mantiveram. Por isso, vamos separar nesses dois momentos a partir dos movimentos da taxa de juros para analisar as evoluções do mercado.

De 2019 a 2020 há um crescimento vertiginoso no número de investidores, liderado por pessoas físicas: a variação foi de 563% no período saindo de 208 mil ao final de 2018 e ultrapassando a marca de 1,17 milhão em dezembro de 2020. Em relação ao tipo de investidor, para o grupo pessoas físicas houve um aumento de 33,78% na quantidade de investidores durante o período, em dezembro de 2020 pessoas físicas representavam 99,7% desse total.

Com a ampliação do número de investidores, o mercado ficou aquecido, registrando altos números de criação de FIIs. Os fundos listados em bolsa saíram de 190 ao final de 2018 e chegaram a 311 ao final de 2020. No tocante aos fundos registrados na CVM, os números saem de 381 para 555, respectivamente. Com isso, os volumes e números de registros de ofertas apresentam valores nunca antes vistos. O número de ofertas sai de 40 no final de 2018 para 145 no final de 2020, movimentando um volume de R\$48 bilhões o acumulado no período.

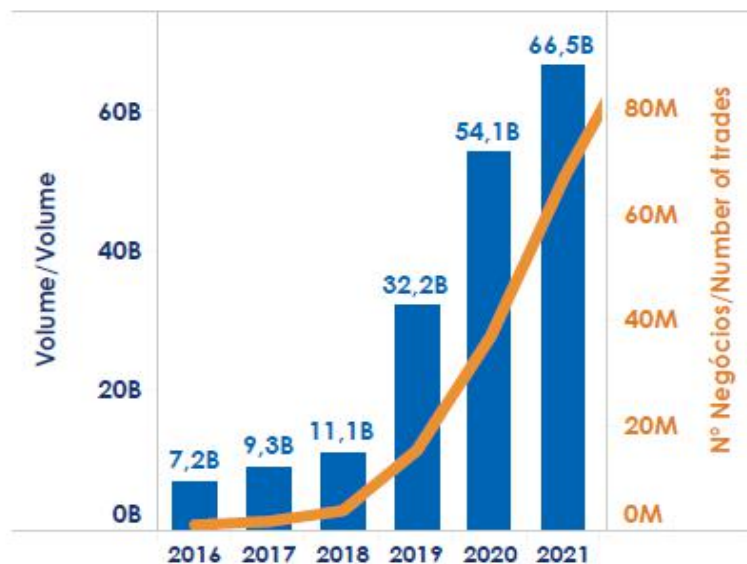
As negociações no mercado secundário acompanharam o crescimento do mercado primário, trazendo mais robustez e mitigação de riscos aos produtos, pois o investidor, ao decidir investir num FII visualiza sua possibilidade de negociação de cotas caso queira, eventualmente, sair dele. Nesse sentido, é notório que, com o aumento de novos investidores, o mercado secundário passou a ter um aumento consistente tanto em quantidade como em volume de negócios na B3. O volume médio diário saiu de R\$ 130 milhões para R\$216 milhões em 2020. Ademais, ao longo dos anos, principalmente a partir de 2018, se observa uma tendência crescente seja em volume, bem como em número de negócios (Gráfico 3).

O ano de 2019 foi o mais positivo para os rendimentos dos FII, uma vez que as perspectivas eram boas, principalmente, pela queda da Selic e pela expectativa de recuperação econômica. Ao final do ano, o valor de mercado dos FIIs listados em bolsa

²⁷ Referente a janeiro de 2019, dados do Banco Central do Brasil.

chegou a R\$ 88,29 bilhões e o IFIX ganhava da bolsa em relação ao retorno. As classes de maior rentabilidade foram as de fundos de fundos, ativos logísticos e multiativos corporativos, respectivamente (Tabela 4).

Figura 4 - Evolução do volume (R\$ Bilhões) e número de negócios (milhões)
(2016-2021)



Fonte: Boletim de FII B3 (2023, p.5)

Tabela 4 – Retorno por classe de ativo em 2019

Classe	% IFIX	No mês	No ano	12 Meses
Monoativos Corporativos	6,28%	7,39%	37,21%	37,21%
Multiativos Corporativos	10,24%	20,49%	47,34%	44,32%
Recebíveis	22,29%	5,66%	23,65%	23,65%
Shoppings	19,25%	10,46%	39,65%	38,67%
Agências	5,22%	8,13%	29,62%	29,62%
Ativos Logísticos	12,60%	17,29%	56,62%	47,87%
Fundo de Fundos	7,45%	13,73%	58,00%	58,00%
Outros	16,68%	10,25%	41,16%	41,16%
	IFIX	10,63	37,55	37,55
	CDI	0,34	5,84	5,84
	IBOV	6,85	31,58	31,58

Fonte: XP Investimentos.

Em 2020, com a pandemia de covid-19, o mercado encontrou um cenário diferente. O ano foi desafiador. Com as informações sobre a doença ao redor do mundo chegando logo nos primeiros meses do ano, instaurou-se um cenário de preocupação e

dúvida sobre o que poderia acontecer se o vírus se espalhasse pelo mundo e chegasse no Brasil.

A crise logo se refletiu-se sobre os ativos do Ibovespa, não demorando muito para o mercado de FIIs também sofrer com os noticiários que condicionavam o mercado de risco em situações de estresse. Em março, por exemplo, a bolsa registrou seis *circuit breakers*²⁸ que interromperam as operações na bolsa. Contudo, Bozza (2021) pontua que, apesar dos investidores refletirem grande preocupação quanto aos riscos iminentes derivados das notícias de um vírus até então desconhecido, o mercado se sustentou e continuou sua trajetória de recuperação. No entanto, o IFIX teve o seu pior ano em 2020 finalizando em queda de 10,24%.

Figura 5 - Desempenho do IFIX em 2020

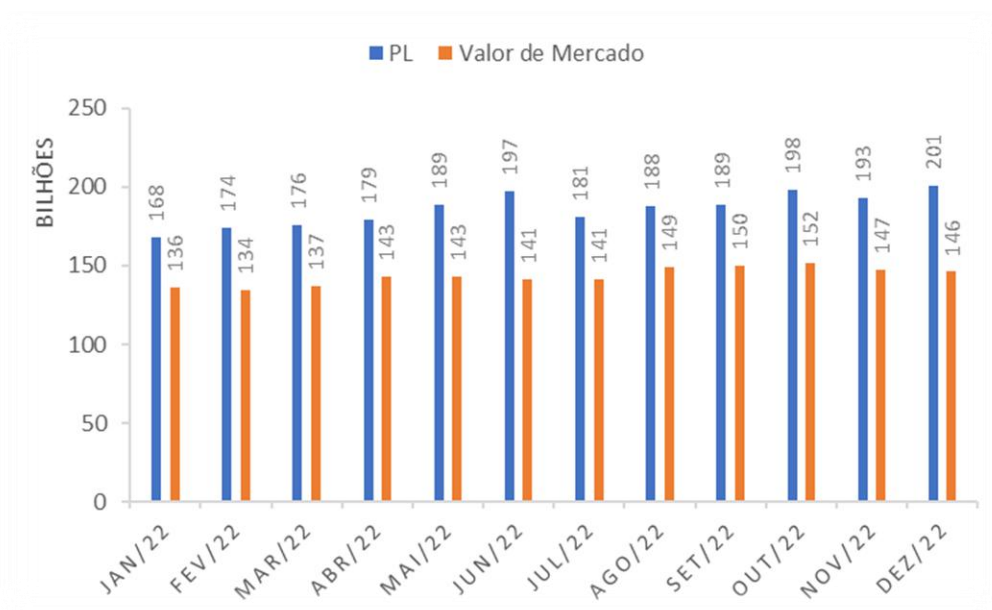


Fonte: Infomoney (2023)

Entre 2021 e 2022, observa-se a recuperação do mercado, com o IFIX testando chegar acima dos 3.000 pontos no terceiro semestre de 2022. Isso, porém, não se sustentou e o índice fechou o período lateralizando. Mesmo assim, a consistência do mercado continuou se fortalecendo: a base de clientes bateu quase 2 milhões de investidores, com preponderância de pessoa físicas. O mercado à vista teve o seu pico em 2021, movimentando um volume de R\$ 66,5 bilhões. Em 2022, o patrimônio líquido teve um crescimento de aproximadamente 20% e alcançou dos R\$ 201 bilhões no final do ano (Gráfico 5).

²⁸ Ferramenta utilizada para interromper as operações na bolsa de valores com a finalidade de proteger os papéis negociados em momentos de volatilidade elevada. O mecanismo é acionado quando os preços das ações sofrem grandes quedas.

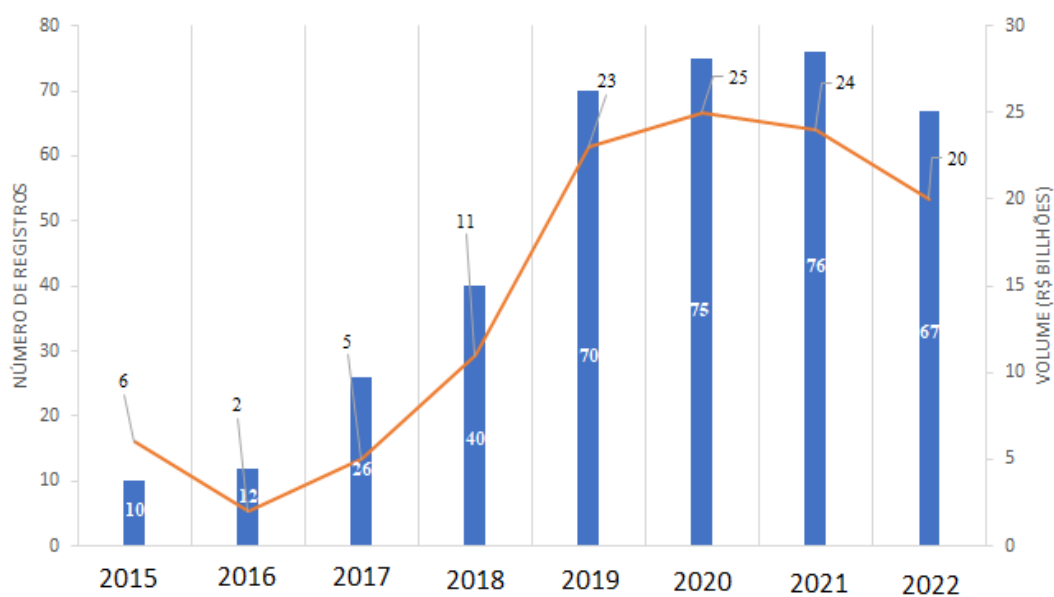
Gráfico 2 - Evolução do Patrimônio Líquido e Valor de Mercado (R\$ bilhões)
(2022)



Fonte: Boletim de FII B3 (2023)

No que se refere à quantidade de fundos, em 2021, a B3 teve listados 402 fundos e o total registrado na CVM foi de 697 FIIs. Esses números crescem em 2022 para, respectivamente, 467 e 805, fundos. A tendência de ofertas públicas, contudo, parece ter encontrado uma tendência de queda, uma vez que a taxa de juros voltou a subir.

Gráfico 3 - Evolução do número e volume de ofertas (ICVM 400) (2015 – 2022)



Fonte: Boletim de FII B3 (2023)

3.4. Síntese

Diante da apresentação da atuação em números do mercado de FIIs no Brasil, podemos considerar que os avanços na regulação e da isenção fiscal ao longo do período foram de extrema importância para que esse tipo de fundo obtivesse sucesso. Cabe destacar a implementação de novas fontes de captação de recursos que afastaram dos FIIs uma estrutura apenas de imóveis físicos.

Além disso, para a competição com outras classes de ativos, a importância de taxas de juros reduzidas, ao mitigar a relação risco x retorno, possibilitou aos FIIs alcançarem resultados sólidos. Nesse sentido, a combinação entre taxas de juros baixas e atividade econômica positiva criaram as bases para que a expansão fosse de fato concretizada.

O processo de desenvolvimento foi testado em momentos chave e demonstrou a força da resiliência do mercado diante de momentos de crise, aspectos que dão boas perspectivas para o horizonte dos próximos anos. Cabe destacar que apesar da recessão econômica iniciada em 2014 e a crise causada pelo covid-19, o mercado demonstrou boa recuperação nos anos seguintes. Isso fica evidente, de acordo com os números apresentados, que mesmo diante da crise mundial iniciada em 2020 o mercado ainda continuou crescendo em termos de estrutura de mercado e apresentando números recordes que valem para os dias atuais.

Portanto, o mercado amadureceu e conta hoje com um público-investidor estável que busca renda passiva em FIIs. Sua estrutura atualmente é bem diversificada, algo que se iniciou com o marco regulatório de 2008. Nesse sentido, atualmente é possível encontrar FIIs de diferentes tipos com o objetivo de atender um maior público que busca mitigar os riscos de portfólio quando pensam investir no setor imobiliário.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os Fundos de Investimento Imobiliário se tornaram hoje um ativo diversificado e de grande alcance para o público que está inserido no mercado de capitais brasileiro. Diferentemente do seu objetivo inicial de captação de recursos com a finalidade de financiar projetos imobiliários, que, muitas vezes, tinham um único ativo, hoje os FIIs se transformaram em fundos diversificados, refletindo o desenvolvimento de medidas tributárias, fiscais, incorporações de novos ativos vinculados ao mercado imobiliário e avanços tecnológicos. Atualmente, o mercado de FIIs no Brasil conta com a participação de mais de 2 milhões de investidores.

Essa popularidade deve-se inicialmente ao sucesso da estabilidade econômica inaugurada com o Plano Real, ao crescimento da economia em momento chave, a avanços tributários e fiscais, que atraíram cada vez mais investidores, e à diversificação induzida pela regulação com a capacidade do próprio ativo conseguir formar a sua composição patrimonial em ativos físicos, títulos vinculados ao mercado imobiliários, participações e outros.

Dentre as características mais relevantes neste processo de popularização, vale o destaque para a particularidade tributária dos FIIs. Ela foi capaz de atrair investidores, em sua maioria pessoas físicas, por apresentar isenção de imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas junto à receita federal sobre os rendimentos distribuídos por esse instrumento.

Adicionalmente, a participação de Grandes Grupos Econômicos (GGEs) que concentravam a administração e gestão dos fundos foi de extrema importância para o acesso de investidores e para o crescimento do mercado de FIIs no Brasil, contribuindo para a disseminação no setor privado seja na construção de grandes fundos e na cooperação para o amadurecimento dos agentes atuantes.

Ainda que no passado os FIIs tenham respondido de forma muito sensível ao desempenho macroeconômico, em especial, ao comportamento da taxa de juros, mais recentemente o mercado de fundos imobiliários tem se mostrado resiliente. Diante de momentos difíceis, de crescimento econômico moderado, elevado estresse no mercado de capitais, como foi durante a pandemia de covid-19, e do atual momento de elevado nível da taxa básica de juros, o mercado mostrou certo amadurecimento, mantendo uma

ampla base de investidores e elevado nível de patrimônio sob gestão. Nesse sentido, as perspectivas para os próximos anos são positivas, em um cenário com condições relativamente mais favoráveis em termos de crescimento econômico, queda da inflação e redução da taxa de juros.

O presente estudo identificou os fatos relevantes de cada momento da evolução dos FIIs no Brasil, desde o momento que precedeu a criação desses veículos até a atualidade, reunindo documentos oficiais de autoridades e estudos realizados por outros pesquisadores ao longo desses 30 anos. Apresentou-se o mercado imobiliário e suas transformações no decorrer da história para entender a conjuntura atual, ressaltando que as mudanças regulatórias foram chave para entender o amadurecimento de mercado e condicionar sua expansão, mesmo que mediadas pelo comportamento da taxa Selic em diferentes momentos do ciclo econômico.

Indica-se, por fim, que o mercado de fundos de investimento imobiliários tem espaço para continuar crescendo de forma mais acentuada em um cenário de estabilidade econômica, com crescimento do produto, de avanços na regulação, capazes de trazer oportunidades para explorar inovações, e na expertise do mercado, que tragam maior eficiência e qualidade para esse tipo de ativo.

REFERÊNCIAS

AMATO, F. B. **Implantação de empreendimentos de base imobiliária por meio de fundos de investimento imobiliário: critérios de governança dos recursos financeiros para mitigação dos riscos capaz de potencializar a captação de investimentos privados com características de poupança**. Dissertação (Doutorado em engenharia) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Construção Civil e Urbana, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

B3. **Boletim Mensal Fundos Imobiliários (FIIs)** – Dezembro 2018, São Paulo, 2018.

B3. **Boletim Mensal Fundos Imobiliários (FIIs)** – Dezembro 2019, São Paulo, 2019.

B3. **Boletim Mensal Fundos Imobiliários (FIIs)** – Janeiro 2023, São Paulo, 2023.

BACCI, A. L. F. S. **Introdução aos Fundos de Investimento Imobiliário**. São Paulo: ae ex libris, 2022.

BARONI, M.; BASTOS, D. **Guia Suno Fundos Imobiliários**: Introdução sobre investimentos seguros e rentáveis. São Paulo: Vivalendo, 2018.

BARONI, M.; CORREA, M. Evolução da indústria de fundos imobiliários: onde estávamos e para onde vamos. **InfoMoney**, 02 de jun. de 2022. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/colunistas/professor-baroni/evolucao-da-industria-de-fundos-imobiliarios-onde-estavamos-e-para-onde-vamos/>. Acessado em: 18 jun. 2023.

BERTÃO, N. Compare as principais taxas cobradas pelas corretoras e plataformas de investimentos. **Valor Investe**, 06 de outubro 2020. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/produtos/servicos-financeiros/noticia/2020/10/06/compare-as-principais-taxas-cobradas-pelas-corretoras-e-plataformas-de-investimentos.ghtml> Acessado em: 24/06/2023

BORGES, C. IFIX x Selic: por que a comparação não é totalmente válida? **Eu quero investir**, 27 de setembro de 2022. Disponível em: <https://euqueroinvestir.com/fundos-imobiliarios/ifix-selic> Acessado em 23/08/2023

BOTELHO, A. A cidade como negócio: produção do espaço e acumulação do capital no município de São Paulo, **Cadernos Metrópole**, v. 1, n.18, 2007, p. 15-38.

BRASIL. PL nº 2.204/1991. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 30 jun. 1993.

_____. Instrução CVM 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. Diário Oficial da União: Brasília, DF, 3 nov. 2008.

_____. Lei nº 8.668. Institui os fundos imobiliário. Diário Oficial da União - Seção 1. Brasília, DF, 28 jun. 1993.

_____. Lei nº 8.668. Institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e dá outras providências. Diário Oficial da União - Seção 1. Brasília, DF, 21 ago. 1964.

BRUNNERMEIER, M. The Fundamental Principles of Financial Regulation. **Geneva Reports on the World Economy**. v. 11, n. 1, p. 1-79, 2009.

ECONOMÁTICA. FIIs em Foco: Um Panorama do Mercado de Fundos Imobiliários no Brasil. Disponível em: <https://insight.economatica.com/panorama-do-mercado-de-fundos-imobiliarios>. Acessado em 22/06/2023.

FERREIRA, A. N. Os Fundos de Investimento no Brasil de 2008 a 2013: institucionalidade e interfaces com a política econômica. Brasília, DF: IPEA, 2015, p. 1-56. (texto para discussão n. 2153).

FILHO, E. T. T.; MARTINS, N. M. Restrição de sobrevivência e regulação financeira: uma nova perspectiva minskyana. **Revista de Economia Política**. v. 42, n. 1, pp. 88-104, 2022.

GOODHART, C.; HARTMANN, P. **Financial Regulation: Why, how, and where now?** Londres: Routledge, 1998.

INFOMONEY. IFIX - Desempenho do IFIX em 2020. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/cotacoes/b3/indice/ifix/grafico/>. Acessado em 22/06/2023.

SCAGLIONE, L. R. T. **A crise do SFH e a necessidade de reorganização do financiamento do setor imobiliário**. Dissertação (Mestrado em Economia de Empresas) – Programa de Pós-Graduação da EAESP/, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 1993.

MAKYIAMA, M. R. Fundo imobiliário pode captar U\$3,6 bilhões: empresários do mercado de capitais e banqueiros se unem a construtores para criar um novo sistema de

financiamento de imóveis. **O Estado de S. Paulo**, 11 de maio 1992, p. 49, 1992. Disponível em: <https://acervo.estadao.com.br/pagina/#!/19920511-35999-nac-0049-eco-10-not>. Acessado em: 24/06/2023.

MAZZUCATO, M.; COLLINS J. R. Putting value creation back into “public value”: from market-fixing to market-shaping. **Journal of Economic Policy Reform**. v. 25, n. 4, 345-360, 2022.

MONEYPLAY PODCAST. Moise Politi, pioneiro do mercado de fundos imobiliários no Brasil - MoneyPlay Podcast #18, 12 de nov. de 2021. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=KXlilDYJ87E>. Acessado em: 18/06/2023.

NAKAMA, V. K. A instrumentalização financeira do espaço: Fundos de investimento imobiliário como estruturas de capital fixo. **Revista INVI**, v. 36, n. 103, p. 194–214, 2021.

NAKAMA, V. K. **Do financiamento à financeirização: a reestruturação do espaço pelos Fundos de Investimento Imobiliário em São Paulo**. Dissertação (Mestrado em Arquitetura e Urbanismo) – Programa de Pós-Graduação em Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.


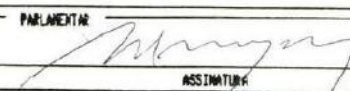
NAKAMA, V. K.; RUFINO, B. **Os fundos de investimento como movimento do complexo financeiro-imobiliário no Brasil**. Revista brasileira de estudos urbanos e regionais. [s. l.], v. 24, E202233, 2022. <https://doi.org/10.22296/2317-1529.rbeur.202233>. Acessado em: 18 jun. 2023.

SÉRGIO Belleza: **“100% do meu patrimônio está em FIIs”, diz o criador do primeiro fundo do Brasil**. Eu Quero Investir, Santa Catarina, 08 de jun. de 2022. Disponível em: <https://euqueroinvestir.com/fii-summit/sergio-belleza-criador-do-primeiro-fundo-do-brasil>. Acessado em: 18/06/2023.

SHIMBO, L. Z. **Habitação Social, Habitação de Mercado**: a confluência entre Estado, empresas construtoras e capital financeiro. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2010.

XP. **Carteira Recomendada de Fundos Imobiliários** – Janeiro de 2020, 30 de dez. 2019. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/fundos-imobiliarios/carteiras/carteira-recomendada-de-fundos-imobiliarios-janeiro-de-2020/>. Acessado em 22/06/2023.

Anexo A – Emenda 001 PL nº 2.204/1991

	CÂMARA DOS DEPUTADOS		EMENDA Nº <u>001 / 92</u>	
	PROJETO DE LEI Nº <u>PL. 2.204 / 91</u>		CLASSIFICAÇÃO	
		<input type="checkbox"/> SUPRESSIVA <input type="checkbox"/> SUBSTITUTIVA <input type="checkbox"/> ADITIVA DE <input type="checkbox"/> AGLUTINATIVA <input type="checkbox"/> MODIFICATIVA		
COMISSÃO DE Viação e Transporte, Desenvolvimento Urbano e Interior				
DEPUTADO: MUSSA DEMES		AUTOR	PARTIDO BL/PFL	UF PI
				PÁGINA 01/01
TEXTO/JUSTIFICAÇÃO				
<p>Dê-se ao parágrafo único do art. 1º a seguinte redação:</p> <p>"Parágrafo único - O Fundo será constituído sob a forma de condomínio fechado, proibido o resgate de quotas."</p>				
JUSTIFICAÇÃO				
<p>A forma aberta de funcionamento desses Fundos, prevista no Projeto, pode provocar o aumento de risco dos investimentos. Isso pode afetar a sobrevivência do produto.</p>				
<p>Ora, no momento em que se trabalha pela recuperação do mercado, sobretudo com o resgate de credibilidade, é essencial que se tenha em mente a estabilidade dos negócios e a proteção dos investidores.</p>				
<p>Atente-se para o fato de que é necessário rigoroso controle do fluxo de caixa face ao longo prazo dos negócios desses Fundos. Por tudo isso, propõe-se que os Fundos sejam constituídos exclusivamente sob a forma de condomínio fechado, proibindo-se, em consequência, o resgate de quotas.</p>				
<u>21/6/92</u> DATA		PARLAMENTAR  ASSINATURA		

INSTRUÇÕES NO VERSO