André Luis Ferreira da Silva Bacci

Introdução aos FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO



Copyright © 2014 André Luis Ferreira da Silva Bacci

Não é permitida a reprodução desta obra, parcial ou integralmente, sem a autorização expressa do autor.

.

Foto

Building pictures, Topper Domingo / www.topersphotos.com © 2006 / CC0

Diagramação

æ ex libris

Capa

André Luis Ferreira da Silva Bacci

Muito zelo e cuidado foi empregado na confecção dessa obra, no entanto podem ocorrer erros de digitação, impressão ou conceituais. O autor não assume qualquer responsabilidade pelas informações aqui publicadas.

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

Bacci, André L. F. S.
Introdução aos Fundos de Investimento Imobiliário / André L. F. S. Bacci - Brasília : 2014

ISBN

1. Investimentos imobiliários 2. Bolsa de valores
3. Finanças pessoais. I. Título.

Sumário

Como ler esse livro

I – Investindo em imóveis
- 1. Investimento direto em ativos imobiliários
- 2. Investimento via fundos imobiliários
- 3. Algumas diferenças
- 4. Interlúdio

II – Fundos de investimento imobiliário
- 5. Definição geral
- 6. Legislação básica
- 7. Condomínios fechados
- 8. Ativos de base imobiliária
- 9. Distribuição de 95% do resultado
- 10. Prazo
- 11. Tributação
- 12. Declaração Anual de IR

III – Classificação dos FIIs
- 13. Classificando os FIIs por tipo
- 14. Por risco de política de investimento
- 15. Por prazo
- 16. Por ativo subjacente
- 17. Por tipo de imóvel
- 18. Por destinação de uso
- 19. Por risco de crédito
- 20. Por diversificação interna
- 21. De gestão
- 22. De ciclo
- 23. Por alavancagem
- 24. Notas sobre o pessimismo

IV – Investindo em FII
- 25. Estratégias
- 26. Quantos?
- 27. Como distribuir?
- 28. Como comprar?

29. Reinvestir?
30. Girar?
31. Outros tópicos
32. Notas sobre o investimento consciente

V – Fichamento FIIs 2015
33. Ordem alfabética
34. Grupamentos
35. E agora?

VI – Palavras finais
36. Invista
37. Sobreviva
38. Desfrute

Contate o autor & atualizações do livro

Como ler esse livro

Esse é um livro para iniciantes, com o objeto expresso de familiarizar uma pessoa aos Fundos de Investimento Imobiliário (FII), partindo quase do zero.

É uma tarefa simples e complicada ao mesmo tempo, dado que os FIIs são muito simples na superfície, mas cheios de detalhes e terminologias específicas.

O livro segue uma sequencia lógica, primeiro apresentando um material teórico (partes 1 a 3), seguido de material prático (partes 4 e 5). O livro está dividido em capítulos mais ou menos estanques, de forma que seja possível a consulta de tópicos específicos sem depender da leitura sequencial de todo o material.

As partes iniciais são um tanto áridas. E ainda assim necessárias por causa do conhecimento que elas trazem. A parte realmente prática está do meio para o final.

Aos completos iniciantes é recomendada a leitura do livro *duas vezes*. Uma primeira vez, na ordem que os capítulos estão dispostos, de leve e sem se preocupar em decorar. Mais para sair do zero e se acostumar com os termos e as noções desse mercado. E uma segunda vez, com atenção e afinco, para fixar bem os materiais, e assim poder investir nesse mercado com consciência.

Os mais experientes talvez tirem um proveito mais rápido lendo apenas as partes que mais lhe interessarem, direto do índice. Ainda assim, a leitura eventual de todo conteúdo é recomendada, para poder tirar todo o potencial das informações aqui reunidas.

Em ambos os casos, *não entre em pânico!*

O assunto é vasto, sim, mas possível de conviver com ele. E o objetivo desse livro introdutório é justamente permitir um investimento mais consciente, e por que não, até mesmo mais tranquilo. Pois conhecimento traz familiaridade, e a familiaridade reduz o medo, principalmente o medo do desconhecido.

Desejo-lhe uma boa e uma tranquila leitura.

I

Investindo em imóveis

1

Investimento direto em ativos imobiliários

O que se espera quando se investe em um imóvel?

Antes de avançar nas peculiaridades de investimentos com risco imobiliário, cabe uma rápida distinção: separar patrimônio de investimento.

Para muitos conterrâneos brasileiros o "sonho da casa própria" está mais para uma utopia inalcançável. O primeiro imóvel é antes de tudo um sonho. Um porto seguro, uma maneira de fugir da despesa do aluguel, um lugar para chamar de seu.

Contudo muitas pessoas consideram o imóvel de moradia um investimento, apesar de na prática não ser bem assim. Num sentido estrito, o imóvel utilizado como residência não está à venda, e os moradores não se preocupam com sua valorização ou desvalorização. O primeiro imóvel geralmente fica isolado dessas especulações por causa de suas utilidades próprias. Utilidades essas que não ficamos pensando em termos de preço: a função de abrigo contra intempéries, a guarda e acomodação de bens próprios de menor valor (panelas, roupas e afins), entre outras.

Essa visão utilitarista do imóvel tem sua razão de ser. Enquanto que o valor do imóvel de moradia não seja uma preocupação frequente para os ocupantes,[1] isso se torna importante quando o imóvel fica menos útil ou, de outra forma, menos desejável. Um novo emprego numa cidade distante, o decaimento da vizinhança ou diminuição da própria habitabilidade do imóvel são eventos incomuns, e que ainda assim ocorrem de quando em quando. Nessas situações, a utilidade do imóvel como habitação troca de lugar pelo seu valor econômico, um preço medido em dinheiro, para ser utilizado em outra situação de habitação (outra moradia ou aluguel, em

outro lugar).

A figura do investimento imobiliário geralmente ocorre na situação do "segundo imóvel" em diante: uma residência de veraneio ou turística, a qual se espera pouco utilizar ou alugar a temporadas; casas outras para alugar continuamente; pontos comerciais ou imóveis agrícolas para arrendamento; terrenos comprados esperando valorização substancial; participação em construção de imóveis residenciais, comerciais ou industriais...

A lista de possibilidades é grande, e só faz aumentar com o tempo. Mas aqui vou chamar atenção a um detalhe. Falamos de considerar investimento os imóveis *além* do primeiro. Poderíamos dizer que se considera investimento os *recursos* aplicados em bens imobiliários que não são utilizados em moradia. Voltando à visão utilitarista, o imóvel de moradia *serve como residência*, enquanto que os imóveis não moradia *servem como investimento*.

A distinção parece pequena, mas é importante. O imóvel marcado como de moradia geralmente recebe mais investimentos materiais e emocionais, ficando menos sujeito aos pensamentos de venda ou desfazimento. Os imóveis não de moradia são tratados com menor esmero, recebendo manutenções mais básicas, sem luxos ou mimos, apenas para deixá-los funcionais, uma relação mais de custo-benefício.

Claro que isso será óbvio a muitos, mas esse "modelo mental utilitarista" permite atacar a questão inicial com mais objetividade. O foco desse livro é o uso do mercado imobiliário exclusivamente como função de investimento. Não vamos lidar aqui com a situação dos imóveis destinados à habitação própria.



Então... o que se espera quando se investe em um imóvel não destinado a moradia?

Bom, depende.

Vamos mencionar aqui algumas formas clássicas de investimentos em imóveis e os objetivos que se espera obter dessas estratégias.

Compra de imóvel pronto para alugar

A aquisição de imóvel visando o aluguel é uma das mais antigas formas de investimento. O objetivo dessa estratégia visa tanto ganhos pelo aumento do valor do imóvel com a passagem do tempo, como também a geração de receitas vindas do aluguel.

Entre os riscos da estratégia temos a falta de inquilinos (vacância), a falta de pagamento mesmo no caso do imóvel ocupado (inadimplência), a necessidade de obras de responsabilidade do locador (estruturais, sanitárias), despesas com reformas do imóvel entre as locações, e o risco da desvalorização do imóvel e/ou alugueis.

Essa estratégia é a mais simples de entender, tanto a parte dos benefícios como riscos. De tão comum, é até possível de se ter entre os conhecidos alguém que pratique essa linha de investimento.

Compra de imóvel em construção para alugar

Uma estratégia de investimento muito parecida com a anterior, sendo a maior diferença que o imóvel ainda não está totalmente construído, e muitas vezes não totalmente pago. Há dois riscos adicionais. O risco da construção em si, e o risco da vacância inicial.

O risco da construção é tido normalmente como baixo, mas ele ocorre de quando em quando, de maneira mais disseminada (quando uma construtora enfrenta problemas), ou de uma forma mais localizada (quando um empreendimento em particular sofre atrasos ou não chega a ser concluído). O risco da vacância inicial decorre do fato de "muita gente ter a mesma ideia", o que deixa muitos imóveis disponíveis para alugar num mesmo empreendimento. E como uma unidade é essencialmente idêntica a outras no mesmo empreendimento novo então todas as unidades vazias acabam competindo entre si.

Como vantagem tem-se que o imóvel novo é mais valorizado que um mais antigo, e que a aquisição parcelada de imóvel novo geralmente é possível mesmo àqueles que não têm acesso ao financiamento imobiliário bancário: as próprias construtoras financiam a compra através de parcelamento.

Aquisição alavancada de imóvel em construção para alugar

Essa estratégia é bem parecida com a anterior, com a diferença que aqui existe o objetivo adicional que a geração de aluguel seja responsável pelo pagamento de parte dos custos de aquisição. O termo "alavancado" se refere à estrutura financeira imaginada para a operação, onde os custos de aquisição são suportados com base na expectativa do aluguel futuro.

Nas estratégias anteriores se assume que o adquirente do imóvel tem condições de arcar com as despesas de aquisição/manutenção do imóvel, mesmo com o imóvel desocupado por longos períodos. Na estratégia alavancada os adquirentes se preparam para enfrentar dois períodos distintos: a) primeiro um período de maiores despesas, temporário, enquanto o imóvel não está entregue, e depois de entregue, ainda não locado; b) um segundo período, com o imóvel entregue e locado, onde a renda gerada pelo aluguel contribua para pagar o custo de aquisição, assim diminuindo a despesa mensal de aquisição.

O risco adicional dessa estratégia é que o período sem aluguéis pode se prolongar muito. Seja por atrasos na entrega do imóvel, seja por vacância, um longo período sem alugueis pode ser ruinoso ao comprador. Se o comprador está "contando" com o valor do aluguel para "fechar a conta", ele pode não conseguir pagar as parcelas, gerando complicações.

A operação de aquisição alavancada gera um fluxo de caixa negativo por longos períodos, às vezes por todo o período de aquisição do imóvel (de anos a décadas!). Por conta dessas características, essa estratégia se parece menos com um investimento, e mais como uma forma de aumentar patrimônio, no sentido dos termos que estamos usando aqui.[2]

Compra de terreno e construção própria

Nos casos anteriores ou o imóvel estava pronto, ou estava sendo construído por terceiros (construtora). Aqui, tanto a aquisição do terreno como a construção é tocada diretamente pelo comprador final, que fica sendo o dono único do terreno e, eventualmente, do imóvel construído.

Curiosamente, os riscos aqui são bem distintos: a falta de experiência e o fôlego de financiamento.

Quando se adquire um imóvel pronto ou se realiza a compra via uma construtora, as condições do negócio são oficializadas em contrato, e as parcelas de pagamento são claramente detalhadas. No caso da construção tocada pelo próprio dono, ele está sozinho. E por estar só pode haver o problema de superestimar a própria habilidade (construtoras são especialistas no que fazem) e/ou de planejar incorretamente o tamanho, custos e prazos de uma obra.

Um imóvel pronto é "mais caro", justamente por não ter o risco de construção. O imóvel na planta é "menos caro", mas ainda assim inclui o serviço cobrado pela construtora por sua especialização (lucro). O objetivo da estratégia de construir por conta própria é tentar diminuir o custo total, assumindo riscos a mais. O dono do terreno tenta terminar com um imóvel construído e novo, sem pagar o ágio do pronto e nem os custos do especialista.

Construir para servir (built to suit)

Imóveis, genericamente falando, são todos iguais. Tem a parte do terreno e tem parte da edificação. Imóveis residenciais são simplificados a tal ponto que os anúncios contém somente os números de seus atributos mais essenciais (área, número de quartos, vagas de garagem, etc). Imóveis comerciais são ainda mais genéricos, sendo que as salas e "lajes" são anunciados apenas em função da metragem quadrada. Imóveis logístico-industriais, por outro lado, são bem mais complexos.

Galpões industriais alimentícios têm de ter frigoríficos; indústrias químicas precisam estações de tratamento; de logística, enormes áreas de caminhões e esteiras robotizadas; de eletrônica, acabamento e climatização de fina qualidade. Tanta especificidade gera um problema do "ovo e da galinha": um proprietário não personaliza um imóvel para não ficar restrito a poucos inquilinos potenciais, e nem os inquilinos muito específicos conseguem imóveis que atendam as suas necessidades.

Entra em cena os contratos atípicos, e a modalidade de construção *built to suit* (BTS). Locador e locatário negociam antes. O locador constrói ou

personaliza um imóvel nas exatas especificações do inquilino. O inquilino, por seu lado, concorda com um contrato de aluguel mais longo (as vezes décadas), obrigando-se ainda pagar uma pesada multa caso desista (geralmente todo o aluguel futuro). O risco maior está no risco de crédito do inquilino: se o mesmo não pagar os alugueis ou a multa de rescisão, o proprietário fica com a conta da personalização do imóvel (e sem o inquilino que estava combinado).

Compra de terreno para especulação

Não raro a aquisição de uma casa pronta ou em construção está acima das possibilidades do comprador. Mesmo nessas situações é possível investir em ativos imobiliários, porém visando um custo mais baixo: terra nua.

A ideia aqui é adquirir um terreno ou lote imobiliário com o estrito objetivo de vendê-lo num tempo posterior, espera-se, num valor maior. A compra especulativa se aplica tanto a grandes áreas como pequenos lotes. Grandes áreas perto de cidades são fortes candidatas à valorização pela expansão da mancha urbana; pequenos lotes em áreas menos densamente construídas se valorizam com o aumento das construções a sua volta.

O risco dessa estratégia é a previsão não se realizar. Não ocorrendo o desenvolvimento em volta da área comprada, o terreno não ficará mais valorizado, e durante o tempo todo terá despesas, na forma de impostos, manutenção (calçadas, cercas, limpeza) e custo de oportunidade.[3]

Loteamento de terrenos

Um grande terreno pode ter um preço total muito alto, mas um preço por metro quadrado bem baixo. Terrenos menores costumam valer bem menos por unidade, mas costumam ter o preço por metro quadrado mais elevado. O fracionamento (loteamento) de grandes áreas em pequenos lotes é a forma de obter ganho a partir dessas duas situações.

A matemática da coisa é simples, porém a questão administrativa envolvida é bem complicada. A aprovação de loteamentos em várias esferas administrativas é um calvário, e a operação toda tem custos bem expressivos. Custos de impostos de transferências, custos com topografia e

levantamentos ambientais, custos cartorários do desmembramento dos imóveis, custos com especialistas diversos (engenheiros, advogados), custo com publicidade e comissões de venda... E é preciso ter em mente que a maioria desses custos ocorrem *antes* de qualquer lote ser vendido.

O maior risco, no entanto, é o empreendimento encalhar. Mesmo superando as dificuldades e o empreendimento finalmente chegue à comercialização, se as vendas não ocorrerem (ou ocorrem a preços menores que os planejados), o resultado operacional final pode ser bem negativo.

Permuta de terreno para construção

E se em vez de se lotear na horizontal, fatiar o imóvel na vertical?

Suponha uma área ampla, com grande desenvolvimento à sua volta. O valor dos imóveis está tão alto que começa a valer a pena construir edifícios, para multiplicar o potencial de lucro. Você tem o imóvel, mas não tem nem capital, nem experiência de edificação. O que fazer?

A resposta envolve a troca (permuta) do imóvel original por uma parte das unidades que serão construídas no terreno. Uma sociedade, na verdade: o dono do terreno entra com a terra, a construtora com *expertise* de construção e vendas. Os lucros resultantes são divididos.

Incorre-se nos riscos da construção (não ficar pronto) e no risco de não conseguir vender no preço esperado.

Compra especulativa de imóvel na planta

Um imóvel construído não tem o risco de construção e pode ser imediatamente ocupado. Um imóvel totalmente na planta, em lançamento, tem o risco da construção, fora que só permite a sua ocupação num tempo futuro, se e somente se tudo der certo até sua conclusão. Um imóvel construído, portanto, é mais útil e menos arriscado que um imóvel na planta.

Porém essa não é uma questão binária, tudo ou nada. O imóvel que começa na planta, conforme o tempo passa e a sua construção avança, tem a sua utilidade relativa melhorada em comparação com a situação inicial, se

aproximando passo a passo de um imóvel construído e ocupável. E quanto mais "útil", mesmo que relativamente, maior o preço. Visando capturar essa progressão de utilidade-preço que pessoas compram imóveis na planta, com o objetivo estrito de vendê-lo perto do momento do habite-se.

Trata-se de uma compra especulativa porque depende exclusivamente de comprar "barato" e vender mais "caro". Embora questões de localização e qualidade construtiva sejam avaliadas, é o tipo de operação que depende muito mais do ambiente macro-econômico. Corre-se o risco de não conseguir vender a um preço maior (sobre oferta, crise econômica), ou mesmo de se perder capital, no caso de ter de desfazer o contrato de compra e venda (distrato).

Financiamento de terceiros

Em várias das estratégias acima os pagamentos não são a vista. Ora ocorre o recebimento a prazo (parcelamento), ora ocorre o financiamento por terceiros, para que o vendedor receba a vista. No caso de financiamentos, é comum a figura dos juros, o preço a mais que se paga pelo uso do dinheiro alheio. Ou em outra perspectiva, juros como o custo que o dono do dinheiro exige pelo risco de emprestá-lo.

Nas compras especulativas, troca-se dinheiro por um ativo, na esperança de depois trocar o ativo por "mais dinheiro". No caso dos financiamentos imobiliários quem financia faz a mesma coisa, dinheiro e dinheiro a mais, mas sem a expectativa de lidar com imóvel diretamente: o imóvel só é envolvido na história apenas como garantia. Tudo o mais dando certo e do ponto de vista de quem fornece o financiamento, dinheiro sai e depois dinheiro volta, com juros. Apesar de ser uma estrutura estritamente financeira, é tão comum que existem muitas leis e jurisprudência (casos julgados) que regulamentam esse tipo de operação que junta imóvel, comprador, vendedor e a figura do fornecedor de financiamento.

Talvez soe estranho falar de financiamento a terceiros como uma estratégia imobiliária, já que ela é incomum. Somente bancos, companhias hipotecárias e financeiras que podem se envolver diretamente na originação desse tipo de negócio. Mas veremos mais a frente que é possível uma pessoa física comum "trocar de lugar" com o banco, emprestando dinheiro e recebendo juros. Tudo na mais estrita legalidade e sem nem precisar sair de

casa.



Existem, claro, outras estratégias de investimento, com riscos e retornos potenciais diferentes. Nessa pequena lista estão os mais clássicos. No entanto, vou chamar atenção à palavra *estratégia*. Apesar de todas elas envolverem imóveis diretamente, as diferenças maiores se fazem notar nos *riscos* envolvidos, e menos nos *resultados* esperados.

Na questão de resultados, a diversidade é bem menor. Vejamos:

Estratégias de geração de renda

A aquisição de imóveis prontos ou não, a vista ou parcelados, visando a geração do aluguel. Em todos os casos há a aplicação de valores financeiros por um período determinado (a imobilização), feitos com a expectativa que haja a criação de renda a partir dos alugueis futuros.

Os alugueis são "eternos", enquanto durar os imóveis. Os imóveis podem se valorizar mais, acompanhar ou ainda se desvalorizar, em relação a inflação. Os alugueis podem superar, acompanhar ou perder para a inflação.[4] O grosso da ideia é trocar dinheiro, poupança de hoje, por um ativo que gere renda, dinheiro novo, no amanhã.

Estratégias de ganho de capital

Ganho de capital é uma expressão específica do direito tributário, representando a diferença positiva entre o valor de aquisição e o valor de transferência de um dado bem. Em outras palavras, lucro.

Em várias das estratégias há a clara noção de se investir certos valores em ativos imobiliários para posteriormente obter valores maiores, no momento do desfazimento desses bens. O período pode ser mais longo ou mais curto, a aquisição pode ser completa ou os pagamentos são feitos apenas parcialmente, não importa. O foco é na posse de um bem, sua transformação (ou valorização por mera passagem do tempo) e posterior venda. Em

resumo, troca-se dinheiro hoje por um ativo, na esperança de trocar esse ativo por dinheiro a mais, no futuro.



Simples, não?

E ainda assim não se podem desmerecer os riscos envolvidos. Porém a diversidade de riscos é interessante em si mesma, uma vez que permite a *escolha*. Pode-se optar por mais ou menos riscos, riscos diferentes, ou risco nenhum, escolhendo entre essas estratégias de investimento ou nenhuma delas.

Afinal de contas, *não investir* no mercado imobiliário é uma opção em si mesma.

Mas esse é um livro sobre Fundos de Investimentos Imobiliários. Porque explicar detalhadamente estratégias de investimento diretas em imóveis?

Simples. Fundos imobiliários são só uma maneira diferente de participar de estratégias imobiliárias clássicas.

[1] A não ser para ficar contando vantagem em conversas informais, para parentes ou conhecidos. Um hábito bem pouco recomendável.

[2] A diferença entre a estratégia alavancada e não alavancada é bem sutil, e nada padronizada. Ainda assim, por envolver riscos maiores vale a pena destacar a diferença, principalmente pelos longos prazos envolvidos. É o tipo de situação que na matemática faz todo sentido, mas que o longo prazo permite que problemas se "acumulem", os problemas acumulados corroendo bastante as chances de "sucesso" da operação.

[3] O custo de oportunidade se refere, em termos leigos, a perda que se tem num investimento comparado ao resultado que se teria em *outro* investimento. Geralmente se compara o retorno esperado com os rendimentos que se teria se investisse uma outra aplicação bem mais conservadora, com menor risco. Se o seu investimento mais arriscado rende menos que um investimento conservador, você está correndo um risco a toa (ou simplesmente perdendo dinheiro).

[4] E em longos períodos de tempo, medido em décadas, bem provavelmente farão as três coisas!

2

Investimento via fundos imobiliários

No capítulo anterior falamos do investimento em ativos imobiliários realizados diretamente por um investidor. No mundo dos FIIs as estratégias imobiliárias disponíveis são muito semelhantes. Porém há algumas diferenças estruturais, que são percebidas como vantagens ou desvantagens, ao gosto do investidor. Nesse capítulo falamos um poucos dessas diferenças.

Comunhão de pessoas

Um fundo imobiliário é mais parecido com uma empresa aberta do que com um "fundo de investimento", desses que você tem acesso em sua agência bancária. Apesar do nome "fundo" ser um tanto confuso nesse contexto, ele serve bem para nos lembrar uma característica muito saliente: FIIs envolvem a associação de um número expressivo de pessoas e entidades.

No caso dos investimentos diretos vistos no capítulo anterior havia bem poucas pessoas/entidades envolvidas. Um vendedor, um comprador, um locatário e mais raramente uma construtora.

No caso dos fundos imobiliários o número de envolvidos aumenta bastante. Tanto pelo lado dos prestadores de serviços (administração, custódia, ambiente de negociação, auditores, contadores, avaliadores), tanto pelo lado dos compradores, os investidores cotistas, que podem ser desde umas poucas dezenas e chegar às dezenas de milhares de pessoas, num único fundo.

Um maior número de pessoas no lado dos prestadores de serviço permite a especialização de tarefas, mas também aumenta os custos. Por outro lado junta pessoas com interesses diferentes, às vezes até conflituosos entre si.

Mas é justamente a soma desses interesses diferentes que permite o correto funcionamento do fundo ao longo do tempo. Separar as funções diferentes em pessoas diferentes faz com essas pessoas cumpram mais fielmente suas atividades especialistas.

No lado dos investidores, a presença de muitos sócios num mesmo negócio não raro é sinal de problemas. Mas no universo dos fundos imobiliários as matérias de decisão são concentradas em poucos atores especialistas (administrador, gestor) ou ocorrem em eventos estruturados (assembleias com pautas bem definidas), obtendo-se assim uma organização voltada à decisão facilitada das questões que vão aparecendo. Essa organização pode até não garantir eventos tranquilos, mas parece funcionar melhor que o caso geral, onde um grupo de pessoas reunidas discutem abertamente, sem regramento em contratos ou roteiros.

Algumas assembleias são bem piores que as piores assembleias de condomínios residenciais, em questão de (falta de) ordem e cortesia. Isso acontece mais em caso de crises ou problemas ocorrendo com o fundo. Mas eventos conturbados são raros. No geral as assembleias de FII são eventos vazios, as vezes não aparecendo um único cotista.

A questão ainda é que a comunhão de um maior número de pessoas, na qualidade de sócios cotistas, traz alguns riscos diferentes em relação ao caso em que se é dono direto (e único) de algum ativo imobiliário. As decisões do administrador/gestor podem ser bem diferentes de um direcionamento que você desejasse para o fundo. Numa assembleia que você vá, seu voto pode ser superado pela quantidade de votos dos outros presentes. Pior ainda, numa assembleia que você não vá, onde a decisão numa ou noutra direção depende exclusivamente dos presentes, que podem ter interesses bem diferentes dos seus.

Existe até um risco que praticamente não ocorre quando se é o dono único: o de não haver decisão!

Se uma assembleia tem em sua pauta algum assunto importante para o fundo e nenhum cotista vai, a falta de decisão em si mesma pode ser prejudicial. Algumas questões ainda exigem a presença de um *fórum qualificado*, uma certa quantidade de votos para que seja possível a votação. Se surgir uma questão complicada, e nenhuma assembleia reunir o número de pessoas necessárias, a questão apresentada pode ficar eternamente pendente, causando prejuízos.

Essas situações limites são raras, mas não impossíveis. Já aconteceram em FIIs antigos e recentes.

Seja como for, são questões que a comunhão de pessoas traz, e os efeitos devem ser aceitos quando se investe num FII, principalmente quando se saiba de antemão que nunca vai viajar para participar das assembleias. Algumas assembleias tem pautas bem comportadas, que permite o voto por carta, mas não dá para contar com isso.

Mas se puder participar presencialmente das assembleias, acredite, vale muito a pena comparecer.

Comunhão de recursos

O maior número de funções especialistas reunidos em torno de um fundo imobiliário às vezes é imposição da legislação, as vezes é algum arranjo daquele fundo em particular. O maior número de investidores cotistas, no entanto, serve a um propósito específico: a comunhão de recursos.

Comunhão, aqui, significa a soma dos recursos financeiros de várias pessoas, em prol de um objetivo específico.

É principalmente por causa dessa comunhão de recursos que os FII recebem o nome de "fundo", apesar de serem mais parecidos com empresas abertas.

O efeito mais interessante da comunhão dos recursos é que os recursos, já somados, representam um volume financeiro muito maior do que qualquer um dos cotistas teria separadamente. Do ponto de vista prático, o fundo é mais "rico" que qualquer um dos cotistas, e por isso tem mais poder de fogo de negociação que os seus participantes isoladamente.

Outro efeito interessante é que resultado acaba sendo diferente da mera soma das partes. Um pequeno investidor nunca teria chance, sozinho, de participar de algum negócio imobiliário de grande porte. Mas a junção de recursos de muitos pequenos investidores num fundo permite ao fundo participar dos negócios de grande porte, eliminando assim a barreira que separa os pequenos investidores dos grandes negócios.

Ativos imobiliários

Falamos há pouco que o fundo em funcionamento é mais "rico" que qualquer um de seus cotistas. O interessante é que esse efeito estruturante também funciona na via inversa: cada cotista ganha os benefícios dessa riqueza maior!

Isso decorre principalmente pelo efeito do *acesso* a ativos imobiliários diferenciados, através dos fundos imobiliários.

É relativamente comum conhecer pessoas que tem casas, apartamentos ou lojas, alugados à pessoas físicas e, às vezes, à empresas. Bem mais raro é conhecer alguém que seja dono de um prédio inteiro, ou de vários prédios. Ou de *shopping centers*, hospitais, galpões industriais, de centros logísticos, de arranha-céus, de canteiros de obras do tamanho de bairros inteiros...

Pessoas físicas geralmente fazem negócios imobiliários com outras pessoas físicas, e em uma escala "pequena". Os fundos imobiliários, por sua vez, se concentram mais em estratégias que são bem diferentes em relação as estratégias adotadas por pessoas físicas.

Grandes empreendimentos alugados a grandes empresas, no ramo de escritórios, logística, indústria e *retail*. O financiamento e/ou construção de vários prédios comerciais ou residenciais, de *shopping centers* inteiros, de condomínios logísticos a partir do nada...

Por uma mera questão de escala, FIIs tem acesso a "coisas" que pessoas físicas normalmente nem sonham em possuir, por serem tradicionalmente negócios "graúdos", de gente também graúda. A sacada aqui é que o FII é ele mesmo uma figura de grande estatura financeira no meio dos negócios imobiliários, o que o habilita a participar dos grandes negócios, por sua vez permitindo que os cotistas do fundo tenham acesso a esse mercado diferenciado, ainda que indiretamente.

Nesse sentido FIIs devem ser vistos como uma forma alternativa de investimento em ativos de base imobiliária. Mesmo para pessoas que tenham grande exposição nesse mercado, acrescentar FIIs à carteira permite diversificar *dentro* desse mercado. Apesar de "FII" ser uma expressão única, os fundos são muito diferentes entre si, permitindo escolher diferentes estratégias, riscos setoriais, geográficos, econômicos...

A posse indireta

O que afasta muitas pessoas da possibilidade de investir no ramo imobiliário é o custo unitário dos ativos em si. Uma casa costuma custar muitas centenas de vezes o valor da renda mensal.

O problema do custo até poderia ser remediado com acréscimo de mais sócios, mas colocar mais sócios significa também correr mais riscos. Imagine a confusão de um apartamento de luxo que, no momento da venda, não consegue passar a escritura porque um dos dezesseis donos originais morreu e o inventário, em disputa, levará algumas décadas para sair...

Mas no caso dos FII esses problemas não ocorrem. O enrosco de um cotista em particular afeta as cotas *dele*, mas via de regra não interfere no funcionamento do fundo em si. É a situação análoga das empresas de capital aberto na bolsa. Não é porque um minoritário se complica que a empresa toda vai parar por conta disso. Pelo contrário, a empresa/fundo toca a sua vida, pois se trata na verdade de uma entidade separada. Fundos imobiliários são de fato empresas, aliás, com CNPJ próprios, ainda que não dotados de personalidade jurídica.

É uma qualidade ambígua. Não ter a posse direta significa que não pode decidir sozinho. Mas não ter posse direta significa que ninguém sozinho pode impedir o funcionamento democrático do fundo.

Vale uma última observação sobre o assunto. Investimentos diretos com muitos sócios são fadados a entraves, mas investimentos entre grandes investidores com muitos sócios ainda funcionam. Por quê? Porque os grandes investidores arcam eles mesmos com o custo de se criar empresas que isolem os investimentos dos problemas dos sócios. Sociedades de Propósito Específico (SPEs), Sociedades por Cotas de Participação (SCP), Fundos de Investimento em Participação (FIPs), entre outros.

O pequeno investidor que tentasse montar estrutura semelhante esbarraria em custos altíssimos, proibitivos até. Nessa perspectiva, um FII é uma outra solução do problema do ovo e da galinha, em termos de custo, para pequenos investidores. Monta-se o fundo, e tenta-se vendê-lo. Se vender o mínimo, o fundo nasce com as mesmas proteções e mecanismos de segurança dos grandes investidores. Se falhar a emissão do fundo, tudo é desmontado como se nunca tivesse existido.

O custo unitário

Já falamos rapidamente de como o preço dos imóveis são muito altos, em relação à renda das pessoas. E essa proporção de renda *versus* custo só tende a piorar conforme os empreendimentos sobem de tamanho ou luxo. É difícil um imóvel individual caber no bolso, imagine então um grande e luxuoso empreendimento imobiliário!

Para o pequeno investidor, a forma clássica de contornar o problema dos grandes preços é o financiamento: a aquisição parcelada do valor grande, a fim que as parcelas, menores, caibam no bolso. Para os grandes investidores a forma empresarial de resolver a questão é simplesmente aumentar a quantidade de sócios, a fim de aumentar o poder de fogo do grupo. E ainda assim, muitos negócios imobiliários de grande porte são inacessíveis à imensa maioria, porque por mais que se aumentem os sócios, esses sócios são graúdos entre si, até por uma questão de tradição. O valor mínimo de investimento por participante continua muito alto.

Nos FIIs não existe essa questão de proporção. Via de regra as cotas são negociadas na Bolsa de Valores em lote de um. Ou seja, pode-se comprar cotas de um FII de uma em uma, independente de quão grande for o empreendimento ou de quantas cotas existem. O menor valor de investimento é exatamente uma cota.

Nas empresas abertas existe a figura dos investidores controladores convivendo com os investidores minoritários. Nos fundos imobiliários essa questão praticamente desaparece, em parte porque os fundos são muito pulverizados, em parte porque os direitos e obrigações das cotas são todos iguais, os direitos e obrigações sendo apenas proporcionais ao número de cotas que se tenha.[5] Ainda que as decisões sejam tomadas por poucos investidores que possuam muitas cotas ou que vão mais a assembleias, os efeitos dessas decisões são igualitariamente distribuídos a todos.

Ou seja, a estrutura em fundo imobiliário retira ambas as travas do custo unitário que impedem o acesso do pequeno investidor aos grandes empreendimentos imobiliários: tanto pelo fatiamento do empreendimento "grande" em quantidades bem pequenas (as cotas), bem como a liberdade de negociação de quantidades bem pequenas (uma cota), sem ter de se preocupar muito com questões da existência (ou não) de grandes

investidores dentro do fundo.

Existe até mesmo uma lógica no *preço inicial* escolhido para as cotas. Para aqueles fundos que se deseja grande participação do varejo, o fundo é dividido em um grande número de cotas, de forma que cada cota tenha valor unitário menor. No caso de fundos que se queira poucos sócios, a quantidade de cotas escolhida é menor, resultando um maior valor por cota.

Para o pequeno investidor uma cota de menor valor permite investimentos frequentes. Para o grande investidor não faz muita diferença: o resultado obtido é diretamente proporcional ao número de cotas que tenha.

Custos de transação

Para adquirir um imóvel físico se incorre nos custos do Imposto sobre Transferência de Bens Imóveis (ITBI), custos de tabelionato (escritura), custos notariais (Cartório de Registro de Imóveis) e custos de especialistas outros (avaliador, advogados).

Isso no caso de pagamento a vista. No caso de operação que envolva financiamento, incorre-se em todos esses custos e mais um, muito maior: os juros do financiamento. Juros esses que no longo prazo podem ser bem maiores que o próprio valor do imóvel.

Para vender se incorre nos custos de corretagem (corretores de imóveis) e imposto de renda. No caso financiado, em custos extras de avaliação do imóvel.

Tanto na ponta compradora como na ponta vendedora, a negociação de um imóvel é bem onerosa, as duas partes juntas gastando entre 7,5% a 9% do valor do imóvel só em custos, sem entrar no mérito de imposto de renda. É um dinheiro considerável, ainda mais que esses percentuais são aplicados sobre o valor de negociação do imóvel, que já é bem alto.

Para transacionar FIIs em bolsa de valores se paga preços parecidos com o de negociações de ações. Algumas corretoras até oferecem preços diferenciados para negociação de cotas de FII. Geralmente são tarifas fixas, que quase desaparecem no caso de negociações grandes. Mesmo no caso de transações de custos variáveis raramente esses ultrapassam 0,5% sobre o valor transacionado.

É uma baita diferença.

Diversificação

Vimos até agora que FIIs disponibilizam uma grande variedade de estratégias, têm baixos preços de aquisição e baixos custos de transação. Mas um aspecto interessante da junção dessas características é que os FIIs possibilitam uma grande *diversificação pessoal*.

Dificilmente alguém que mal consegue pagar um primeiro imóvel vai se aventurar a financiar um segundo, ao mesmo tempo. Nem mesmo o mais rico dos empresários não vai tentar levantar mais empreendimentos em paralelo que suporta sua riqueza, e mesmo que o faça prudentemente, não poderá ele se expor a centenas de empreendimentos em paralelo, dados os custos individuais de cada um.

Com os FII a questão fica bem menos complicada. No momento da escrita desse livro, já havia mais de 120 fundos imobiliários disponíveis para negociação na BM&FBovespa. Alguns com apenas um imóvel, outros com vários imóveis, alguns de desenvolvimento (construção), outros mexendo com dívida imobiliária, e ainda alguns com a função exclusiva de comprar outros FIIs.

Ou seja, comprando alguns desses FIIs, consegue-se diversificação de empreendimentos diferentes, de estratégias diferentes, de riscos diferentes. Comprando-se um único FII que invista internamente em outros FIIs, consegue-se isso tudo com uma única aquisição![6] Seja você um grande investidor ou um pequeno poupador, não faz diferença: A grande diversificação de carteira é possível nos dois casos.

Imposto de renda

Os FIIs chamam muito a atenção do público por conta de uma característica que brilha os olhos: a isenção de Imposto de Renda.

FIIs não são totalmente isentos de Imposto de Renda. Porém vamos fazer aqui um breve apanhado de como funciona a tributação dos imóveis físicos, para poder comparar com uma versão também simplificada da tributação

dos fundos imobiliários.

Nos imóveis físicos, as rendas de alugueis são tributadas mensalmente. Na prática, eles representam um "aumento de salário", sendo somados aos ganhos mensais das pessoas físicas, sendo tributados nas várias faixas de arrecadação, conforme a renda total vai ultrapassando as faixas de recolhimento. O cálculo do tributo é feito através do programa Carnê Leão, da Receita Federal.

No caso da venda dos imóveis com lucro, o lucro será:

- Isento, se for o único imóvel da pessoa, o valor da venda for menor que R$ 440.000,00, e não tiver negociado nenhum imóvel nos últimos 5 anos (as três condições ao mesmo tempo);
- Isento, se os recebimentos da venda de imóvel residencial for utilizado na compra de outro imóvel residencial, as vendas e posterior compra ocorrendo dentro de uma janela de 6 meses, só podendo usar esse benefício a cada 5 anos;[7]
- Tributado, se não se encaixar em nenhuma das situações acima, o cálculo do tributo sendo realizado pelo programa Ganhos de Capital da Receita Federal;

Nas três situações de venda a pessoa deve preencher o programa Ganhos de Capital (GCAP), mesmo na situação de isenção. É no tal programa GCAP que é *declarado* as condições que levam a isenção.

Ou seja, quem tem um imóvel físico alugado tem de mexer com o programa Carnê Leão mensalmente. E se vender o imóvel tem de mexer com o programa Ganhos de Capital.

Os rendimentos dos FIIs são isentos se cumprirem quatro condições:

- que o fundo imobiliário seja negociado exclusivamente em bolsa ou no mercado de balcão organizado;
- que o fundo como um todo tenha 50 cotistas ou mais;
- que o cotista em particular não detenha mais de 10% dos direitos do fundo;
- que o titular (dono) das cotas seja pessoa física;

Essas condições são transitórias. Um FII pode ser isento num primeiro momento e deixar de ser. Todas as condições têm de ser atendidas no dia do

anúncio do pagamento. Na prática, são raríssimos os casos dos FIIs negociados em bolsa que tem muito perto de 50 cotistas, de forma que a perda da isenção é um risco para os FIIs que já são bem pouco populares porque negociam muito pouco. Caso o fundo (ou o cotista) não se enquadre nas regras, o imposto é recolhido na fonte, no momento da distribuição.

Um investidor que compre e venda cotas, e obtenha lucro entre essas duas transações, deve ele mesmo calcular esse lucro, apurar 20%, e pagar um Documento de Arrecadação de Receitas Federais (DARF), código 6015, até o final do mês seguinte ao dia da venda.[8]

A diferença de procedimentos é grande. Regras diferentes entre os dois casos, e falta de programas específicos no caso de FII, ficando o investidor final responsável pelo acompanhamento fiscal da carteira, apuração de resultados e pagamento de tributos.

A vantagem é que se só possuir FIIs isentos, e pouco ou nunca vender, os rendimentos isentos não interferem em outras contas tributárias mensais. Só anualmente, na Declaração de Imposto de Renda Pessoa Física (DIRPF), que se deve somar os rendimentos isentos para informar na declaração.

Os ganhos de capital, apurados e pagos mensalmente, tem uma seção própria dentro da DIRPF, muito parecido com o caso das ações (seção de Renda Variável, sub seção FII).

---

[5] Exceção aos casos dos fundos imobiliários que possuam *classes* de cotas diferentes. São raros mas existem. São FIIs geralmente reservados a investidores qualificados (mais restrito), mas que são negociados em bolsa de valores sem distinção em relação aos fundos destinados ao público geral. As classes diferentes dão direitos e obrigações diferentes entre elas.

[6] Os chamados "fundos de fundos" são FIIs que investem em outros FIIs, apresentando assim diversificação interna. Mas por mais diversificado que seja um FII internamente, eventos no FII externo podem fazer o valor da cota balançar bastante. Em outras palavras, os FIIs continuam correndo risco de oscilação de cota de mercado, independente da composição interna. A diversificação entre FIIs é importante. Ter só um ou alguns poucos FIIs de FIIs ainda te deixa concentrado em risco de mercado.

[7] Ver Perguntão DIRPF 2014. Pergunta 534, item 6.

[8] Para quem mexe com ações, perceberá que é praticamente a mesma regra, só mudando a alíquota e o fato que ganho de capital em FII não tem isenção para pequenas movimentações. Pode inclusive compensar prejuízos anteriores de FII com lucros posteriores de FII. Não pode misturar compensação de prejuízo com outras classes de ativos.

3

Algumas diferenças

O mote desse livro é que os investimentos clássicos em ativos imobiliários existem, e que os FIIs são só uma forma alternativa de se alcançar esses mesmos investimentos clássicos.

Isso é só metade da verdade.

Existem FIIs *não listados* em bolsa de valores, mas aqui focamos exclusivamente os fundos imobiliários com negociação ativa em ambientes eletrônicos. O problema é que quando se junta "negócios imobiliários" com "bolsa de valores", o que sai é uma mistura estranha, esquisita até.

Diz uma piada da área de informática que se você tem um grande e velho navio no meio do mar, você corre o risco dele afundar ou quebrar. Porém, se você tem um grande e novo navio no meio do mar, todo informatizado, você corre o risco dele afundar, quebrar *ou travar*. Ou seja, a junção não traz só o melhor dos dois mundos, mas também os problemas. "Problemas" esses que tem efeitos práticos um tanto inesperados.

Nesse capítulo vamos falar um pouco dessas esquisitices.

Vale menos quando desocupado

Suponha que você tenha mil casas, bem parecidas entre si, todas alugadas. Com uma quantidade tão grande de imóveis é de se supor que você tenha problemas frequentes com inquilinos, inclusive a falta deles. Você sabe que *shit happens* e que é comum ter certa quantidade de inquilinos saindo e entrando, todo ano. A vacância é um fato da vida.

Olhando por outro ângulo, poder-se-ia dizer que o valor de uma casa em

particular não se altera por ela estar vazia ou alugada naquele momento. A sua *utilidade* como geradora de renda, sim, mas não o seu preço de negociação, dado o grande esquema das coisas.

Não no mundo dos FIIs. Os anúncios da saída ou chegada de inquilinos num fundo imobiliário causam grandes alterações no valor das cotas. É como se a saída de um inquilino fosse o fim do mundo, e a entrada de outro fosse a salvação da lavoura.

Daí a importância da diversificação entre vários FII. Mesmo um FII bem diversificado internamente pode sofrer muito (e subitamente) com notícias de inquilinos.

O valor da cota reage ao valor do rendimento

Essa é uma questão óbvia até, mas merece um comentário. Suponha dois negócios imobiliários, com todas as características parecidas, mas um deles gerando mais renda que o outro. O empreendimento mais lucrativo tende a ser mais valorizado que aquele que rende menos. Simples regra de três.

O problema é que isso só se justifica no caso de empreendimentos que pague rendimentos *regulares*, que não seja uma questão temporária.

Existem muitos FIIs que pagam rendimentos regulares, mas existem também vários FIIs que pagam rendimentos *irregulares*, fazendo que o valor da cota suba ou caia, dependendo só do vai e vem dos rendimentos maiores ou menores.

Essa situação pode levar a ruína de investidores, comprando FIIs em alta por conta de rendimentos altos momentaneamente, para logo depois descobrir-se em prejuízo, quando o FII pagar um rendimento baixo e as cotas derreterem. Repetindo-se o ciclo de comprar na alta e vender na baixa, o investidor acaba sem nada.

Daí a importância de entender o que se está comprando, e não dar atenção exagerada ao valor do rendimento em relação ao valor da cota.

O valor da cota reage aos juros da economia

Pergunte a qualquer investidor de alugueis de longa data, acostumados que estão ao vai e vem de governos, crises e moedas, o que eles acham de vender todo os imóveis e trocar por aplicações financeiras de renda fixa.

A reação, você mesmo pode testar, provavelmente vai variar de uma educada resposta condescendente a até um ataque de risos tão forte que exija internação médica. Talvez, se o entrevistado for um conhecido mais chegado, ele tema por seu futuro financeiro de longo prazo.

Para esses investidores, já calejados de problemas monumentais que só ocorrem de quando em quando, a experiência lhes diz que "vãos as moedas, ficam os imóveis". Não raro, os surtos de alta rentabilidade financeira são justamente o prenúncio de uma iminente crise, e uma razão a mais para ficar longe de investimentos puramente financeiros.

Nesse esquema das coisas, os imóveis são "economia real", podendo sofrer (e muito) com ciclos econômicos, e o mundo financeiro é onde as coisas acontecem rápido, do lucro ascendente, mas também de ruína sem precedentes.

Coloque os imóveis na bolsa e o que você tem? O pior dos dois mundos: imóveis que são tratados como renda fixa.

Isso decorre do (péssimo) hábito de ficar comparando só rentabilidades, sem incluir também os riscos, retornos e proteções associadas a cada classe de investimento.

Os juros da economia caem? As cotas sobem em grande exuberância! Porque ficar na renda fixa se os FIIs pagam mais?

Os juros da economia sobem? As cotas despencam! Os investidores se desfazendo dos investimento em renda variável pelos de renda fixa...

Isso afeta mais àqueles que visam a estratégia de ganho de capital, já que os juros da economia afetam só com grande atraso os alugueis contratados.

Mas FII é um troço engraçado. É renda variável (porque não se tem controle sobre o valor da cota), mas é negociado como renda fixa (porque o valor das cotas reage aos juros da economia).

Caso sério!

Formação de preços

Um imóvel pode ficar com a placa de vende-se por prazos desconcertantemente longos. As vezes o negócio até fecha rápido, mas a parte da documentação se arrasta um tanto. Se envolver financiamento, então, a coisa pode se arrastar por *meses*. Incluindo o período do pagamento de parcelas, o negócio vai para *décadas*.

No caso dos FIIs, o tempo necessário para se fazer uma ordem no home broker é medido em *segundos*. E dependendo da liquidez do fundo, o próprio negócio também pode se encerrar nessa minúscula escala de tempo. [9]

Então... temos duas formas bem diferentes de negociar ativos que são semelhantes. Uma forma muito lenta, enrolada e custosa, e outra instantânea, direta e bem baratinha. A vantagem está mais para o segundo caso, certo?

Bom, depende.

Se todos os negócios fossem realizados em bases racionais então a diminuição dos atritos de negociação só trariam benefícios. Porém a própria velocidade da negociação pode gerar distorções.

Se dois pares de pessoas negociam dois imóveis vizinhos e idênticos, mas sem saber um do outro, os dois negócios provavelmente vão ocorrer a preços diferentes, sem que um negócio interfira no outro. Depois, só depois, os respectivos compradores/vendedores podem ficar mais ou menos felizes com os seus próprios resultados, comparado ao negócio alheio.

Na bolsa de valores essa separação não ocorre. Os mesmos pares de compradores/vendedores não se encontram separadamente ou isoladamente para negociar. Todos eles abrem o home broker, olham o livro de ofertas, e colocam suas ordens, ora a preços que não geram negociação imediata, ora agredindo ofertas na pedra.[10] Os pares de negociantes hipotéticos do parágrafo anterior provavelmente acabariam fazendo negócios bem diferentes na bolsa, em comparação aos negócios que teriam feito fora da bolsa.

A maior diferença é que não há negociação em separado. Na bolsa de valores, todos tem de se sentar numa única "fila": o livro de ofertas. Alguns

participantes *publicamente* colocam ofertas de compra e venda, expondo os seus preços pessoais, enquanto que outros participantes só ficam na moita, agredindo ordens alheias.

O processo de formação de preços é bem diferente, tanto pela questão de alguns negociadores nunca revelarem o seu preço verdadeiro, tanto pela questão dos negócios ocorrem em um único lugar, de forma pública e sequencial.

Isso acaba fazendo com que os negociantes se preocupem mais em tentar extrair um negócio levemente melhor, escolhendo colocar/agredir as ordens no livro de ofertas assim ou assado. Quando finalmente ocorrem, os preços dos negócios acabam refletindo os efeitos dessa "dança" entre ofertantes públicos e agressores ocultos. Incentiva as pessoas a fazerem pequenos negócios em vários preços, em vez de um único e grande negócio, num único preço, como seria no caso de um imóvel fora da bolsa.

Depois da compra

Fechar a compra ou venda de imóvel físico é lento, caro, cansativo, cheio de meandros. É *desgastante*. Pergunte a qualquer conhecido, se você mesmo já não passou pela experiência. Logo depois que fechar o negócio, você provavelmente vai querer sossego por um tempo, para recuperar as forças. E mesmo que o negócio não tenha sido assim tão pesado, tenho absoluta convicção que você não vai ficar ligando para o corretor de *cinco em cinco minutos*, para saber o *valor atual do imóvel*.

No mundo dos FIIs a história parece refletida no espelho. Os negócios em si são limpos e rápidos, mas a maioria dos investidores acaba se desgastando *depois* do negócio fechado. De dia, de noite, na hora do almoço, assim que chega em casa, em qualquer tempinho que tenha livre, abre o *home/mobile broker* para ficar lá, vigiando e se preocupando com o vai e vem do preço das cotas.

Quando se trata do imóveis físicos isso não tem como acontecer. Os prédios físicos não tem grandes displays que ficam piscando valores diferentes a cada segundo, e um corretor de imóveis já teria mandado as favas algum cliente que ficasse ligando toda hora para obter, basicamente, o mesmo número. Afinal, a negociação de imóveis físicos ocorre bem devagar, e o

preço muda, se mudar, numa velocidade tão lenta quanto. Tudo o mais igual, o normal é o que o preço fique estável.

Mas não nos FIIs. Não. Nos FIIs o *normal* é que os preços *mudem*. E a alteração dos preços gera emoções...

O problema com as emoções é que elas atropelam a racionalidade. A tranquilidade que se obtém do investimento de imóveis por causa da *impossibilidade* de acompanhar o valor de investimento é trocada pela perda de sono por conta da *facilidade* de ver o preço piscando. As vezes a perda do sono se dá por euforia, ao ver o preço subindo continuamente. As vezes a perda de sono se dá pelo desespero, de ver o valor de mercado derreter, dia após dia. E como é raríssimo um FII repetir o preço de fechamento, é bem provável que a perda de sono esteja garantida...

Assimetria da informação

Por mais que se visite um imóvel antes de comprar você só saberá os "detalhes sórdidos" dele quando começar a usá-lo de fato. Talvez só morando você descubra que o gosto da água é ruim por causa do encanamento, ou que tem problemas de refluxo de esgoto ou falta de luz em dias de chuva forte. Ou ainda que o problema seja a vizinhança, você sabendo só muito tardiamente que o vizinho vira lobisomem nas noites de lua cheia de quintas feiras...

Brincadeiras à parte, tem coisas que só se descobre quando se usa um imóvel *continuamente*, porque muitos tipos de itens desagradáveis só ocorrem *ocasionalmente*.

O quase inverso com FIIs. Não que não seja possível vir a ocorrer fatos *novos* e péssimos a respeito de um FII em particular: o mesmo vale para imóveis adquiridos diretamente. Porém o FII não fica diferente, do ponto de vista da informação, antes ou depois da compra, uma vez que se pode obter toda a informação *disponível* a respeito de um FII sendo ou não cotista dele.

Portanto a compra de um FII deveria ser mais tranquila que a compra de um imóvel, mas infelizmente acontece o contrário. Algumas pessoas compram FII no impulso e só depois vão atrás de saber exatamente onde gastaram o

seu rico dinheirinho. E muitas vezes compram e ficam tranquilos, se a cota está subindo... Mas infinitamente preocupados quando a cota começa a cair.

A diferença aqui é que o preço do imóvel é invisível para você antes e *depois* da compra. É uma fonte de preocupação a menos, simplesmente porque está oculta. Nos FIIs a negociação ocorre continuamente, que gera informação de preços flutuantes. Mas enquanto *ausência* de informação gera tranquilidade de um lado, por outro lado a mera presença da informação é capaz de criar uma fonte inesgotável de angústia.

O pisca pisca

Imagine, se você puder, uma cidade onde todos os imóveis têm pregados em suas fachadas um grande display vermelho. Grande mesmo. Quase tapando a frente. Você tem de se desviar deles para entrar nos imóveis.

Em todos os imóveis. Em todas as esquinas, em todo lugar.

E os displays têm poderes mentais. Eles ficam ligados, cutucando a mente das pessoas da cidade, perguntando ocultamente por quanto as pessoas aceitariam comprar ou vender o imóvel anexo ao display. Vão pegando os palpites, fazendo uma média. Quando essa média muda, o display alegremente pisca um novo número na frente do imóvel, fazendo questão de mostrar a todo mundo que o valor do imóvel *mudou*.

Os displays não dormem nunca. E as pessoas ficam observando os números mudar, até porque os displays são difíceis de ignorar. E as pessoas reagem, claro, às mudanças de preço. Ao saberem das altas e baixas, ajustam suas expectativas para cima ou para baixo. E os displays reagem às pessoas, calculando novas médias, piscando novos resultados. Sem parar. Pisca, muda, pisca de novo.

E as pessoas discutem os preços. As pessoas discutem a *mudança* do preço. Ficam especulando o porquê de outras pessoas terem mudado o preço. Ficam especulando porque o preço de hoje está maior ou menor que antes. A discussão gera ela mesma alterações no estado mental das pessoas, que os displays percebem, que altera a média calculada, que faz piscar um novo valor. Pisca pisca, muda muda.

Na sua rua, na sua casa têm o tal display. Também tem na casa dos vizinhos,

de parentes próximos e distantes, de conhecidos do trabalho, dos desafetos da vida... nos imóveis de todo mundo tem displays que piscam e piscam, e mudam e mudam.

E as pessoas falam disso, cochicham disso, fofocam disso. Acordam e dormem pensando nisso. Sonham com isso. Pisca, muda, conversa, fofoca, discute, tudo isso, o que só faz o valor continuar a piscar. Os valores sobem sem noção e caem sem razão. Você não sabe porque o preço está mudando, e isso gera ainda mais ansiedade por conta das mudanças, o que por sua vez faz o preço mudar mais ainda.

É impossível parar de *pensar* nos preços, porque os preços ocupam todas as discussões. É inevitável. É a obsessão nacional. Hoje, manhã e sempre, piscando sem parar.

Você gostaria de viver nesse mundo?

Na realidade os imóveis não têm esses displays, claro. E isso é *bom*.

Fundos imobiliários, por outro lado, sofrem desse mal. FIIs "bastante" movimentados podem ter 200 negócios individuais num dia comum. Num dia de stress, o número de negócios pode superar o milhar. Para uma janela de negociação de umas 8 horas isso significa um negócio a cada 30 segundos. Que por sua vez significa pares de pessoas, fazendo mais de um negócio por minuto, comprando e vendendo cotas quase sem parar, muito provavelmente a preços *diferentes*, quase continuamente.

E o preço do último negócio pisca, pisca...

O gira gira

O maior problema da existência do pisca pisca é criação do fenômeno do gira gira.

Um cotista que veja a cota disparar vai ficar muito tentado a vender logo sua posição, na expectativa de "embolsar o lucro" antes que o "lucro desapareça". Quando a cota cai em vez de subir, o investidor vai se sentir pressionado pela aversão à perdas, logo decidindo "pular fora" do investimento que se revelou uma "furada", temendo ver o barco afundar ainda mais.[11]

E o problema não acaba ai. O cara que vendeu "porque subiu" as vezes ainda volta a comprar o mesmo ativo, num preço ainda maior, porque conclui que "saiu cedo de mais". O cara da queda, tentando "recuperar a perda" volta ao ativo que continua caindo na esperança de ter "acertado o fundo", prevendo que "agora volta". Fora outras milhares de razões e justificativas igualmente estapafúrdias...

A negociação de imóveis físicos são eventos sérios, sisudos, feitos com todo cuidado. Já a negociação de FIIs na bolsa não raro são feitos apenas com base no valor do pisca pisca. E porque está piscando assim ou assado as pessoas se lançam a negociar assado e assim. Se esquecem elas mesmas que o pisca pisca nada mais é que o gira gira alheio. E tragédia das tragédias, o gira gira próprio acaba causando o gira gira em terceiros, numa recursão sem fim.

O problema do gira gira não é tão simples quanto eu tento fazer parecer aqui, sendo bem difícil de controlar, mesmo depois de estar consciente do fenômeno. Envolve emoções bem primárias, de todo irracionais, sendo ainda justificada por teorias econômicas bem sérias, embora controversas. [12]

A origem do problema do gira gira é que ele é um tanto não intuitivo. A ideia que "mexer menos" é muito mais lucrativo que "ficar mexendo" não parece condizer com o ambiente frenético da bolsa. É o tipo de coisa que tem de se sentir na pele, que geralmente significa levar enormes prejuízos do compra e vende, o que geralmente desemboca na situação que a pessoa desiste, considerando a bolsa um "cassino" onde só os outros fazem dinheiro, sendo tolice continuar.

Não há muito mais a dizer a respeito disso. O conselho mais simples e direto que eu posso repassar a respeito do gira gira é: não faça. Literalmente. Se você está mexendo muito na sua carteira, operando semanalmente ou, pior, diariamente, então *tem alguma coisa errada com você!*

Pois é normal renda variável variar de preço. Por isso o nome. Mas se você está mexendo muito na sua carteira, reagindo principalmente às variações de preços, é sinal que você foi tragado para o sinistro reino do pisca pisca.

E ainda que pouco opere mas não consiga deixar de sentir uma espécie de

terror ao ver as movimentações de preço, se angustiando por não *saber* o porque elas ocorrem, daí a pouco a fazer que simplesmente não olhar os preços.

Mas se no final continua mexendo muito ou se angustia sem parar por conta da variação de preços, daí a avaliação mais provável é que renda variável não seja apropriada para você.

Que investimentos não devem ser uma fonte de emoções. Menos ainda fonte de angústia contínua.

---

[9] Existem FIIs que negociam *nunca*, ou tão pouco, que na prática eles são menos líquidos que imóveis do mundo real. Geralmente são FIIs que estão na bolsa, sim, mas apenas para cumprir a legislação que cria a isenção para pessoas físicas. A maioria dos casos, e o foco do presente livro, recai sobre os FIIs líquidos, FIIs com negócios frequentes.

[10] O cadastramento de uma ordem para negociação, em um preço que não feche o negócio imediatamente, é resumidamente chamado "colocar ordem" ou ainda "lançar ordem". Ordens lançadas com o objetivo "casar" com outras ofertas já disponíveis e fechando um negócio imediato é chamado de agressão, "agredir tal ordem". O local onde as ordens são lançadas/agredidas é chamado de livro de ofertas, mas algumas vezes também é apelidado de "pedra", que por sua vez é um nome antigo para lousa (de escrever, com giz). Sim, a terminologia é terrível e arcaica.

[11] A aversão a riscos é uma coisa natural, mas a aversão a perdas é uma coisa que faz as pessoas perderem dinheiro. Em economia comportamental é clássico o experimento onde são apresentados duas possibilidades de investimento, ambas idênticas nos resultados possíveis, com pequenas variações cosméticas. Num experimento se começa com um prêmio menor, tendo a chance de receber um acréscimo, em outro começa-se com um prêmio maior, tendo a chance de receber uma multa. Os resultado final é sempre o mesmo, numericamente, mas a grande maioria das pessoas escolhe a primeira opção sem pensar muito, muitas outras pessoas sequer admitem que os problemas são iguais, mesmo depois de demonstrar o truque.

[12] Em teoria econômica, em particular aplicada à bolsas de valores, a Hipótese do Mercado Eficiente (HME) conclui, entre outras coisas, que o

preço de um ativo reúne toda a informação conhecida dele, e que portanto o preço atual é significativo, assim com a alteração do nível de preço reflete a disponibilidade de novas informações. A validade dessa teoria ainda gera discussões acaloradas, sem consenso em vista. Curiosamente, a maioria dos profissionais de bolsa ou é fundamentalista, que desmerecem a importância da variação do preços, ou são grafistas, que consideram apenas o preço e ignoram os fundamentos. Eu gostaria de continuar essa discussão verdadeiramente maravilhosa, mas essa nota de rodapé é estreita demais para contê-la.

4

Interlúdio

Até aqui, falamos apenas teoricamente de como são alguns investimentos imobiliários diretos, e falamos também de como os FIIs se comportam diferentes dos seus equivalentes clássicos.

Talvez tenha notado que eu pintei os investimentos diretos como complicados, custosos e inacessíveis, jogando para os FIIs as facilidades e custos menores. Mas espero também ter deixado a impressão que essas facilidades trazem alguns problemas, que dependendo da *pessoa*, pode até significar prejuízos.

Não deve ser o começo de livro de investimentos mais feliz que você tenha lido até então,[13] mas é necessário saber os prós e contras das alternativas disponíveis, para que as decisões de investimento sejam feitas com o máximo de consciência possível.

Investimentos imobiliários diretos são considerados de longo prazo pela simples dificuldade e velocidade que as coisas acontecem. FIIs são tão simples e rápidos de negociar que eles convidam as pessoas a ficar girando sua carteira, pulando de galho em galho sem nenhum remorso.

A mensagem central dessa primeira parte era tentar destacar essas semelhanças e diferenças. Como um martelo que pode ser tanto uma ferramenta ou a arma de um crime, FIIs podem ser "bem" ou "mal" utilizados, dependendo da pessoa que o "empunha", mas não são eles "bons" ou "maus" absolutamente.

Até aqui eu mostrei os FIIs utilizando uma abordagem mais informal. Na parte seguinte é dado um tratamento mais formal das várias caraterísticas legais e operacionais dos FII.

[13] E eu realmente não gostaria que o meu livro ocupasse um pódio tão sinistro...

II

Fundos de investimento imobiliário

5

Definição geral

Resumir a definição de FII em um único parágrafo é uma tarefa complicada, que deixa de fora uma enorme quantidade de detalhes. Ainda assim, vale o exercício para partir de uma definição enxuta e depois ir expandindo os conceitos, de forma a poder correlacionar como as várias partes da definição se encaixam.

Então o que é um fundo de investimento imobiliário?

> Os Fundos de Investimentos Imobiliários, instituídos pela Lei 8.668/1993, caracterizam-se pela comunhão de recursos destinados a aplicação em ativos de base imobiliária, na forma de condomínio fechado, em prazo determinado ou indeterminado. Compete à CVM autorizar, disciplinar e fiscalizar os FIIs, sendo necessariamente geridos por instituições financeiras. Os rendimentos distribuídos por FIIs são isentos para pessoas físicas em certas situações.

Eis uma definição curta e, na minha sincera opinião, inútil. A definição está correta, veja bem, mas o que ela tem de sucinta falta em poder explicativo...

Nos capítulos seguintes vamos falar mais detalhadamente da legislação básica envolvida e suas consequências práticas. Alguns itens vão merecer capítulos próprios, dada a importância ou a confusão que eles geram.

Mas uma coisa de cada vez.

6

Legislação básica

Os FIIs são definidos e regulamentados em várias leis, instruções normativas e regulamentos, de entidades tão diferentes quanto o poder público (leis), a Receita Federal (tributação) e a Comissão de Valores Mobiliários (regulamentação e fiscalização).

Nesse capítulo vamos fazer um apanhado desse conjunto. A relação a seguir não é completa, e nem pretende ser detalhada. Ainda assim são discutidos aqueles diplomas mais importantes ou que mais impactos práticos tem no dia a dia dos FII.

Instrumento	Resumo
Lei 8.668/1993	Criação dos FIIs.
Instrução CVM 205/1994	Constituição, funcionamento e administração de FIIs.
Instrução CVM 206/1994	Normas contábeis e publicações aplicáveis a FIIs.
Lei 9.514/1997	Criação do SFI, das companhias securitizadoras e dos CRIs.
Lei 9.779/1999	Regra de distribuição e tributação de resultados, tributação de aplicações financeiras.
Lei 10.931/2004	Criação das LCI e das CCI.
Lei 11.033/2004	Tributação do mercado financeiro e de capitais.
Lei 11.196/2005	Isenção de rendimentos de FII para pessoas físicas.
Instrução CVM 472/2008	Constituição, administração, oferta pública, distribuição de cotas e divulgação de FII.

Lei 12.024/2009	Isenção de IR para investimentos de FII em CRI, LCI, LH e em contas de outros FIIs.
Instrução CVM 516/2011	Revisão das normas contábeis e publicações aplicáveis a FIIs.
Ofício Circular CVM/SIN/SNC 01/2014	Regulamenta a regra dos 95%.
Consulta Cosit 181	Responde que ganho de capital dentro de fundo de fundos é tributado.

Esse é um longo capítulo. O objetivo aqui é ter contato com a legislação e regulamentação pertinentes aos FII. Não precisa decorar, lembrar de tudo ou se angustiar. É para conhecer, para não ser pego de surpresa com alguma coisa "normal". Serve também para tirar um pouco de expectativas irreais: se alguma coisa não está escrita nessas regulamentações, não existe obrigação delas acontecerem.

Mas admito que é um capítulo incomum. Se sentir que a leitura está difícil, ou que "não está entendendo nada", pule para o próximo capítulo. A ideia é sempre ajudar, não atrapalhar.

Isso dito, relaxe, respire fundo, e bora lá.

Lei 8.668/1993

Essa é a principal lei dos FII, no caso a lei que *criou* os FIIs. É uma lei curta, embora não tão fácil de ler. Como boa parte de tudo o que FII *é* está definido nesta lei, a descrição fica um pouco longa.

Os FIIs são instituídos sem personalidade jurídica, caracterizados pela comunhão de bens destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários (Art. 1º), sob a forma de condomínio fechado, sem resgate de cotas, podendo ser de prazo determinado ou indeterminado (Art. 2º).

As cotas dos FII são consideradas valores mobiliários (Art. 3º), sendo os FIIs autorizados, disciplinados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM, Art. 4º). Os FII só podem ser geridos por instituição financeira previamente autorizada pela CVM (Art. 5º), ficando os bens dos FIIs junto ao administrador, mas em caráter fiduciário (Art. 6º). Os bens do

administrador ficam totalmente separados dos bens dos FII, não havendo nenhuma comunicação entre eles (Art. 7º). Quem de fato negocia os ativos é o administrador, em nome do fundo, seguindo o regulamento e/ou assembleia de cotistas (Art. 8º). Quando um ativo é vendido, os valores obtidos são considerados patrimônio do fundo (Art. 9º, parágrafo único).

Cada fundo imobiliário deve ter um regulamento, com informações mínimas (Art. 10º). Caso o administrador renuncie ou seja descredenciado pela CVM, é convocada uma assembleia de cotistas para escolher outra administradora ou liquidar o fundo. Se não ocorrer a assembleia, o fundo é liquidado (Art. 11º).

O administrador é proibido de: conceder empréstimos ou adiantar receitas futuras; de aplicar recursos no exterior; comprar cotas do fundo com o dinheiro do próprio fundo; prometer rendimentos; realizar operações em situação de conflito de interesse (Art. 12º). Já o cotista não pode fazer nada com os ativos do fundo diretamente, e nem responde diretamente pelas obrigações legais ou contratuais dos ativos do fundo, embora seja obrigado a realizar integralizações (pagamento) das cotas que tenha subscrito (adquirido em emissão, Art. 13º).

No caso de um cotista tiver lucro no resgate ou na venda de cotas há um imposto de 20% (Art. 18º), sendo esse imposto considerado tributação exclusiva no caso de pessoas físicas, ou seja, é um imposto que não se mistura com outros (Art. 19º).

As administradoras e os responsáveis pelos fundos podem sofrer sanções legais pela CVM (Art. 20º).

Bastante coisa, né? O ano de 1993 parece perdido no passado. Basta dizer que quem assinou a lei foram Itamar Franco (presidente) e Fernando Henrique Cardoso (então Ministro da Fazenda).[14]

Instrução CVM 205/1994

A ICVM 205/2004 foi a primeira instrução de regulamentação dos FII, em consequência da lei que os criou. Essa ICVM foi posteriormente revogada por outra (a ICVM 472/2008, discutida na sequencia). Menciono aqui apenas para ilustrar os pontos que eram mais diferentes, na primeira

regulamentação.

No começo os FIIs só podiam investir em imóveis prontos e imóveis em construção (Art. 2º). A criação do fundo e emissão de cotas devia ser ser simultânea (Art. 3º).

A ICVM ainda dava detalhes em questões de emissão, do regulamento do fundo, da administração (suas obrigações, vedações, informações prestadas, situações de renúncia e descredenciamento), que tipo de matérias só podem ser decididos por assembleia de cotistas, a figura do representante dos cotistas e do consultor imobiliário, dos encargos e despesas do fundo, das demonstrações financeiras do fundo. Mas tudo isso foi revisado depois.

Instrução CVM 206/1994

A ICVM 206/1994 fazia "par" com a instrução ICVM 205/1994. Enquanto a ICVM 205 lidava com o operacional do fundo, a ICVM 206 lidava principalmente com questões de informação e contabilidade: publicações mínimas, demonstrações financeiras, balanço patrimonial e regras específicas de escrituração contábil. E assim como a ICVM 205, a ICVM 206 já foi revogada (substituída pela ICVM 516/2011, também discutida a seguir).

De diferente em relação a hoje, os imóveis eram tratados como equipamentos: com as noções de "vida útil" e "depreciação". Assim, os imóveis *diminuíam* de valor com o passar do tempo, independente de efeitos de inflação ou valorização no mercado imobiliário. E a diminuição do valor do imóvel fazia o Patrimônio Líquido (PL) diminuir continuamente. Naquela época ninguém olhava muito para o PL por causa disso. Essa regra mudou da virada de 2011 para 2012.[15]

Lei 9.514/1997

Essa lei tem um preâmbulo muito simples. Diz apenas: *Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências*. Mas não duvide, essa é uma lei bastante importante.

Sem pomposidade ou salto alto essa lei moderniza todo o sistema de financiamento imobiliário brasileiro. Ao invés de mexer no antigo Sistema Financeiro Habitacional (SFH), cria um outro, em paralelo: o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), e junto com ele as definições e instrumentos que em muito destravaram o mercado imobiliário: financiamento em condições de mercado, a alienação fiduciária, as companhias securitizadoras, os CRIs.

O que a lei faz é permitir a entidades autorizadas do SFI de negociar financiamentos imobiliários em condições de mercado (ou livremente, como se diz hoje, Art. 4º), estendendo essa opção aos imóveis já construídos ou em construção, aos arrendamentos mercantis e às incorporações imobiliárias (Art. 5º).

Em poucos artigos cria os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI, Art. 6º e 7º), a vinculação de créditos imobiliários à emissão de títulos de crédito (securitização, Art. 8º), o patrimônio separado opcional quando dessa vinculação (regime fiduciário, Art. 9º ao 16º).

A parte da alienação fiduciária altera bastante a relação de forças entre quem financia e quem é financiado. Mais principalmente, facilita em muito a retomada do imóvel dado em garantia. Isso porque na hipoteca o dono do imóvel é o comprador, mesmo que ainda não totalmente pago. Na alienação fiduciária é o inverso: o dono do imóvel fica sendo quem empresta o dinheiro. O devedor tem assegurado a livre *utilização* do imóvel *enquanto* pagar o financiamento. Se deixar de pagar, esse direito desaparece, e o imóvel fica todo para quem financiou (Art. 26º).

E os prazos são bem curtos. Se não pagar alguma parcela, o devedor é chamado a resolver a questão em 15 dias (Art. 26º § 2º). Se o devedor não for encontrado, um aviso é publicado em jornal por 3 dias (intimação por edital, Art. 26º § 4º). Não pagou depois de 15 dias, perde o imóvel (Art. 26º § 7º), o imóvel indo a leilão já nos próximos 30 dias (Art. 27º). O imóvel vai a leilão uma primeira vez pelo valor definido em contrato (Art. 27º § 1º), e possivelmente uma segunda vez, em mais 15 dias, pelo valor da dívida (Art. 27º § 2º). Se qualquer um dos dois leilões o imóvel for arrematado então comprador recebe o que *sobrar* do valor do leilão, descontado o total da dívida e multas. Se falhar os dois leilões, a dívida é cancelada, mas o devedor perde tudo (Art. 27º § 5º). Se chegar ao ponto de perder o imóvel, a desocupação pode ser conseguida para dali a 60 dias (despejo liminar, Art. 30º).

Bem pesado, né? E ainda assim foi uma alteração necessária, dados os problemas que ocorriam (e ainda ocorrem) no SFH. Se o devedor de um financiamento do SFH der o cano, todo o processo deve correr pela via judicial, que *tudo dando certo* leva uns 15 anos. Se o devedor sumir ou questões de único imóvel forem levantadas, é praticamente dinheiro perdido.[16]

Essa lei é importante para os FIIs por causa da história dos "ativos de base imobiliária". Embora só as entidades vinculadas ao Sistema Financeiro Imobiliário possam *iniciar* um financiamento imobiliário, depois de criado os financiamentos podem ser *vendidos* à pessoas físicas e jurídicas comuns, na forma de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). E isso vale para os FIIs também.

Mas isso de FII poder investir em FII só seria para dali a alguns anos ainda.

Lei 9.779/1999

Essa é uma lei mais geral, que trata de variados assuntos de tributação, alterando várias leis anteriores. Em particular altera a lei 8.668/1993, no tocante à regra de distribuição de resultados de FII.

É aqui que nasce a famosa (e confusa) regra que FII deve distribuir 95% dos resultados. O texto exato incluído na lei é o seguinte: "*Art. 10º Inciso XI - critérios relativos à distribuição de rendimentos e ganhos de capital. Parágrafo único: O fundo deverá distribuir a seus quotistas, no mínimo, noventa e cinco por cento dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano.*"

Outras alterações na lei 8.668 são a determinação que os rendimentos de aplicações financeiras são tributados como pessoa jurídica normal (Art. 16-A), que os rendimentos distribuídos por FII sejam tributados na fonte em 20% (Art. 17), assim como o ganho de capital no caso de venda das cotas (Art. 18).

Em resumo, rendimento de FII já foi tributado na fonte em 20%. Isso depois mudou, é claro, mas no começo os FIIs eram tributados. A história dos 95%

é um pouco mais complicada, e acaba recebendo uma explicação detalhada depois.

Lei 10.931/2004

Essa lei não trata de FIIs, mas ela é importante por tratar de assuntos que afetam os FIIs diretamente.

É a lei que cria um regime tributário dos "patrimônios de afetação", uma espécie de patrimônio separado para as incorporações imobiliárias, questão de diz respeito principalmente aos FIIs de desenvolvimento.

A lei cria também dois novos instrumentos de investimentos imobiliários. A Letra de Crédito Imobiliário (LCI) e a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI), ativos esses que os FIIs logo seriam autorizados a investir.

Lei 11.033/2004

No preâmbulo da lei há a afirmação que ela *"Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais"*, entre outras providências. Modéstia. 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.

Logo depois essa lei seria alterada para incluir a isenção de IR para os rendimentos de FIIs.

Lei 11.196/2005

Essa é uma lei longa. O artigo principal que trata dos FIIs é de número 125 e ainda tem chão até o final. E apesar de ser um artigo curto numa longa lei, é de tamanha importância que ganha transcrição total aqui:

> *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 ... 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 aqui que nasce a famosa regra de isenção de rendimentos dos FII para as pessoas físicas. Se você está lendo esse livro hoje, muito provavelmente se deve a popularidade dos FIIs, popularidade essa que existe muito em função desse curto artigo.

Apesar de clara na superfície, a redação da lei ainda dava bastante margem à interpretações, e foi depois "regulamentada" pelo Ofício Circular CVM/SIN/SNC 01/2014 (quase nove anos depois).

Mais a frente tem uma discussão mais detalhada do funcionamento da regra, antes e depois da regulamentação.

Instrução CVM 472/2008

Essa ICVM em 2008 revoga a ICVM 205/1994, a primeira que trata de FIIs. É uma verdadeira reforma da regulamentação sobre constituição, administração, oferta pública, distribuição de cotas e divulgação de informações de fundos imobiliários. Quase tudo, enfim.

Respire fundo, que o que vem pela frente é denso.

FIIs podem ser criados (constituídos) por um administrador reconhecido pela CVM, com o regulamento aprovado no mesmo ato (Art. 3º). O administrador então solicita autorização à CVM, o fundo recebendo aprovação automática em 5 dias (Art. 4º). O funcionamento do fundo depende ainda de registro prévio na CVM, depois de: ter suas cotas

subscritas, da publicação do anúncio de encerramento, de conseguir um CNPJ (Art. 5º).

As cotas são escriturais e nominativas (Art. 6º), e a propriedade delas se demonstra pelo "registro dos cotistas" (aqui entra a função do escriturador de cotas, Art. 7º). Possuir as cotas não significa que você possa fazer qualquer coisa que seja com os ativos do fundo, nem responder diretamente por obrigações do patrimônio (Art. 8º). Não é permitido o resgate das cotas (Art. 9º).[17]

Emissões de cotas por oferta pública tem de passar por registro prévio na CVM (Art. 10), não podendo ocorrer nova emissão de cotas com outra em andamento (Art. 10 § 3º). O pagamento pelas cotas (integralização) deve ser em moeda nacional, podendo ser aceito também ativos. Uma mesma emissão pode ter várias séries, para simular parcelas de pagamento, assim como o pagamento pode ser a vista ou a prazo (Art. 11). As emissões podem ter um valor mínimo, diferente do valor total da emissão. Se não conseguir juntar o valor mínimo da emissão então dinheiro é devolvido, e o fundo deve ser liquidado (Art. 13).

Prospectos de emissão e regulamento do fundo tem de ter informações mínimas (Art. 14 e 15). Alterações de regulamento do fundo dependem no geral de aprovação em assembleia, mas podem ocorrer automaticamente para cumprir determinações legais ou regulatórias (Art. 16 e ICVM 409/2004).

A assembleia geral de cotistas que decide sobre assuntos de: aprovação de demonstrações financeiras; alterar o regulamento; troca do administrador; emissão de novas cotas; fusão, incorporação, cisão e transformação do fundo; liquidação do fundo (se não já prevista em regulamento); alteração do mercado de negociação de cotas (se não já prevista em regulamento); eleição e destituição de representante de cotistas; aumento de custos; prorrogação do prazo de duração (Art. 18).

Quem chama as assembleias é o administrador, podendo ser também chamada por cotistas que tenham ao menos 5% de cotas do fundo. (Art. 19). As decisões de assembleia são por maioria simples (metade mais um das cotas presentes). Questões de alteração de regulamento, de fusão/incorporação/cisão/transformação do fundo e de validar integralização de cotas com bens depende de maioria total (metade de todas

as cotas mais um, ou maior, se tiver previsão em regulamento, Art. 20). Decisões de assembleia podem ser feitas por carta (processo de consulta formal, Art. 21).

Não podem votar na assembleia: o administrador ou gestor; sócios, diretores e funcionários do administrador; empresas ligadas e seus funcionários; prestadores de serviço do fundo e seus funcionários *se houver outros cotistas*. Havendo uma assembleia com cotistas normais e ligados, os cotistas normais podem autorizar o voto dos cotistas ligados. Havendo uma assembleia só com cotistas ligados então eles podem votar sem restrições.

A assembleia pode eleger um representante dos cotistas, em função de fiscalização. Não pode ser representante dos cotistas pessoas que exerçam funções no próprio fundo ou que seja pessoa ligada a empreendimento que o fundo invista (Art. 26).

Questões sobre a administração do fundo, obrigações, vedações e remuneração do administrador são bastante discutidas (Art. 27 ao 36). O administrador é substituído em caso de renúncia ou destituição decidida em assembleia. Se o administrador sofrer liquidação, o Banco Central indicará um banco liquidante para chamar uma assembleia para escolher outro administrador ou liquidar o fundo. Se não ocorrer a assembleia ou não ter decisão, o fundo é liquidado (Art. 37).

O administrador deve prestar as seguintes informações:

- Mensalmente, em até 15 dias depois da virada do mês, o valor do patrimônio líquido do fundo e a composição do patrimônio;
- Trimestralmente, em até 30 dias após o encerramento do trimestre, informações de andamento de obras, incluindo custos já realizados, enquanto houver obras ou a entrega da construção (para FIIs de desenvolvimento);
- Semestralmente, em até 60 dias após encerramento do semestre, relação de demandas judiciais, balancete semestral, relatório do administrador;
- Anualmente, até 90 dias depois do encerramento do exercício do fundo, as demonstrações financeiras do fundo, parecer de auditor independente sobre as demonstrações;
- Após 8 dias de assembleias, a ata da mesma;

Uma coisa importante de se notar é que esses prazos valem para *informações prestadas à CVM*. (Art. 39 e 40). Não valem para aqueles relatórios bonitinhos que (alguns) administradores fazem. Nem existe obrigação nenhuma dos administradores fazê-los, mas é de muito bom tê-los.

O administrador deve ainda enviar outras informações eventuais, por ocasião de assembleias (convocação e atas), prospectos, materiais publicitários de emissões, e fatos relevantes (Art. 41 e 42). Infelizmente a questão do que é ou não é um "fato relevante" não está bem definida em regulamentação, e vai da cabeça de cada administrador decidir ou não publicar as coisas que vão acontecendo.

As demonstrações financeiras do fundo são realizadas somente a cada 12 meses, encerrados em 30 de Junho ou 31 de Dezembro. Não pode a contabilidade do fundo de se misturar com a do administrador. (Art. 44)

O patrimônio do fundo pode ser constituído de quaisquer direitos reais sobre bens imóveis (contratos, escrituras, opções de compra, direito superficiário); ações, debêntures, fundos de investimento e outros valores mobiliários "desde que se trate de emissões cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII"; ações ou cotas de SPEs, FIPs, FDICs, desde com atividades/finalidades parecidas com aquelas permitidas aos FII; Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPACs); outros FIIs, CRIs, LCIs e LHs. (Art. 45).

Qualquer valor que não esteja investido deve ser direcionado para aplicações de renda fixa, incluindo títulos públicos (Art. 46).

Existem muitas despesas (encargos) previstos nos FII (Art. 47), assim como detalhamento sobre o que ocorre no caso de alterações estruturais do fundo (transformação, incorporação, fusão, cisão ou liquidação, Art. 48 ao 52).

Existe uma parte dedicada aos FIIs para investidores qualificados.[18] Esses FIIs são um pouco diferentes dos "FIIs normais", podendo fazer emissões sem elaborar prospecto, também dispensados de publicar anúncio de início e encerramento. Podem também integralizar cotas com bens sem necessidade de laudo de avaliação. E a característica mais complexa: *podem ter mais de um tipo de cota dentro do fundo, com direitos e obrigações diferentes entre as cotas*. Não são para o investidor iniciante,

de jeito nenhum (Art. 53 ao 56).[19]

Por fim, essa ICVM estabelece uma multa diária de R$ 200,00 caso não haja a entrega dos documentos nos prazos estabelecidos (Art. 57), que email é uma forma válida de comunicação entre administradores e cotistas, inclusive para consultas formais (Art. 62), que outros tipos de fundos podem ser convertidos em FII (Art. 64).

Lei 12.024/2009

Essa é mais uma lei que trata de vários assuntos. No que se refere a FII, altera a lei 8.668/1993, incluindo parágrafos no artigo 16-A, de forma que FII fique isento de imposto de renda as aplicações efetuadas "nos ativos de que tratam os incisos II e III do art. 3º da Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004". Confuso, né?

Retirando todas as indireções, o que 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).[20]

Ou seja, os FIIs deixam de ser veículos de investimento em imóveis apenas físicos, ganhando liberdade legislativa e tributária para investir também em aplicações financeiras de renda fixa associadas a atividade imobiliária.

Aqui nascem os FIIs de papel, tanto os fundos de fundos, quanto os fundos de CRI, assim como os FIIs mistos, que tem composição de carteira com participações entre vários desses ativos.

Instrução CVM 516/2011

Depois da renovação geral da regulamentação dos FIIs pela ICVM 472/2008, chega a hora de renovar a regulamentação da contabilidade, que acaba por revogar a ICVM 206/1994.

O jeitão da nova regulamentação é deixar os FIIs mais próximos da contabilidade praticada pelas empresas de capital aberto (Art. 2º). O

parágrafo único diz textualmente: *"Os ganhos ou as perdas resultantes da avaliação de ativos ou de passivos do fundo, ainda que não realizados financeiramente, devem ser reconhecidos no resultado do período"*. Em outras palavras, quando se obtém uma valorização para um ativo do fundo, essa nova valorização tem de aparecer na contabilidade, independente de qualquer negociação ou pagamento.

Essa já era a regra comum para os ativos financeiros, mas agora começa a valer também para os imóveis. Quando o imóvel é comprado, ele primeiro aparece na contabilidade pelo valor de custo (Art. 6º), mas depois deve ser "continuamente" modificado a um "valor justo". Ao contrário que acontecia antes, no qual o valor dos imóveis dentro do fundo só caíam, agora eles podem subir ou cair, dependendo só da avaliação a valor justo. Essa ICVM inclusive define o processo de como determinar essa valorização (Art. 7º e parágrafos).

Para os imóveis que o FII pretende vender valem algumas regras específicas, a principal delas que deve aparecer na contabilidade o *menor* dos valores entre o custo inicial, o valor de venda líquido ou o valor de custo menos valores de obras futuras (Art. 10º ao 12º). E como o valor de custo geralmente é menor que o valor de vendas previsto, o valor de venda de imóveis em construção acaba não aparecendo na contabilidade.

Outra alteração dessa ICVM é estabelecer que detalhes devem ser prestados sobre a carteira do fundo em suas demonstrações financeiras (Art. 24º), exigindo detalhes de CRIs (item d), das SPEs (item f), de FIPs (item g) e mesmo para o caso de cotas de FII (item h).

O resultado prático dessa ICVM é que o valor do patrimônio líquido do fundo (PL), que antes se distanciava bastante do valor de negociação do mercado, agora começam a andar mais juntos. Antes dessa ICVM ninguém comparava o PL por cota do fundo com o valor de mercado, pelas razões óbvias. Problema é (por razões menos óbvias) que a comparação do PL/cota e valor de mercado não é tão informativa assim, ainda mais no caso dos FIIs de tijolo e desenvolvimento.

Ofício Circular CVM/SIN/SNC 01/2014

Trata-se de um ofício circular curto, de fácil leitura, que lida com uma

questão bem chamativa: como deve ser calculada, exatamente, a regra de distribuição dos 95%.

Em particular o ofício circular esclarece em seu segundo parágrafo que *"a base de distribuição prevista no art. 10º, p.u., da Lei 8.668/93, é obtida por meio da identificação das receitas/despesas reconhecidas contabilmente no período de apuração e que foram efetivamente recebidas/pagas no mesmo período"*.

O ofício dá exemplos de como receitas ou despesas afetam o cálculo de distribuição quando o *reconhecimento contábil* ocorre antes ou depois do recebimento/pagamento efetivo. Define também que reservas de contingência não podem impactar a distribuição do mínimo de 95%, e que fundos que fazem distribuições mensais tem de fazer a distribuição dos 95% dentro do semestre calendário.

O conteúdo desse ofício em muito coincide com o teor das leis que tratam de FII, inovando em pontos pouco controversos (a questão da contingência e de data limite de distribuição).

Mas ainda que esse ofício pouco altere as regras *na teoria*, ele teve muitos *efeitos práticos*, em especial o aumento da volatilidade das distribuições dos FIIs.

Consulta Cosit 181

Essa Consulta Cosit trata de um tema bem específico. Afinal, o ganho de capital de FIIs, quando acontecem dentro de outros FIIs, é isento ou tributado?

É uma questão que afeta mais os fundos de fundos, FIIs que tem o objetivo de comprar e negociar outros FIIs, embora na prática interfira em qualquer FII que compre cotas de outros FIIs (como é o caso de alguns FIIs de tijolo).

Até então havia a noção que rendimentos e ganhos de capital, ambos, eram isentos quando um FII possuía ou negociava outros FIIs. Até os administradores que discordavam dessa interpretação não faziam recolhimento de IR, dada o temor que poderiam estar fazendo um recolhimento indevido. Os administradores mais cautelosos até faziam

reservas, mas só. Havia argumentos dos dois lados, inclusive apoiados por pareceres de empresas especializadas.

A solução da consulta pôs a resposta num firme *não*: não são isentos os ganhos de capital de FIIs alienados dentro de outros FIIs, tendo de apurar e pagar imposto de renda.

Apesar da solução ainda gerar questionamentos, na prática a consulta teve um efeito vinculante *ex tunc*. Vinculante porque não se pode alegar ignorância da solução, e *ex tunc* porque os dispositivos comentados são antigos, e todos os recolhimentos não realizados tiveram que ser feitos de uma vez só, em atraso.

Resumo histórico

São muitos detalhes, não?

Como dito no início, o objetivo não é decoreba. Antes, dar uma noção do que existe de regra específica aplicável aos FIIs.

Além dessas leis e regulamentações, aplicam-se também as leis que se referem a alugueis residenciais e não residenciais, principalmente pautados pela Lei 8.245/1991, em todas as suas alterações. Apesar do grosso dos FIIs serem fundos de renda de aluguel, a questão do aluguel em si não é tratada aqui, por ser uma questão ela mesma extensa e cheia de detalhes.

Para contextualizar as informações desse capítulo, segue um quadro resumo dos instrumentos mais importantes, em ordem cronológica e resumida. Uma forma de apreciar a atual situação das coisas através dos seus desenvolvimentos históricos.

Ano	Instrumento	Efeito
1993	Lei 8.668	Criação dos FII.
1994	ICVM 205 e 206	Primeira regulamentação geral dos FIIs.
2005	Lei 11.196	Isenção de rendimentos de FII para pessoas físicas.
2008	ICVM 472	Reforma da regulamentação dos FIIs.

2009	Lei 12.024	Isenção de IR para investimentos de FII em CRI, LCI, LH e cotas de outros FII.
2011	ICVM 516	Reforma da contabilidade dos FIIs.
2014	CVM/SIN/SNC 01/2014	Detalhamento da regra dos 95%.

A história acabou aqui? Claro que não.

Ainda em 2014 já estava em discussão uma nova instrução CVM que pretende reformar profundamente a ICVM 472, a atual ICVM que regulamenta os FIIs (Edital de Audiência Pública CVM/SDM 07/2014). Fora que é impossível prever o futuro, mas é bem razoável acreditar que não é o fim das alterações.

E mesmo assim conhecer a história ajuda muito a compreender o presente. Esse é o principal objetivo desse longo e complexo capítulo. Prometo que desse ponto em diante as coisas vão ficar mais leves. Mas há algumas questões ainda a esclarecer, importantes para se evitar surpresas desagradáveis.

Vamos a elas.

---

[14] A lei foi publicada no Diário Oficial da União em 28/06/1993. Muitos e muitos meses antes da implantação da Unidade Real de Valor (URV), que só muito depois se transformaria na moeda Real (R$). Basta dizer que a inflação medida pelo IPCA de Jun/1993 foi de 30,07%, o ano acumulando incríveis 2.477,15%. Ou ainda que um ano antes foi o plebiscito nacional que pôs em votação que tipo de governo o Brasil deveria ter (republicano presidencialista, republicano parlamentarista ou monarquia). Tempos agitados, aqueles.

[15] Não que faça muito mais sentido hoje olhar e comparar preço de mercado com PL da cota. Apesar de ser uma métrica popular, a recomendação é pouco prestar atenção a essa comparação.

[16] Apesar do que diz a lei 8.009/1990, artigo 3º. Embora esteja previso em lei que o imóvel familiar dado em financiamento imobiliário é penhorável, isso é sempre discutido em justiça, o que leva a atrasos e custos maiores.

[17] Na verdade, o resgate de cotas é possível, mas apenas por vontade *do administrador* ou da assembleia. O que não é permitido é o caso de *um* cotista pedir o resgate de suas cotas. Quando um fundo acaba ou é liquidado, o último pagamento que ocorre é chamado de resgate.

[18] Investidores qualificados, conforme a atual redação da ICVM 409/2004, são as instituições financeiras, seguradoras, entidades de previdência, fundos de investimento e administradores de carteira. São também as pessoas físicas que tem investimentos financeiros superiores a R$ 300.000,00. Ou seja, gente rica. Em 2014 a CVM pretendia revisar a definição de investidor qualificado, aumentando ainda mais esse valor mínimo de corte.

[19] É sério. Tenha muito, muito cuidado com fundos destinados a investidores qualificados, e tenha medo dos fundos com classes de cotas diferentes. A análise desses casos é difícil até para os profissionais de mercado.

[20] Até a publicação da Consulta Cosit 181 havia a noção que rendimentos e *ganhos de capital* relacionados a FIIs dentro de outros FIIs, ambos, seriam isentos. A Consulta Cosit respondeu que somente os rendimentos são isentos, e que ganhos de capital devem ser tributados.

7

Condomínios fechados

Já comentamos que o nome "fundo" é um pouco confuso no contexto dos FIIs.

Apesar de ser correto o nome pela questão da "comunhão de recursos", a maioria dos fundos de investimento que as pessoas tem contato são os *fundos abertos*, ou seja, fundos de investimentos em que se é possível investir (aplicar) e desinvestir (resgatar) a qualquer momento.

Outra característica dos fundos abertos é o *valor de cota único*.

Os fundos abertos tem um único valor por dia, para todas as cotas. Num dia qualquer, todo mundo que aplicar dinheiro em um fundo aberto vai comprar cotas por um valor, e as pessoas que pedirem resgate terão suas cotas convertidas em dinheiro pelo mesmo valor. Esse "valor de cota único" é divulgado todo dia, permitindo o acompanhamento do desempenho do fundo apenas por essa única variável.

Fundos imobiliários são *fundos fechados*. Não existe isso de aplicar ou resgatar cotas. Os únicos jeitos de entrar no fundo são: através da participação em *emissões*, ou o que é mais comum, de comprar as cotas de alguém no *mercado secundário*. Para sair do fundo não tem resgate, o único jeito é vendendo suas cotas a alguém.[21]

Quando uma cota é negociada com bastante frequência, ela apresentará vários preços durante o dia, talvez um preço diferente para cada negócio. Mas pode acontecer também de ter poucos ou nenhum negócio no dia, o que dificulta ter uma noção do preço.

Nos fundos abertos você tem um valor por dia bem definido, e a liberdade de pedir o resgate a qualquer hora. Com os fundos fechados não existe a

garantida de valor nenhum, e conseguir entrar ou sair do fundo depende na vontade (e do preço) de outras pessoas.

Por isso que se diz que os FIIs são menos parecidos com os fundos abertos e mais parecidos com as *empresas abertas*: são as mesmas regras de participações que das ações, e o mesmo mecanismo de formação de preço das ações de empresas negociadas em bolsa.

---

[21] Ok, existe mais uma maneira de sair do fundo, que é a situação em que um fundo acaba, quando ele é liquidado. Mas um fundo acabar é um evento raro, e de qualquer forma não depende só da vontade do cotista para ocorrer.

8

Ativos de base imobiliária

No começo os FII só podiam investir em imóveis físicos, prontos ou em construção.

Até podiam investir em coisas mais "diferentes", mas isso era raro no geral, e mais raro ainda naqueles FIIs disponíveis na bolsa. Do início à 2009, fundos imobiliários de varejo eram todos de imóveis prontos, só para ter renda de aluguel.

Ainda hoje existe o reflexo dessa tradição, onde os fundos imobiliários são descritos como *fundos que investem em imóveis*. O objetivo desse capítulo é chamar atenção que nem todo fundo imobiliário investe *somente* em imóveis.

Muita gente nunca nem ouviu falar de CCIs, CRIs, LCI, LHs e coisas afins. [22] É bem comum as pessoas escolherem esse ou aquele FII com base apenas nos rendimentos, sem nem olhar a composição do fundo. Só descobrem depois que aquilo que estão recebendo não é necessariamente aluguel, podendo as distribuições serem uma espécie de juros de dívida imobiliária.

Pois que esses títulos são exatamente isso: títulos de crédito. Dívida com garantias imobiliárias. Contratos cuja forma permite que eles sejam livremente negociáveis, que troquem de mão facilmente. Daí que eles são chamados genericamente de "papéis".

E as diferenças são grandes, quando se comparam os "FIIs de CRI" dos "FIIs de tijolo". Nos FIIs de tijolo o fundo dura enquanto durarem os imóveis. Nos FIIs de CRI a carteira vai acabando naturalmente, e é preciso reinvestir parte do dinheiro.

Os FIIs de tijolo tem duas relações com a inflação: o valor dos imóveis costuma acompanhar a inflação, a mesma coisa valendo para o valor dos alugueis.[23] FIIs de CRI tem só uma relação. Os papéis geralmente são corrigidos por inflação, mas essa correção *está incluída no rendimento*, de forma que o patrimônio de um FII de CRI provavelmente será corroído pela inflação no longuíssimo prazo.

A história da correlação da inflação traz outra pegadinha. Contratos de aluguel geralmente são corrigidos pela inflação só anualmente, enquanto que a correção de papéis são mensais. Isso faz com que os rendimentos de FII de tijolo sejam mais estáveis, conquanto os rendimentos de FIIs de CRI variam bastante, só por causa da inflação mensal. Rendimentos de FII de tijolo tem mais cara de tendência. Rendimentos de FII de CRI são mais de lua.

Uma coisa curiosa é que apesar dos FIIs de tijolo terem rendimentos mais estáveis, eles estão mais sujeitos à *eventos de descontinuidade* que um FII de CRI. Títulos de dívida raramente sofrem renegociação. Ou eles dão certo ou dão calote. Imóveis podem ter vacâncias, renovatórias, disputas judiciais, ciclos econômicos. Esquisito como possa ser, FIIs de CRI tem várias características mais estáveis que FII de tijolo, apesar do rendimento ser bem mais instável.

Diferenças a parte, é importante enfatizar o ponto principal: nem todo FII investe *em imóveis*. Existem FIIs que investem exclusivamente em CRI, por exemplo.

Talvez você se pergunte, então, porque investir em FII de CRI. Tem a história da instabilidade de rendimento, não tem correlação com inflação de longo prazo. Então porque?

A razão principal é *acesso*. Um CRI tem valor mínimo de investimento da ordem de R$ 300.000,00. Se não tiver isso de dinheiro, não tem como investir nesse mercado. Fora que praticamente não tem mercado secundário. Investiu num CRI, casou com ele. Finalmente, só investidores qualificados podem investir em CRI. Os pequenos investidores estão fora.

FIIs de CRI resolvem esses problemas. São fundos negociados em bolsa, geralmente com mercado secundário, sem restrição de classe de investidores.

FIIs de CRI permitem ao pequeno investidor alcançar o mercado de CRI, assim como os FIIs de tijolo permite ao pequeno investidor participar do mercado de grandes empreendimentos imobiliários.

Existem também os FIIs de FIIs, ou seja, FIIs que investem em *outros* FIIs. Assim como existem os FIIs mistos, que investem em vários ativos ao mesmo tempo: imóveis, CRI, LCI, outros FIIs...

Então, de novo, para insistir: FII não é tudo igual.

FIIs te dão acesso a mercados antes restritos. O importante, antes de investir, é saber *qual* mercado você está acessando, ao selecionar esse ou aquele FII.

---

[22] LCI meio que está ficando popular, pegando carona na fama das Letras de Crédito do Agronegócio (LCA, lei 11.076/2004). À semelhança dos FIIs, as LCAs se popularizam por ser um investimento livre de imposto de renda para pessoas físicas.

[23] NO LONGO PRAZO. Estamos falando aqui de olhar décadas de cada vez, e não um ou outro ano.

9

Distribuição de 95% do resultado

Essa é uma característica dos FIIs que causa muita confusão, ao se tentar argumentar que um fundo *tem* de distribuir 95% dos rendimentos *todo mês*, por causa do que está escrito na Lei 9.779/1999.

A regra completa já foi descrita. Sugiro fortemente ir lá, ler a regra várias vezes até decorá-la. Mais até, pegue papel e caneta para transcrever esse pedaço da lei, e assim ele estar à mão enquanto se prossegue a discussão.

Já decorou? Então vamos lá.

A lei nada fala de "mês" ou "mensal", só semestre.

Um FII pode distribuir *menos* que seu resultado mensal, simplesmente porque não é obrigado a distribuir mensal.

Eis que muitos fundos preveem em seus regulamentos que *poderão* ocorrer distribuições mensais a título de *antecipação*. Não se fala de obrigação de distribuir todo mês, até porque administrador não é burro de prometer uma coisa que não pode cumprir. Seja como for, não tem nada na lei sobre periodicidade mensal.

Com a publicação do Ofício Circular CVM/SIN/SNC 01/2014 ficou claro que a distribuição tem de ocorrer totalmente *dentro do semestre*, em particular no caso de FIIs que fazem distribuições mensais. Mas não há menção alguma sobre as distribuições mensais serem exatas ou completas.

Um resultado prático da nova regra é que os rendimentos de virada de semestre se tornaram especiais, no sentido que eles serão anormalmente afetados pela regra dos 95%. Que se o fundo distribuiu menos durante o semestre então o rendimento de virada será maior, mas se o fundo distribuiu

a mais durante então o semestre o rendimento de virada será *menor*.

Isso pode ser um pouco surpreendente, porque no geral se argumenta que a lei só fala de distribuição *mínima*, porém o ofício circular CVM/SIN/SNC 01/2014 indiretamente criou um *máximo*: não pode um FII distribuir acima do resultado caixa do semestre, a distribuição ainda limitada ao resultado contábil.

Antes do ofício circular não existia tal máximo, de forma que o administrador do fundo poderia distribuir qualquer valor, só limitado a quando caixa o fundo tivesse.

Eis que antes do Ofício Circular CVM/SIN/SNC 01/2014 a regra dos 95% poderia ser facilmente *ignorada*, bastava querer. E assim fundos com estratégias mais complicadas na verdade escolhiam o quanto distribuir (ou distribuir nada), passando ao largo do *mínimo* descrito na lei.[24]

Fundos mais comuns *também* ignoravam a regra dos 95%, só que para *cima*: Muitas vezes faziam distribuições mensais acima dos resultados mensais do fundo.

Isso porque fundos de tijolo tem receitas estáveis porém tem despesas flutuantes. Um administrador podia "suavizar" as distribuições, fazendo uma previsão de média e distribuindo essa média, sem relação alguma com a regra dos 95%. A mesma coisa nos fundos de papel, que muitas vezes faziam distribuições *pró-rata*, distribuindo resultados que existiam só na contabilidade.

Mas isso antes. Com a nova regra dos 95% dada pelo Ofício Circular CVM/SIN/SNC 01/2014, o administrador pode sofrer consequências se não distribuir *exatamente entre* 95% e 100% do resultado caixa do fundo de um semestre, limitado ao resultado contábil acumulado do fundo.

E isso na verdade cria incentivos para que o administrador distribua *menos* dentro de um semestre, deixando para acertar qualquer diferença no rendimento de virada. Porque distribuir a menos tem conserto na forma de um rendimento maior, mas se errar a conta para cima (ou incorrer numa despesa inesperada) não tem como fazer uma distribuição negativa.

Em resumo, a regra dos 95% foi trazia nos eixos pelo Ofício Circular CVM/SIN/SNC 01/2014, porém só valendo em periodicidade semestral,

mas com o efeito colateral que a nova regra dos 95% agora tende a deixar os rendimentos de FIIs mais instáveis que em relação a situação anterior.

No geral, fundos com previsão em regulamento de distribuições mensais *tendem* a distribuir todo o resultado mensal. Mas também pela regra geral não existe a *obrigação* do administrador/gestor fazer isso mensalmente.

Mas se apegar à regra dos 95% em periodicidade mensal acaba sendo um exercício de futilidade.

---

[24] A primeira edição do livro ia mais além, argumentando que a regra dos 95% em lei era *inútil*, de tão facil que era ignorá-la. O Ofício Circular CVM/SIN/SNC 01/2014 mudou tudo isso, claro.

10

Prazo

Dizia Vinícius de Moraes, em seu Soneto de Fidelidade: *Que não seja imortal, posto que é chama / Mas que seja infinito enquanto dure.*

Ao que John Maynard Keynes responderia, bem menos romântico: *no longo prazo todos estaremos mortos!*

Esse jogo de citações serve para iniciar um argumento, que os FIIs devem ser tratados como investimentos de longo prazo.

Isso por duas razões. Uma que FII é renda variável, que já implica nessa condição. Fora que FIIs tem muitos análogos com o investimento direto em imóveis, setor esse que por padrão já é considerado de longuíssimo prazo.

Mas afinal, o que é exatamente longo prazo? Existe uma definição precisa?

Nessa matéria eu estou com Keynes. Longo prazo é o investimento que lhe acompanha pela vida. Na verdade mais que isso: é o investimento que tem um prazo de validade maior que a expectativa de vida do investidor. O investimento vai no seu funeral, não o contrário.

A única forma de garantir isso seria ter um investimento eterno. E já que estamos num livro que fala sobre o mercado imobiliário, podemos nos perguntar: imóveis duram para sempre, certo?

E a resposta é: mais ou menos.

Primeiro pela positiva. Um conjunto de imóveis parece ter essa característica. As *cidades*, no caso, parecem eternas. É uma possibilidade astronomicamente ínfima de uma grande cidade desaparecer. Depois que uma cidade se estabelece e fica grande, ela permanece.[25]

Mas é um passo ilógico argumentar que as árvores são imortais porque uma floresta é imortal.

A altíssima sobrevivência de cidades não se aplica aos *componentes* das cidades. Sistemas de transporte vem e vão, bairros inteiros florescem e depois apodrecem. As coisas mudam de lugar, simplesmente.

A analogia das cidades como organismos vivos é muito útil para demonstrar como os imóveis são pseudo-eternos. Por mais que a construção acima do terreno desabe, o próprio terreno acaba tendo algum valor, simplesmente porque tem a cidade toda perto dele. A diferença da utilidade relativa de ser dono de um terreno no meio de São Paulo ou New York que, por exemplo, a ter a mesma área na superfície de VY Canis Majoris.[26]

Quando estamos falando de imóveis individuais, dou mais razão ao Vinicius de Moraes: Eterno, enquanto dure.

O ponto é que imóveis não duram para sempre. Eles ficam velhos, desatualizados. Com o tempo o padrão construtivo se deteriora. Vai ficando pior que os imóveis mais novos, relativamente falando. As vezes o imóvel até continua bom, mas o seu *entorno* é que desce a ladeira. A história do "surgiu uma favela do lado".

Seja como for, em se tratando de qualquer investimento vale a máxima do *buy & hold, not buy & forget.* Isso é tão válido para imóveis/FIIs como é válido para ações.[27]

Tem de dedicar algum esforço e acompanhar os seus investimentos. Na prática é aplicar a lógica que utilizou ao *selecionar* um FII para investir que, depois do investimento, continue aplicando a mesma lógica de quando em quando para determinar se deve *manter-se investido nele.*

Agora, um alerta importante: nem todo FII é eterno. Nem na teoria.

Existem três classes de FIIs no que diz respeito ao prazo *previsto* para o funcionamento do fundo.

Existem os fundos de *prazo indeterminado*. Os ativos deles podem ficar velhos, mas a priori o fundo vai existir "para sempre". É o caso mais fácil de analisar porque não tem de se preocupar com algum fim súbito.

Existem também os fundos de *prazo determinado*. São fundos que já nascem prevendo que vão morrer eventualmente. Alguns tem até data certa para isso ocorrer. Esses são mais complicados de analisar porque você tem de saber a regra exata de término do fundo para calcular quanto ele vale. Isso porque perto do final esse tipo de fundo começa a fazer uns pagamentos grandes, que pode ludibriar muita gente. Paga-se R$ 20 por um ativo que vai devolver só R$ 10 até desaparecer. Mal negócio.

Por fim existe o caso do meio, FIIs de *prazo indeterminado mas que acabam*. Geralmente são FIIs do prazo determinado em regra, mas que sem data exata de término acabam sendo classificados como de prazo indeterminado em regulamento. Não muda a análise: vai acabar um dia, só não se sabe quando. Incluem-se também os FIIs genuinamente de prazo indeterminado, mas que no meio do caminho decide-se encerrar o fundo.

É aquela história, de que nem todo FII é igual.

E o alerta, extra, que as regras, as características de um FII podem mudar no meio do caminho.

---

[25] Claro, há exceções. Estou falando aqui do caso geral. Mas vale mencionar o contra-exemplo clássico: Detroit, Michigan, nos Estados Unidos. De centro do mundo à falência, em poucas décadas.

[26] A propósito de cidades serem organismos vivos, vale mencionar que elas se reproduzem botando ovos na forma de globos de neve. É sério. Ver *O Senhor da Foice*, série Discworld, Terry Pratchett. E você achando que essa nota de rodapé teria alguma coisa a ver com VY Canis Majoris... Ok, ela é considerada a maior estrela conhecida do universo, e está distante de São Paulo uns 46.356.589.200.000.000 km. Satisfeito?

[27] Em tradução literal "é comprar e manter, não comprar e esquecer", significando que você compra patrimônio mas tem de gerenciar, não largá-lo ao tempo ou à sorte, depois da compra inicial.

11

Tributação

Mesmo um livro introdutório não seria completo sem explicar como é a parte de Imposto de Renda do investimento. Ainda mais num investimento que se insiste ser de longo prazo, anos a fio, sendo que declaração de IR acontece todo bendito ano. Então tem de saber como lidar com o IR.

Embora o assunto seja um só, as questões estão dividas em seções para facilitar o contexto.

Esse capítulo começa leve mas fica complicado no final, principalmente para quem está vendo isso pela primeira vez. Vá com calma e sem pânico. Bem no final tem as dicas de como lidar com o IR sem saber as regras. E ainda assim, vou insistir que se tenha pelo menos noção do detalhe das regras. É para isso que existe esse longo capítulo.

Respire fundo. Papel, caneta e calculadora à mão, e vamos lá.

Compras e o preço médio

O preço médio fiscal, conhecido simplesmente como preço médio ou PM, é a informação que acompanha o investidor por todo o período de investimento.

É patamar a partir do qual os *lucros ou prejuízos* são calculados, em caso de venda dos ativos. É também a informação que vai na Declaração Anual de Imposto de Renda Pessoa Física (DIRPF).

Ou seja, é utilizado para quase tudo, e daí a importância de saber calculá-lo corretamente.

Para quem já mexe com ações é fácil: é a mesma regra. Para quem não mexe, segue um resumo bem simples, depois ainda acompanhado de exemplos.

O custo de aquisição de uma compra inicial é igual ao valor gasto na compra, incluída as despesas da nota de corretagem. Se você faz novas compras, simplesmente vai somando o valor de compras e despesas com o valor anterior, e guarda a quantidade comprada total num campo separado.

Um exemplo, para ilustrar.

Data	Op	Qtd	Preço	Corret.	Q * P	Qtd IR	Custo IR	PM
xx/xx	C	25	100,00	12,50	2.500,00	25	2.512,50	100,5000
yy/yy	C	25	102,00	12,50	2.550,00	50	5.075,00	101,5000
zz/zz	C	25	99,00	12,50	2.475,00	75	7.562,50	100,8333

Aqui um comprador hipotético fez três compras de um mesmo FII, em três datas diferentes. Nas três vezes ele comprou 25 cotas. Em todas teve um custo de corretagem fixo de 12,50. Mas as compras não foram exatamente no mesmo preço, o que modifica o preço médio.

Na data de xx/xx/xxxx uma compra de 25 cotas à 100,00 geram um custo de aquisição de 2.500,00, que somado aos custos de corretagem dá 2.512,50. Como é a primeira compra, esses valores acabam transferidos às colunas *Qtd IR* e *Custo IR*. A coluna de preço médio (PM) é a divisão simples de *Custo IR* por *Qtd IR*.

A coluna *Qtd IR* representa o total que se tem do FII numa determinada data, assim como a coluna *Custo IR* representa o total de todos os custos de aquisição mais os custos de corretagem, até aquela data. São esses dados que são utilizados na declaração DIRPF, e por isso recebem o "adjetivo" IR.

Continuando o exemplo, em yy/yy/yyyy, o investidor faz uma nova compra de 25 cotas. Porém a compra fecha no preço de 102,00, preço maior que a primeira compra. Tinha 25 cotas, comprou mais 25, temos então 50 cotas em *Qtd IR*. Somando-se o valor anterior de 2.512,50 com o custo de aquisição de 2.550,00 mais a corretagem de 12,50, tem-se o novo *Custo IR* de 5.075,00. Divide-se esse total pela nova quantidade para descobrir o

novo PM, de 101,5000.

Duas observações. Primeiro que o preço médio subiu de valor principalmente por conta da segunda compra ter ocorrido num preço maior. Mas mesmo que as compras tivessem ocorrido com preço igual ainda assim o PM subiria, porque os custos de corretagem são incluídos no preço médio fiscal. Fica a sugestão de fazer esse exercício para ver o fenômeno acontecer.

A segunda observação é que estou mostrando o PM aqui com 4 casas decimais. Isso é só para ilustrar que preço médio não tem exatamente duas casas, mas não tem regra exata de quantas casas o PM deva ter. Nas planilhas de controle é utilizado "precisão infinita".[28] Ficar truncando ou arredondando esse campo distorce a conta, e *não* deve ser feito.

Por fim, nosso obstinado investidor faz uma terceira compra em zz/zz/zzzz. Mesma quantidade, mesma corretagem, mas a um preço de mercado menor. Acrescentando a última compra chega-se à quantidade total de 75 cotas, custo total de 7.562,50, num preço médio de 100,8333.

Mais observações. Três compras diferentes, geraram três preços médios diferentes, e *nenhum* dos preços médios se parece com os preços negociados. Esse não é um exemplo artificial, é bem o que acontece no dia a dia.

O preço médio tem um significado bem especial para Receita Federal. Representa o ponto de corte entre o lucro ou prejuízo.

Se depois de zz/zz/zzzz o cotista vender toda a posição a um preço abaixo de 100,8333, ele terá prejuízo, e portanto não terá de pagar imposto de renda. Se vender acima ele terá que calcular e pagar imposto de renda.[29]

O investidor *não pode escolher* sobre qual preço se calcula o lucro/prejuízo. Tem de ser sobre o PM do momento em que a venda é feita. [30]

Até agora só fizemos compras e nenhuma venda. Logo chegaremos lá.

Mas vale mencionar que só esse exemplo é suficiente para a pessoa que só compra FII e nunca vende. Fazendo um acompanhamento das informações neste formato já se tem quase tudo o que precisa para a declaração anual de

imposto de renda.

Distribuições

Distribuição é um evento acionário financeiro a crédito do investidor. Ou em português claro, é quando o cotista recebe dinheiro.

Porém existe mais de um tipo de distribuição.

A distribuição na forma de *rendimento* é de longe a mais comum, e o normal para o caso de fundos de prazo indeterminado.

A distribuição na forma de *amortização* é bem raro no geral, mas é comum nos fundos de prazo determinado.

Isso dito, as vezes ocorre de um fundo de prazo indeterminado também soltar amortizações, assim como ocorre dos FIIs de prazo determinado soltar rendimentos e amortizações ao mesmo tempo.

No final não dá para fazer distinção por prazo. Qualquer FII pode soltar tanto rendimentos quanto amortizações.

Mas as diferenças entre rendimentos e amortizações não estão só no nome. Eles tem *efeitos fiscais* diferentes, e por isso recebem explicações separadas.

Rendimento

Rendimentos são as distribuições normais de um fundo.

Ocorrem com certa frequência, e geralmente são fruto do resultado de lucro do fundo. Geralmente, mas não sempre: há muitas exceções.

Os rendimentos de FIIs são aqueles que podem ser isentos caso o fundo e cotistas, ambos, cumpram quatro condições.

São elas:

- que o fundo imobiliário seja negociado exclusivamente em ambiente

de bolsa;
- que o fundo como um todo tenha 50 cotistas ou mais;
- que o cotista em particular não detenha mais de 10% dos direitos do fundo;
- que o cotista em particular seja pessoa física;

Apesar de simples as regras acabam gerando alguma confusão, então vale estudar caso a caso para ver como essas regras funcionam na prática.

Se o fundo não for listado em nenhum ambiente de bolsa ou assemelhado, tem de pagar IR sobre os rendimentos. Se um fundo é listado para negociação exclusiva em ambiente de bolsa ou assemelhado, os rendimentos podem ter isenção se haver o cumprimento das outras três regras.

Um fundo que não é negociado em ambiente de bolsa (fundo não listado) pode eventualmente ir para bolsa (ser listado), assim como o inverso. O mais comum é um fundo não listado passar para listado. Conta como "ambiente assemelhado à bolsa" o antigo sistema Mega Bolsa (os fundos com B no final) e o ambiente da CETIP, então fundos listados nesses ambientes podem ter isenção.[31]

Se o fundo como um todo tem 49 cotistas ou menos *no momento que é declarado o rendimento*, então o rendimento declarado terá tributação de IR. Se o fundo como um todo tem 50 cotistas ou mais *no momento que é declarado o rendimento*, então o rendimento declarado pode ser isento se haver o cumprimento das outras três regras.

Ou seja, o rendimento de um FII pode ser tributado num dia e isento em outro, dependendo só da quantidade de cotistas variar para menos ou para mais. A condição de isenção é praticamente impossível de se alterar em um fundo com "muitos" cotistas, sendo mais arriscado de acontecer a transição isento-tributado ou tributado-isento no caso dos FIIs que tem muito perto de 50 cotistas.

Essas são as regras "do lado" do fundo, coisas que um cotista individual talvez não controle. Mas tem regras que valem só "do lado" do cotista.

Se um cotista em particular tem 10% ou mais das cotas, ou o direito de receber 10% ou mais dos rendimentos do fundo, *esse cotista tem os rendimentos tributados*. Essa regra não afeta outros cotistas. Se um cotista

tem menos de 10% das cotas ou menos de 10% dos direitos de rendimentos, o rendimento dele pode ser isento se haver o cumprimento das outras três regras.

Pode ocorrer de um mesmo rendimento ser tributado a um cotista e ser isento a outro, só por conta da regra dos 10% de direitos. Um cotista que tenha muito perto de 10% das cotas tem de tomar o cuidado de não exceder esse parâmetro, para não ser tributado.

Por fim, para ser isento o cotista tem de ser necessariamente pessoa natural. Pessoa física, como se diz. Pessoa jurídica tem os rendimentos tributados. Pessoa física pode ter o rendimento isento se haver o cumprimento das outras três regras.

Se houver cotistas PF e PJ num mesmo fundo, os rendimentos de PJ serão tributados, mas os rendimentos de PF podem ser isentos. A existência de um tipo de cotista não interfere na tributação do outro.

Então, para saber se um dado rendimento é isento é preciso ver o cumprimento das 4 regras no momento que o ocorre o anúncio do rendimento: que o fundo seja negociado em ambiente de bolsa ou assemelhado, que o fundo tenha 50 ou mais cotistas, que o cotista em particular tenha menos de 10% dos direitos do fundo, que o cotista em particular seja pessoa física.

Os rendimentos recebidos em um ano, isentos ou tributados, devem ser somados separadamente por fundo, e informados na Declaração Anual de IR.

Por fim, rendimentos não tem efeitos fiscais outros que a tributação ou isenção. Em especial, não afetam o cálculo de outros tributos nem causam alteração no preço médio fiscal.

Essa é a maior diferença dos rendimentos com relação ao evento de amortização, como veremos a seguir.

Amortização

Uma distribuição de amortização é muito semelhante a uma distribuição de rendimento, em essência: dinheiro sai do fundo, sendo creditado ao cotista.

Tem diferenças formais, claro, mas o que mais interessa aqui são as diferenças fiscais.[32]

A primeira coisa que tem de se dizer a respeito das amortizações é que não tem regra clara a respeito delas para FIIs. Se um dia acontecer ter um FII que amortize, você deve procurar orientação junto ao administrador do fundo. Ponto.

O que segue é a interpretação mais conservadora deste autor a respeito do evento de amortização em FIIs. É por sua total conta e risco usar ou não as explicações abaixo.

A primeira diferença é que rendimentos não afetam o preço médio, enquanto que amortizações aparentemente sim.

Puxando pelo exemplo anterior, depois da compra em zz/zz/zzzz, o cotista pode receber bilhões e bilhões[33] de rendimentos, por séculos, que nada muda na declaração de IR dele na parte de patrimônio. Vai continuar sempre 75 cotas, com o mesmo custo de aquisição e preço médio.

Uma amortização aparentemente afetaria. Amortizações diminuem o custo de aquisição, e indiretamente o preço médio fiscal. A justificativa para isso é que conquanto rendimento é uma distribuição de lucro, amortização é uma "devolução" do dinheiro da integralização. Da mesma forma que uma amortização de empréstimo diminui o principal, uma amortização em FII diminuiria o patrimônio.

Mas o que significaria na prática "diminuir o custo de aquisição"? Dois exemplos.

Primeiro vamos supor que uma amortização de R$ 4,00 por cota ocorra depois da última compra efetuada em zz/zz/zzzz. O resultado seria:

Data	Op	Qtd	Preço	Corret.	Q * P	Qtd IR	Custo IR	PM
zz/zz						75	7.562,50	100,8333
aa/aa	A	75	4,00		300,00	75	7.262,50	96,8333

Um evento de amortização de 4,00 depois de zz/zz/zzzz ocorreria sobre toda a posição de 75 cotas. O cotista receberia 300,00, que seriam subtraídos do *Custo IR* anterior (de R$ 7.562,50 para R$ 7.262,50), que

dividido pela quantidade de cotas resulta em um novo preço médio. A quantidade de cotas não se altera.

Não se pode desprezar a questão da *ordem* em que os eventos ocorrem. Pegando o mesmo exemplo, porém com a data de amortização ocorrendo entre yy/yy/yyyy e zz/zz/zzzz, o preço médio resultante seria diferente.

Data	Op	Qtd	Preço	Corret.	Q * P	Qtd IR	Custo IR	PM
yy/yy						50	5.075,00	101,5000
aa/aa	A	50	4,00		200,00	50	4.875,00	97,5000
zz/zz	C	25	99,00	12,50	2.475,00	75	7.362,50	98,1667

Uma amortização depois de yy/yy/yyyy mas antes de zz/zz/zzzz só afetaria a posição de 50 cotas. O valor recebido nesse ponto seria menor, e por isso afetaria menos o preço médio final. Mas perceba que a amortização alteraria o patrimônio de qualquer maneira, independente do ponto onde ele ocorre.

Em resumo uma amortização baixa o custo de aquisição (e por consequência o preço médio), sem alterar o número de cotas.

Em teoria amortização não tem IR, pelo menos no caso das amortizações que não ultrapassem o *Custo IR* de alguém.

Mas existe o caso estranho, embora possível, de a amortização ser maior que o *Custo IR*. Isso ocorreria se alguém comprar cotas no mercado secundário a um preço "baixo o suficiente" e o fundo depois fosse amortizando. No ponto que as amortizações zeram o *Custo IR* do investidor, as amortizações em teoria teriam de pagar IR do valor em excesso.

Em teoria. Se já não tem explicação clara para o caso normal de amortização, imagine para o caso estranho...

Na época de escrita deste livro, a Instrução Normativa nº 1.022/2010 da Receita Federal, a IN que atualmente regula Imposto de Renda para FII, infelizmente é omissa no quesito do efeito de IR em amortização de FII. A interpretação acima é aplicação da regra geral de amortização, presente nessa IN, regra qual os FIIs não estão incluídos (Art. 2º). É por sua total conta e risco usar ou não a interpretação acima.

Vendas, lucros e prejuízos

Já vimos como lidar com compras e com distribuições. Hora de lidar agora com as vendas.

As regras para o caso de venda são simples. O lucro na venda de FIIs é sempre tributado, não tem regra de isenção para pequenos volumes. A alíquota no caso de lucro é de 20%. Prejuízos anteriores podem ser utilizados na compensação de lucros posteriores. O preço médio não é alterado na venda.

Quando ocorre uma venda, são feitos dois processos separados.

O primeiro processo é simplesmente ajustar o patrimônio. Para ilustrar, vamos pegar o exemplo das compras e realizar a venda de 30 cotas depois da última data.

A situação antes das vendas é a seguinte:

Data	Op	Qtd	Preço	Corret.	Q * P	Qtd IR	Custo IR	PM
zz/zz						75	7.562,50	100,8333

Os passos para ajustar o patrimônio são parecidos com o da compra, só com uma diferença: se utiliza o preço médio para ajustar o patrimônio. O preço da venda e o custo não entram agora.

Vamos fazer um exemplo de venda de 30 cotas passo a passo, para ficar mais claro.

Primeiro informamos a quantidade vendida de cotas com sinal negativo. Preço e corretagem ficam em branco. O valor de *Q*P* é calculado multiplicando a quantidade da venda pelo preço médio anterior, resultando em -3.025,00. A soma de 75 cotas de antes com -30 da venda muda a *Qtd IR* para 45. O *Custo IR* de 7.562,50 menos 3.025,00 fica 4.537,50. Finalmente 4.537,50 divididos por 45 dão 100,8333, que é rigorosamente o preço médio anterior.[34]

Depois de todas as operações feitas, o resultado é o seguinte:

Data	Op	Qtd	Preço	Corret.	Q * P	Qtd IR	Custo IR	PM
zz/zz						75	7.562,50	100,8333
vv/vv	V	-30			-3.025,00	45	4.537,50	100,8333

Isso encerra a primeira parte, de ajustar o patrimônio. Agora vem a segunda parte, de calcular o lucro ou prejuízo da operação.

A fórmula do lucro ou prejuízo é bem simples: (Preço-PM)*QtdVenda-Corretagem.

Vamos supor que a venda tenha ocorrido no preço de 123,00. Qual foi o lucro da operação?

Preço	PM	Quantidade	Corretagem	Lucro/Prej.
123,00	100,8333	30	12,50	652,50

Pode reparar que o lucro é aproximadamente a diferença entre preço e preço médio (uns 22,17) vezes a quantidade (30). Não vai ser exato por conta do custo de corretagem e talvez de alguma instabilidade numérica.

Mas se a venda fosse abaixo do PM, digamos uns 90,00. Qual seria resultado?

Preço	PM	Quantidade	Corretagem	Lucro/Prej.
90,00	100,8333	30	12,50	-337,50

Usando a mesma fórmula, só trocando o preço de venda para 90,00, o resultado agora é -337,50, um resultado negativo.

A fórmula serve tanto para calcular lucro como prejuízo, e está arranjada de forma que lucros serão positivos e prejuízos serão negativos.

Antes de mudar de assunto, um último exemplo. Um caso de uma venda que é feita acima do preço médio e mesmo assim a operação dá prejuízo. Qual seria o resultado fiscal de uma venda em 100,95?

Preço	PM	Quantidade	Corretagem	Lucro/Prej.
100,95	100,8333	30	12,50	-9,00

Isso ocorre porque o pequeno lucro da venda (uns 3,50) não é superior ao

custo da corretagem.[35] Apenas um lembrete que os custos das operações são importantes. Não se pode descuidar de calcular lucros e prejuízos sem considerar as despesas.

Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF)

Estamos quase no final da jornada sobre tributação, quase no ponto que, por causa de vendas, vamos calcular e talvez pagar Imposto de Renda.

Mas antes é preciso fazer uma pausa e falar sobre o Imposto de Renda Retido na Fonte, também conhecido como IRRF ou "imposto dedo duro".

Esse é um imposto cobrado automaticamente pelas corretoras quando se movimenta mais de R$ 20.000,00 em vendas por mês.

Causa alguma confusão que FII não tem isenção para volumes abaixo de R$ 20.000,00, mas *tem IRRF* quando se negocia mais de R$ 20.000,00 por mês.

Isso porque o limite de "cobrar" o IRRF a partir de R$ 20.000,00 é pensando para o caso da isenção das ações, mas o que as corretoras fazem na prática é somar *toda* a movimentação que os investidores fazem para calcular e cobrar o IRRF. Aí os FIIs entram na conta de volume, apesar de na prática não tem relação nenhuma com a isenção de R$ 20.000,00 que as ações tem. Basta lembrar que o IRRF é um jeito da Receita saber que você andou mexendo na bolsa, e que portanto *deve* prestar informações na Declaração Anual de Imposto de Renda. Essa obrigatoriedade vale para ações e FII, sem distinção.

Agora a parte realmente importante: se você erra a declaração de IRRF, você vai parar na malha fina.

Mexeu na bolsa, teve IRRF, não declarou ou declarou errado? *Perdeu playboy*, vai ter de prestar contas.

Eu vou insistir, porque isso é importante: se quer parar na mira do Fisco é só errar na declaração do IRRF.

O negócio é tão grave que as corretoras tem uma espécie Informe de Rendimentos só para isso. Na verdade é um relatório do IRRF do ano, uma

cópia do dado que a corretora enviou para a Receita.

ERRE ESSE NÚMERO E VOCÊ ESTÁ NA MALHA FINA.

E hoje está mais fácil, por conta desse relatório anual de IRRF. É complicado ficar caçando o IRRF, porque ele tem a péssima mania de aparecer de *três jeitos* diferentes.

O primeiro jeito, e o mais comum, é o IRRF aparecer *apenas calculado* nas notas de corretagem. Isso é bastante confuso no começo. Você vê um valor de IRRF calculado no meio das despesas da nota, mas esse valor não faz parte do total da nota. Geralmente é um valor que não tem um "D" à direita, significando que não foi cobrado.

O segundo jeito, também bem comum, é o IRRF aparecer *cobrado nas notas de corretagem*. Geralmente aparece no mesmo lugar o IRRF "só calculado".[36] É uma questão de prática, mas com o tempo se pega o jeito de diferenciar os dois casos. Geralmente tem um "D" a direita, significando que ele foi cobrado.

O terceiro jeito é o IRRF aparecer *cobrado nos extratos de corretora*. Isso ocorre quando as primeiras operações do mês não superam o limite do imposto dedo duro. Daí algumas corretoras cobram o IRRF das primeiras notas no extrato, para não misturar IRRF de notas antigas com IRRF das notas novas.

Sim, é confuso mesmo.

O importante é sempre, sempre, sempre, olhar as notas atrás dessa informação. Nota a nota. E uma vez por mês, caçar a cobranças de IRRF realizadas no extrato, principalmente se num mês ocorrer de tiver notas de corretagem com e sem IRRF cobrado: provavelmente os IRRF não cobrados das notas estarão cobrados no extrato.

Anotar todos os IRRF com precisão é importante mesmo no caso de sua corretora tiver o relatório de IRRF.

Em parte porque confirmar o valor do relatório anual com os seus valores anotados é uma forma de validação. Em parte porque se os dados não baterem, você já vai se preparado psicologicamente para enfrentar a Receita logo mais.

Mas o uso mais prático de ter anotado corretamente o IRRF é que essas anotações permitem *diminuir* o imposto a pagar. O IRRF é considerado uma "antecipação" de impostos. Um imposto que já foi cobrado de você, com ou sem razão. Portanto ele pode ser "abatido" no momento de cobrança de outros impostos.

Por isso, de novo e sem medo de insistir: anote com muito cuidado os IRRF das notas de corretagem e do extrato da corretora. Confira e reconfirme essa informação, toda virada de mês.

Se não para abater em impostos depois, pelo menos para não cair na malha fina à toa.[37]

Cálculo, compensação e imposto devido

Agora você já sabe tudo sobre preço médio, como calcular lucro e prejuízo de operações individuais, e está antenado sobre a questão do IRRF.

Caso você já esteja desesperado, recomendo voltar e ler os últimos três parágrafos da parte da seção "Como ler esse livro". Depois levante, estique as pernas, tome um ar. Relaxe. Alias, recomendo fazer tudo isso agora, antes de continuar.

De volta? Bom.

O cálculo, compensação e valor de imposto devido é um algoritmo extenso. Mas felizmente é bem fácil explicar ele de uma forma resumida.

Na sequência vamos falar muito de um tal "resumo mensal de operações". A seguir uma imagem, para ajudar a visualizar onde as coisas se encaixam.



Funciona assim. Todo primeiro dia útil de um novo novo mês, você...

1. Vai no site ou no *home broker* da corretora e tira uma cópia do extrato do mês passado. Tira também uma cópia de todas as notas de corretagem executadas no mês anterior. Guarda tudo isso em um lugar bem organizado.

2. Para cada nota do mês, na ordem cronológica, faz as escriturações de compras e vendas, como discutido nas seções anteriores. As compras você só registra, mas as vendas você toma nota de data, ativo, quantidade, preço e resultado (lucro/prejuízo), essas anotações vão num *resumo mensal das operações*. Uma linha para cada operação. Esse controle servirá para saber tudo o que aconteceu de "novo" em termos de IR num dado mês.

3. Depois você confere as notas todas de novo, uma por uma, procurando informação de IRRF. No *resumo mensal das operações* você anota todos os IRRF efetivamente cobrados, e ignora todos os IRRF só calculados. Terminado as notas, vai no extrato, procurar a mesma informação. Soma todos os IRRF cobrados no extrato e anota também no *resumo mensal das operações*.

4. No *resumo mensal das operações* você soma o resultado de operações. Se for negativo, significa que teve mais prejuízos que lucros nesse mês. Apesar der ser uma triste notícia, pelo menos é caso mais fácil. Num outro controle, o *resumo de apuração anual*, você anota o mês e o resultado total negativo. É importante anotar os prejuízos porque eles viram compensação depois. Anote também no *resumo de apuração anual* o total de IRRF do mês, se tiver.

Se teve prejuízo no mês, a história acabou ai. Guarda o *resumo mensal das operações* junto com as notas e o extrato, de preferência num diretório separado. O *resumo de apuração anual* você guarda perto, mas em lugar mais geral. Ele vai te acompanhar talvez pelo resto da vida.

Agora se o total dos resultados de operações for positivo, você tem de fazer mais coisas, todas elas no *resumo de apuração anual*.

5. Você pode compensar prejuízos anteriores, antes de calcular o imposto. Veja no *resumo de apuração anual* se tem saldo de prejuízos anteriores, ainda não compensados. Se tiver, você "anula" esse saldo negativo anterior com o resultado positivo atual. Anota no *resumo de apuração anual* o mês, o lucro do mês, quanto compensou de prejuízo anterior, e quanto de prejuízo a compensar sobrou (ou zero se não sobrou). Se os prejuízos anteriores forem maiores que o lucro do mês, então a história acaba aqui.

6. Se depois da anulação ainda sobrar lucro do mês (ou se não tiver prejuízos anteriores), você anota no *resumo de apuração anual* o saldo de lucro como "base de cálculo", e depois calcula o "imposto devido". Bem simples, basta pegar a "base de cálculo" e dividir por 5. Isso equivale a achar 20%, que é a alíquota de imposto.

7. Se tiver IRRF no mês ou IRRF de meses anteriores, você agora pode "anular" os IRRFs contra o imposto devido. Se os IRRFs forem maiores que o imposto devido, a história acaba aqui. Anota no *resumo de apuração anual* o imposto devido antes da compensação de IRRF, quanto de IRRF foi utilizado em compensações, e qual o saldo de IRRF ainda a compensar que sobrou, se é que sobrou.

Se depois da anulação de IRRFs com o imposto devido ainda sobrar imposto devido (ou não tiver IRRFs), chegou a hora de lidar com o último passo, que é o recolhimento do imposto via DARF. Mas mesmo o recolhimento tem uma complicação, porque se o imposto devido é menor que R$ 10,00, a Receita instrui que você "acumule" o imposto até chegar a R$ 10,00. Então...

8. Se o imposto devido do mês mais algum "imposto devido anterior", somados, dão mais de R$ 10,00, a soma é o que você tem de pagar. Nesse caso anota no *resumo de apuração anual* a quantidade de imposto devido do mês, e a quantidade de imposto a pagar no mês, podendo o imposto a pagar ser maior por conta de imposto devido anteriormente. Ato contínuo vai no banco pagar uma DARF 6015 do valor da soma.

9. Se o imposto devido do mês mais algum imposto devido anterior, somados, ainda for menor que R$ 10,00, a história acaba aqui. Apenas anota no *resumo de apuração anual* o imposto devido do mês, imposto pago zero, e acrescenta o imposto devido do mês no total de "impostos devidos anteriores".

10. Um último passo, que só acontece uma vez por ano. O IRRF só pode ser compensado dentro de um ano civil, ao contrário dos prejuízos, que duram para sempre. Então se você chegar em Dezembro e ainda tiver sobrado/acumulado IRRF, você não replica esse valor em Janeiro. Portando, em Janeiro, no *resumo de apuração anual* a informação de "IRRF de meses anteriores" é sempre zero.

O IRRF que não consegue aproveitar dentro de um ano é colocado na

declaração DIRPF para abater outros impostos. E é isso...

Oi, ainda aqui?

Sim, eu sei, é bastante coisa. E bem confuso da primeira vez que se vê esse tanto de regra. Mas é perfeitamente viável lidar com isso. Aliás, existem várias maneiras diferentes.

Um primeiro jeito seria apelar para um serviço de cálculo automático de Imposto de Renda. Existem corretoras que oferecem esse serviço, assim como alguns fornecedores externos.

Outro jeito é não fazer vendas. Novamente, só tem a complicação do IR quem vende. Sem vendas, sem IR, IRRF, compensação, nada disso.

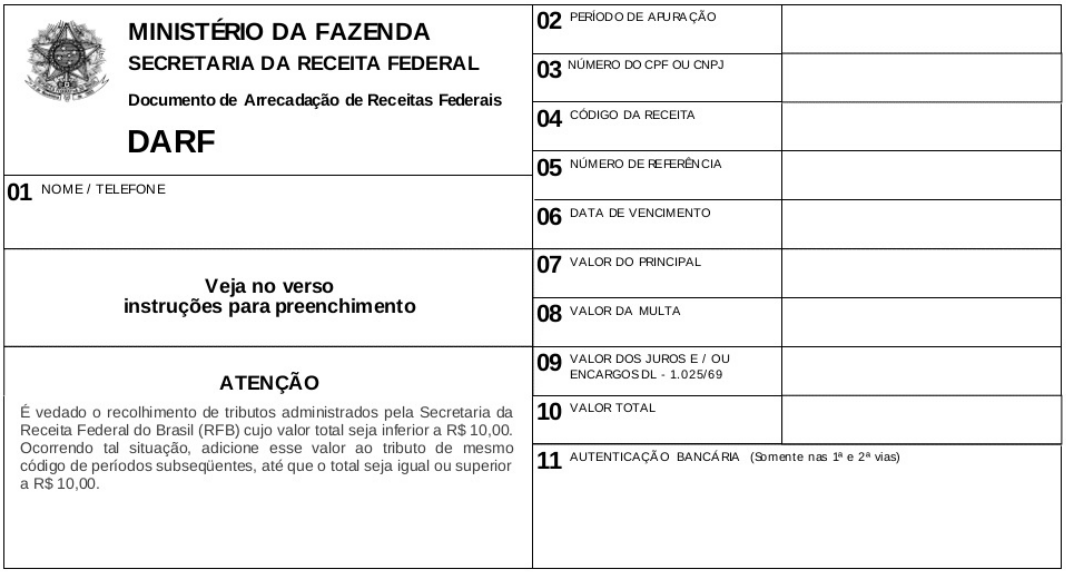
O último jeito é encarar de frente. Fazer o procedimento, passo a passo, e com toda a tranquilidade. Fazer as anotações, os controles, e ir montando o histórico de operações, resumo mensal de operações e IRRF, rastreamento de impostos devidos, compensados e pagos.

Não é fácil no começo. Mas devagar se chega lá.

Pagamentos (DARF 6015)

Na seção anterior pode-se chegar a situação de ter de pagar um DARF 6015. É a situação que se tem "imposto devido" maior que R$ 10,00.

Eu digo lá que é preciso ir no banco fazer esse pagamento, mas isso não é de todo necessário. Você pode pagar um DARF do conforto do lar, através do *home banking*. Para tanto é preciso ter senhas para mexer na conta bancária pela internet e saber preencher o tal DARF. Aqui eu explico como é esse preenchimento.



MINISTÉRIO DA FAZENDA
SECRETARIA DA RECEITA FEDERAL
Documento de Arrecadação de Receitas Federais
DARF

01 NOME / TELEFONE

Veja no verso
instruções para preenchimento

ATENÇÃO

É vedado o recolhimento de tributos administrados pela Secretaria da Receita Federal do Brasil (RFB) cujo valor total seja inferior a R$ 10,00. Ocorrendo tal situação, adicione esse valor ao tributo de mesmo código de períodos subseqüentes, até que o total seja igual ou superior a R$ 10,00.

02 PERÍODO DE APURAÇÃO
03 NÚMERO DO CPF OU CNPJ
04 CÓDIGO DA RECEITA
05 NÚMERO DE REFERÊNCIA
06 DATA DE VENCIMENTO
07 VALOR DO PRINCIPAL
08 VALOR DA MULTA
09 VALOR DOS JUROS E / OU ENCARGOS DL - 1.025/69
10 VALOR TOTAL
11 AUTENTICAÇÃO BANCÁRIA (Somente nas 1ª e 2ª vias)

O Documento de Arrecadação de Receitas Federais, mais conhecido como DARF, é uma espécie de boleto de cobrança em branco. É pelo preenchimento que você "diz" o que significa o DARF que está pagando.

É um documento bem simples na verdade. Eis uma explicação de como preencher.

Nome, telefone e número de CPF são os seus. O código da Receita é o 6015.[38] O número de referência fica em branco.[39]

Tem dois campos data, "Período de Apuração" e "Data de Vencimento", que causam alguma confusão. Calma que é simples. Quando você vai mexer com imposto de renda de coisas de bolsa, você espera o mês *virar*, antes de começar a mexer com as coisas do mês *passado*. Então naturalmente já ocorre dois meses diferentes aí: o "mês passado", que é o mês do IR que está sendo escriturado, e o "mês posterior". Se você sempre fazer a escrituração do IR no prazo certinho, a regra é fácil: o "Período de Apuração" é sempre o mês que está sendo escriturado, e a "Data de Vencimento" é mês atual, o mês seguinte ao que está sendo escriturado. Pega-se o último dia dos respectivos meses para preencher os campos.

Os campos de valores são simples também. "Valor do Principal" é o equivalente ao "imposto devido". Multas e juros são zero se você estiver pagando o DARF até a data de vencimento.

Se você estiver pagando depois da data de vencimento, tem multas e toda uma regra de correção pela SELIC para fazer. Não esquente, que a Receita

tem um site que calcula esses valores e te imprime um DARF prontinho pagar.[40] Se você for pedante pode também utilizar o site para gerar DARFs ainda dentro do prazo, sem multa. Assim você tem um DARF preenchido "bonitinho" para arquivar junto com as notas de corretagem.

Seja como for, são esses os campos que é preciso para pagar um DARF. Não precisa de formulário em papel do DARF. Para pagar no *home banking*, você só vai digitar os números.[41] O banco vai te entregar de volta uma "autenticação", uma sequência de letras e números. É essa autenticação que você anota, junto com a data de pagamento, no "resumo mensal".

Simples, não? Pagou, guardou os dados do pagamento, fim do algoritmo.

Depois disso é relaxar. Só na próxima virada do mês, ou se chegar na época da Declaração Anual, que tem de fazer alguma coisa.

O hábito faz o monge

Isso é uma coisa que eu deveria ter dito antes, mas poderia soar estranho. Agora que tens uma noção de como funciona tributação de FII fica fácil de justificar.

Quem mexe na bolsa tem de mexer com imposto de renda todo mês.

Parece feio, desestimulante até. Mexer com IR uma vez por ano já é angustiante. Mexer com IR todo mês não parece lá muito animador.

Mas a afirmação é verdadeira. Quem mexe com coisas de bolsa acaba tendo de se preocupar com imposto de renda todo mês. Não que tenha de mexer com nenhum *programa* de imposto de renda. Mas tem de fazer o controle mensal.

É uma coisa que surpreende muita gente, quando se inicia na bolsa sem prestar atenção a parte de IR. Por não ter programas, ou por acreditar que a tributação é de alguma forma "na fonte", deixam rolar. Mas não tenha dúvida que bate o maior desespero do mundo quando chega a cartinha da Receita.

Fazer o controle mensal evita de pagar multas por descuido. Mais que isso, fazer o controle mensal pode até ser um pé no saco, mas gera uma *quantidade enorme de tranquilidade* depois. Isso porque a escrituração mensal gera a maioria dos dados que serão necessários para fazer a Declaração Anual de IR.

Ao fazer a escrituração mensal, junto com os arquivos e anotações acima, não sobra muita coisa a fazer na Declaração Anual para além de *transcrever* esses números. Pois que a Declaração Anual é bem isso mesmo: um grande resumo do ano anterior, qual você só transcreve para a Receita saber da sua vida fiscal.

Muita gente pensa em IR de renda variável como sinônimo de correria, incertezas e multas. Mas isso só ocorre se deixar para fazer tudo de última hora. Quando chega a época da DIRPF é só transcrição, porque tudo o que tinha de ser apurado e pago já ficou para trás. IR de renda variável em bolsa é realmente mensal.

É uma opção do investidor deixar de lado a parte de IR, controles e arquivos. Alguns pensam que já que vão se estressar mesmo, deixar para estressar depois.

Eu tenho a opinião oposta. Gasta sim tempo e paciência mexer com IR todo mês.[42] Porém quando chega na época da Declaração Anual, esse esforço é muito recompensado.

Afinal, tudo já foi pré-calculado. Não tem "novidade". É sacal transcrever os números, ainda mais se tiver muitos FIIs. Mas é só isso também.

Como estratégia pessoal eu tenho configurado um email automático, que chega todo dia 1º do mês. E nesse email tem o roteiro pessoal. O passo a passo de copiar extratos e notas, de escriturar notas e coisas do extrato. De calcular e compensar imposto. De pagar e de arquivar as informações do pagamento.

Chega o email, faço as coisas, depois só no mês seguinte.

Sugiro de você estabelecer uma rotina parecida.

Será angustiante no começo, não tenho dúvida. Mas isso porque fazer qualquer coisa nova é angustiante.

Só lhe digo que a prática traz mais que a experiência: traz também a indiferença.

É duro começar, mas rapidinho você pega o jeito. Depois de um tempo você descobre que já virou uma segunda natureza.

---

[28] Só que não. Computadores na verdade trabalham ou com precisão decimal limitada exata, ou com precisão decimal limitada flutuante, mas nunca números com precisão infinita. O sistema de precisão decimal flutuante garante que o "grosso" do número seja preservado, mas não necessariamente o número inteiro. As planilhas eletrônicas utilizam o modo flutuante, e são espertas o suficiente para criar a ilusão de precisão infinita. Se você for um *geek* matemático ou computeiro, dê uma olhada no padrão IEEE 754 para mais detalhes. Se você não for dessas áreas, melhor parar por aqui. Você pode ficar muito triste em descobrir que planilhas eletrônicas não sabem representar o número 1,10 exatamente com duas casas.

[29] A bem da verdade, é possível vender levemente acima do preço médio e ainda assim ter prejuízo, porque o custo da corretagem da venda afeta cálculo do lucro. Essa situação será detalhada mais a frente.

[30] Existe o terrível caso em que se misturam operações de *day trade* e operações normais num mesmo dia. Sugestão para a vida, se você calcula IR na mão: não faça isso.

[31] O ambiente do Mega Bolsa era um ambiente separado da Bolsa de Valores de São Paulo, mais antigo. Havia distinções operacionais entre os fundos negociados em ambiente de Bolsa e os fundos negociados no ambiente do Mega Bolsa (fundos com B no final). Depois da centralização dos negócios de todos os FII no ambiente PUMA, essas distinções operacionais praticamente desapareceram.

[32] Os rendimentos são sacados da conta de resultado do fundo. O fundo pode pagar rendimentos para sempre, sendo só limitado pelo caixa do fundo. Amortizações são sacados da rubrica de "Cotas Integralizadas", e em teoria essa rubrica não pode ser negativa. Ou seja, há um limite no total de amortizações que um fundo pode fazer, que é o saldo que entrou no fundo via integralizações de cotistas.

[33] Carl Sagan dizia que ele não dizia isso.

[34] Nos meus exemplos a quantidade é sempre negativa. Isso facilita na hora de fazer as fórmulas em planilha, que ficam iguais para compra e venda. O valor de -3.025,00 é aproximado, na verdade. Aqui já começam a aparecer os problemas de "precisão infinita" mencionados antes. Por fim o preço médio igual foi sorte. Por causa das instabilidades numéricas é bem comum dar diferença no preço médio com a conta feita desse jeito. Até tem uma maneira de rearranjar a conta para diminuir as instabilidades numéricas, mas fica confuso pra caramba.

[35] Lucro de 3,50 menos corretagem de 12,50, prejuízo de 9,00.

[36] Simplificar para que, né?

[37] Existe uma forma de não ter nenhuma preocupação com essas histórias de IRRF: basta não vender. Sem vendas, sem IRRF dedo duro, sem malha fina automática. Quer argumento mais inesperado para o *buy & hold*?

[38] O código 6015 significa "IRPF - Ganhos líquidos em Operações em Bolsa". Esse é o código utilizado para praticamente todos os pagamentos de imposto de pessoas físicas em ganhos de renda variável: o mesmo código serve para ações, opções, índices, futuros, day trade e FII. Para pessoa jurídica tem outros códigos, com diferenciação por tipo de operação.

[39] Você provavelmente só vai usar o número de referência em DARFs se estiver muito, mas muito enrolado mesmo com a Receita.

[40] Chama-se SICALCWEB, disponível na URL http://www.receita.fazenda.gov.br/pagamentos/sicalcwebnovo.htm . Não precisa nem da URL, na verdade. Procure pelo nome "sicalc web" na internet.

[41] Você talvez se depare com dois tipos de DARF na tela do banco: o DARF comum (ou preto) e o DARF Simples (ou verde). Utilize o DARF comum. O DARF Simples é exclusivo para pessoas jurídicas optantes do Simples Nacional.

[42] Ainda mais eu, que faço todo o controle de IR em planilhas, manualmente.

12

Declaração Anual de IR

A Declaração Anual de Imposto de Renda Pessoa Física (DIRPF) é aquele procedimento que uma vez por ano tira o sono de muita gente no Brasil.

É tanto medo, desconhecimento (e as vezes até ódio) que muita gente prefere até não fazer, deixando para enfrentar as consequências depois.

Muitas pessoas são dispensadas de fazer a DIRPF, por conta de baixos rendimentos ou baixo patrimônio. Essas regras de isenção mudam com frequência, e por isso não vou listar aqui. Porém também existem regras que tornam a declaração obrigatória, independente de renda ou do tamanho de patrimônio. Uma dessas regras de obrigatoriedade diz em essência que se mexeu na bolsa então *tem* de declarar.

Ou nas palavras da própria Receita Federal: *Está obrigada a apresentar a Declaração de Ajuste Anual do Imposto sobre a Renda a pessoa física residente no Brasil que, no ano-calendário: Critério [...] Critério de "Ganho de capital e operações em bolsa de valores": - obteve, em qualquer mês, ganho de capital na alienação de bens ou direitos, sujeito à incidência do imposto, ou realizou operações em bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhadas;*[43]

Há outros critérios que tornam obrigatória a declaração. Atenção a dois prontos. Primeiro que o critério de obrigatoriedade "supera" o de isenção: então se está incluído em qualquer critério de obrigatoriedade tem de fazer a declaração, sem choro nem vela. Segundo que muitos iniciantes que tem prejuízos em bolsa se complicam com a Receita Federal por não fazerem a Declaração Anual, acreditando que só tem de declarar quem teve lucro.

Note que é obrigatório declarar quem teve lucro *ou* realizou operações em bolsa de valores, independente do resultado.[44] O pessoal lê a primeira

parte e ignora a segunda. Mas a regra é clara: mexeu com a bolsa, tem de declarar. A parte que fala de ter tido lucro (ganhos de capital) na verdade é para pegar um caso diferente, de quando se tem lucro na bolsa sem ter feito operações. Mas isso é uma outra história.

Talvez não seja muito animador saber dessa obrigação, para quem ainda vai começar. Mas é importante tanto pela questão de evitar multas, tanto pela questão de não se complicar na Receita à toa.

Mais uma coisa: ser obrigado a fazer declaração de IR *não tem nada a ver* com ser isento ou tributado. Se você hoje é isento de IR, mexer com fundos imobiliários não altera essa questão. Você fica obrigado a fazer a declaração, sim. Mas as coisas que você já é isento continuam isentas, e as coisas que são tributadas continuam tributadas.

Ok até aqui?

A Declaração Anual de Imposto de Renda ocorre anualmente.[45] Entre Março e Abril do *ano exercício*, você deve baixar um programa na Receita e transcrever tudo o que aconteceu no *ano calendário*, anterior. Ou seja, ano calendário normalmente é o ano recém encerrado, e ano exercício é o ano seguinte, normalmente o "agora".

Pois que a DIRPF é exatamente isso, uma "transcrição". Você "declara" o que aconteceu, para a Receita fazer as contas e saber se você está credor ou devedor com o Fisco. Se tem de pagar mais (porque pagou de menos) ou se tem a receber (porque pagou de mais).

Então... você mexeu com FII no ano calendário, e chegou a hora de mexer com a declaração anual no começo do ano exercício. Onde tanto tem de preencher?

Rendimentos

Todo ano, as fontes pagadoras de rendimentos são obrigadas à fornecer um Informe de Rendimentos Financeiros às pessoas físicas, caso a pessoa tenha sido beneficiária de rendimentos no ano calendário (IN SRF 698/2006 Art. 1º). Esse informe tem de ser fornecido até 28 de Fevereiro do ano calendário (Art. 2º).

Num mundo ideal bastaria receber esses informes anuais e declarar todos nos campos apropriados.

Mas o mundo real fica longe do ideal. Em parte porque a fonte pagadora não é obrigada de todo a mandar o informe pelo correio, dependendo do relacionamento que ela tenha com o beneficiário (pode disponibilizar por site ou email, Art. 2º § 1º).

Como não dá para saber qual informe você *não* recebeu, algum trabalho é necessário para aproximar essa questão.

O procedimento é pegar as cópias de extratos mensais de Janeiro do ano exercício até Janeiro do ano calendário para encontrar e somar os rendimentos.

Pega-se Janeiro a Janeiro (13 meses), mas não se soma todo e qualquer rendimento. Para a Receita o que vale para determinar de qual ano é o rendimento é a *última data com direito*, a data que era necessário estar comprado para receber o rendimento.

O que aparece no extrato geralmente é a *data pagamento*, que não serve. Como a data de pagamento geralmente é bem perto da "data com", os extratos de Fevereiro a Dezembro muito provavelmente terão só os rendimentos "certos". Mas nos dois Janeiros será necessário um pouco de trabalho de detetive para separar quais rendimentos tiveram "data com" dentro do ano exercício.

Depois de fazer a soma daí parte-se para relacionar esses os valores numa planilha com três colunas: nome ou sigla do FII, valor da sua soma e uma última coluna "valor do informe".

O que você faz depois é pegar os informes que vieram e preencher a coluna "valor do informe" com os dados oficiais.[46]

Se estiver com sorte não vai ficar nenhum vazio na coluna "valor do informe".

Se sobrar algum valor em branco, daí o procedimento é ir atrás do administrador do fundo por email ou telefone, perguntando pelo informe não recebido. Alguns dirão para tirar o informe via site. Os que disserem que é encaminhado por correios você já pede o reenvio, aproveitando para

confirmar seu endereço cadastrado junto à administradora.

O objetivo de fazer esse esforço todo é ter uma alternativa de valor de rendimentos para quando não se consegue o informe.

As vezes o valor da sua soma não bate com o valor do informe. Você deve utilizar o valor do informe, mesmo *que ele esteja errado*. Já aconteceu de informes virem errados e a retificação se perder. Aliás, não dá para diferenciar o caso de retificação perdida do caso do erro que não teve retificação. Seja como for, é preferível o informe. É a única fonte de informação oficial.

Mas se os prazos apertarem e você descobrir que tem informes faltando, utilize a sua soma pessoal. Aqui não é como no caso do IRRF, que qualquer erro te põe na malha fina. Claro que errar *muito* vai chamar atenção dos sistemas da Receita. Esse procedimento de controle duplo tem o objetivo de, se errar, errar por pouco.[47]

Com os dados em mão, o local de preenchimento dentro da DIRPF é na opção de Rendimentos Isentos e Não Tributáveis > Campo "Outros". Nessa opção utilize o botão para abrir a ficha auxiliar.

Se você tem poucos FIIs, pode colocar o nome completo do fundo. Se tiver muitos, melhor colocar só a sigla. Isso porque apesar da ficha auxiliar permitir digitar muito, na verdade esse dado não vai separado para a Receita. Só fica separado na versão impressa.

Como sugestão extra, guarde a planilha de controle que utilizou para detectar os casos de informes faltantes. Torço para que nunca seja chamado a prestar contas na Receita, mas se ocorrer ajuda muito ter a informação de quais informes estavam faltando, e que por isso você teve de apelar para uma soma não oficial.

Lucros e prejuízos

Na parte de rendimentos você pode ter informação oficial junto com informação não oficial. Na parte de lucros/prejuízos mensais, é tudo não oficial. A fonte de informação é você, literalmente o investidor final.

Os lucros/prejuízos mensais são informados em Renda Variável >

Operações Fundos Invest. Imob.

Aqui abre-se uma ficha onde você pode preencher 37 campos. São 12 campos para informar o "Resultado Líquido do mês", 12 campos para informar o "Imposto Retido" na fonte por mês, 12 campos para informar o "Imposto pago" por mês, mais um campo único para informar o "Resultado negativo até o mês anterior". Esse campo único seria o prejuízo de anos anteriores, ainda não compensado.

Todos esses dados vem do *resumo de apuração anual*, aquele que é preenchido todo mês, quando fazendo o IR mensal.

Lucros são preenchidos com valores positivos, prejuízos são preenchidos com valores negativos. Hoje em dia tem um campo para colocar o IRRF compensado por mês, mas a recomendação geral é evitar compensar dado que qualquer erro de compensação pode jogar a pessoa na malha fina.

Caso não queira que os valores "devido" e "pago" fiquem diferentes, daí você não deve fazer a compensação de IRRF mês a mês (passo 7), e deixar todo o saldo de IRRF se acumular durante o ano.

Imposto de Renda Retido na Fonte

Na parte em que explico IRRF, eu faço um baita terrorismo sobre não errar esse item.

Agora eu preciso fazer uma confissão: É TUDO VERDADE.

IRRF não é brincadeira. E por isso é mil vezes preferível trabalhar com a fonte oficial do que com a fonte pessoal.

Para lidar com IRRF, você vai em cada corretora que teve relacionamento durante o ano exercício e solicita um informe específico de IRRF. Esse relatório geralmente está disponível no *home broker* ou no site da corretora, depois que você está identificado. Peça ajuda pelos canais da corretora para encontrar o tal informe de IRRF.

Provavelmente a corretora vai te oferecer *dois* desses informes. Um informe para operações "normais", e um informe para operações de *day trade*. A descrição a seguir vale só para o caso do informe de IRRF de

operações normais.

Você pega o informe de IRRF de operações normais e soma os IRRF do ano. Vai no seu controle mensal e soma todas as compensações que fez durante o ano. Se sobrar alguma coisa, você informa esse valor em Fichas da Declaração > Imposto Pago/Retido > Imposto sobre a renda na fonte (Lei nº 11.033/2004).

Para insistir: se tem medo de errar nas compensações, e por besteira ser chamado na Receita, uma opção é *não fazer* a compensação de IRRF com imposto devido (passo 7). Daí que o valor que é informado nesse campo é simplesmente a soma dos informes oficiais de IRRF de operações normais, sem tirar nem por.

Bens e direitos

A última parte da declaração é a mais trabalhosa, porque envolve mais digitação. A vantagem é que é só cópia, não tem de calcular nada nesse ponto.

A declaração dos saldos investidos em FII é feita em Bens e Direitos. Aqui você deve abrir um novo item para cada FII que possua.

São cinco campos. Em Código utiliza-se 73 (Fundo de Investimento Imobiliário), localização é 105 (Brasil, pré-selecionado). Os campos "Situação em 31/12" são preenchidos com o valor do *Custo IR*, explicado no capítulo anterior. Você digita o valor do "começo" e do "fim" do ano exercício.

O campo "Discriminação" é de texto livre. Aqui se pode ser bastante simplório ou tão detalhado quanto se queira. Eu particularmente coloco só o nome do fundo, CNPJ, sigla da cota, a quantidade e o preço médio.

Tem pessoas que colocam menos que isso, tem pessoas que colocam aí todos os negócios e amortizações ocorridos, um por um, nota a nota, corretora por corretora.

Vai do gosto do freguês. Recomendo não ser muito mais simplório do que eu (a Receita faz mineração de dados no texto livre), mas colocar cálculo por cálculo me parece exagero: com o passar do tempo, vai virar uma

descrição monstro.

Amortizações

As amortizações não "entram" em lugar nenhum da declaração.

Elas afetam o custo de aquisição, o *Custo IR*, que é declarado na parte de Bens e Direitos.

Caso lhe incomode a história de a amortização não aparecer em lugar nenhum da DIRPF, utilize o campo "Discriminação" em Bens e Direitos para falar das amortizações recebidas.

Depois

Depois que preencher o resto da declaração, com as coisas não FII, é o procedimento normal de fechar a DIRPF, transmitir e pagar DARFs da Declaração, se houver.

Depois de um tempo, recomendo entrar no e-CAC da Receita Federal e dar uma olhada no Extrato de Processamento da Declaração. Ver se não deu nenhum rolo.

E depois de ler esse longo e possivelmente assustador início de livro, te digo: respire aliviado.

De agora em diante as coisas ficam mais simples, mais próximas do dia a dia.

Como prometido a parte "complicada" do livro é só no começo. De agora em diante é mais tranquilo.

---

[43] Adaptado de http://www.receita.fazenda.gov.br/pessoafisica/irpf/2013/declaracao/obriga só retirando às menções de data. Essa é uma regra que não mudou na história recente, mas vale a pena olhar todo ano para ver os detalhes sórdidos. Ver também a primeira pergunta em http://www.receita.fazenda.gov.br/PessoaFisica/IRPF/2013/perguntao/assur

de-entrega.htm

[44] "A Receita está atrás do cara que só teve prejuízos na bolsa. Pode isso, Arnaldo?" "Sim, pode."

[45] Óbvio, né?

[46] Atenção ao caso dos informes duplicados. Só deve vir um informe por FII, mas pode acontecer de virem "retificações", uma atrás da outra. Você deve escolher aquela retificação que tiver a data mais recente, ignorando as demais. O record que eu já tive foi de 3 retificações na sequência.

[47] Ver perguntas 051 a 053 do Perguntão IRPF 2014, a respeito de Comprovantes de Rendimentos em falta ou errados.

III

Classificação dos FIIs

13

Classificando os FIIs por tipo

Já disse que existem na bolsa mais de 120 FIIs, e também já disse que os FIIs são muito diferentes entre si.

É humanamente impossível investir em todos eles (até porque alguns nem negociam). Nem é uma ideia boa investir em "todos", dado que o mercado de FII tem lá seus "melhores" e "piores" relativos: esse é o normal de qualquer mercado desenvolvido.

Então se vai investir em *alguns* dentre *todos*, você terá de ter algum processo de seleção. Terá de *escolher*.

Mas para haver escolha é preciso que se tenha conhecimento ou preferências.

Problema é que um completo iniciante não tem conhecimento, e fica receoso de começar por causa dessa lacuna. Não começa porque não sabe, e não sabe porque não começa. Um círculo vicioso que deixa a pessoa travada na estaca zero.

Daí que ataco a questão pela linha das preferências. Porque nas preferências tem um belo tanto de instinto. Se explicada as diferenças básicas dos tipos de FIIs, é muito mais trivial de surgir a preferência por alguns tipos de FII e preterência à outros.

Essa parte do livro dedica-se a destacar algumas diferenças básicas.

Com essas diferenças em mente, ficará mais fácil distinguir as "árvores dentro da floresta". Até porque sem distinção nem haveria escolha: é impossível escolher sem ter *alternativas*.

Não precisa decorar nada, mas fica desde já a sugestão que leia essa parte

do livro com caderno e caneta à mão. Em cada capítulo pare e anote os "tipos" e "sub tipos" que gostou, e também os que não agradaram.

Mais no final do livro eu coloquei um fichamento básico dos FIIs negociados em bolsa. Com as preferências anotadas e esses fichamentos que você saberá por onde a começar estudar de fato.

Preparado? Então vamos lá.

14

Por risco de política de investimento

Imóveis prontos

Essa é provavelmente a categoria mais fácil de explicar, o caso em que um FII só investe em imóveis prontos.

É simples de explicar porque o caso de ser um "FII de tijolo" tem muitos análogos com investir em um imóvel comum: o objetivo geralmente é a renda de alugueis, o risco mais comum é o imóvel ter vacância ou inadimplência.

Apesar de mais simples, de não correr riscos extras, há algumas situações que raramente são levadas em consideração.

Já falamos como o mercado reage com comoção no caso de saída e chegada de inquilinos. O mesmo vale para casos de desapropriação, interdição e outros sinistros que afetam os imóveis reais: não é porque o dono de um prédio é um FII que essas coisas deixam de acontecer.

Mesmo que um fundo tenha vários prédios, uma notícia ruim num dos prédios leva o fundo inteiro para baixo. Mas se for um FII de prédio único, daí a comoção na cota vai ser enorme. Só a diversificação salva.

Pelo lado das vantagens é possível comparar os imóveis prontos com outros imóveis prontos, e assim ter uma noção do valor real do FII, independente do preço da cota. O mesmo para os alugueis.

Caso tenha preferência total por imóveis prontos é importante sempre olhar o ativo do fundo: existem fundos que pagam dividendos mesmo com o prédio em construção. Um FII ter dividendos *não significa* que o imóvel

está pronto, menos ainda alugado.

Para enfatizar, nem todo FII investe em imóveis, e mesmo os FIIs que tem objetivo de investir em tijolo o imóvel pode ainda não estar completo, acabado e pronto.

Desenvolvimento para renda

Esse é o caso dos FIIs que não tem o imóvel ainda pronto, mas que pretende ter.

O caso geral é de captar dinheiro numa emissão e construir ou terminar de construir um prédio, para depois alugar.

A diferença para o caso anterior é que tem riscos extras: do prédio *não* ficar pronto, e do prédio pronto ficar muito tempo sem receitas.

Problemas de licenciamento, problemas de obras, problemas de efeitos colaterais da obras, acidentes, atrasos, falta de dinheiro... A lista de coisas que pode dar errado na construção de prédios é muito grande.

Um prédio em construção tem muito mais riscos que um prédio pronto e habitado. *Provavelmente* o prédio vai sair, mas não se pode nunca desmerecer os riscos a mais.

O risco da vacância prolongada pode ser tão ruinoso quanto o risco do prédio não sair. Isso porque a vacância de um prédio novo em folha pode durar muito, e acabar com o pouco do dinheiro em caixa de um FII em início de carreira.

Se acontecer de um fundo ficar sem caixa, você pode ver a cota rapidamente rumar à zero, por mais que o prédio esteja lá, inteiro e de pé. Pode até não ser uma resposta muito racional, mas é assim que o mercado tem reagido aos casos de 100% de vacância.

Desenvolvimento para venda

No caso do desenvolvimento para venda os riscos de construção são idênticos do caso acima. O que muda é que não tem risco de vacância, mas

tem dois riscos a mais.

O objetivo é vender depois de construir, o que leva ao risco de não conseguir vender. Como não se tem a pretensão de alugar, pode-se acabar com um elefante branco, que é o prédio construído e vazio, gerando despesas.

O risco mais comum, e pior, é o caso da *venda parcial*. Se o imóvel for parcialmente vendido, isso significa que ele terá alguma espécie de condomínio que dividirá *igualmente* as despesas entre os compradores e a parte não vendida. Ou seja, a parte não vendida começa a gerar despesas de imóvel normal. Isso é particularmente verdade no caso das incorporações residenciais, que tem muitas unidades: não se vende todas elas de uma vez.

Não precisa de muito tempo dessas despesas normais para transformar o lucro da construção num baita prejuízo. Pode-se rapidamente chegar ao ponto que o incorporador resolve vender os imóveis no prejuízo patrimonial, para evitar mais prejuízos com despesas futuras.

Existe também o risco do imóvel não ficar pronto, mas aqui esse risco é muito pior.

No desenvolvimento para renda, se o prédio não sair, ainda assim se fica com o terreno, parte da obra e talvez algum dinheiro. Isso porque só tem um dono.

No desenvolvimento para venda, o esquema de patrimônio separado protege os *compradores* dos imóveis. Se o imóvel não sair, o incorporador/FII pode acabar sem nada *no melhor caso*. No pior caso, pode acabar sem nada e ainda endividado.

Imóveis de aplicação específica

Falamos no começo de muitos imóveis serem genéricos, mas falamos também um pouco dos imóveis bem específicos, feitos ou ajustados para ter uma *aplicação* específica.

O risco extra de um imóvel de aplicação específica é que é difícil de arranjar um outro inquilino para ele.

É um risco que afeta mais os imóveis do tipo galpão, geralmente adaptados a algum tipo de indústria. Mas vale também para os imóveis que são destinados a área de saúde (hospitais) e a área educacional (faculdades).

Por fim, existe a dificuldade extra quando a saída de um inquilino não é voluntária. Expulsar um inquilino específico de um imóvel específico pode esbarrar em questões incomuns, como legislação específica (no caso de hospitais e ensino) ou em questões ambientais (no caso de indústrias).

A saída não voluntária de inquilinos de imóveis específicos não é assim tão diferente do caso dos imóveis genéricos, em grande parte porque a Justiça é lenta em ambos os casos. O que não exclui que qualquer questão extra só faz atrasar ainda mais o processo.

Dívida / CRI

Até agora vimos FIIs que investem em imóveis, prontos ou não. Tirando o caso dos FIIs de FIIs, sobram os FIIs de CRI, FIIs que investem exclusivamente em dívida imobiliária.

Assim como os FIIs são diferentes entre si, os CRIs não são nada padronizados.

Existem CRIs que são parte do financiamento de construção de imóveis industriais. Existem CRIs que são mero desconto de alugueis futuros, garantidos em imóveis prontos. Existem CRIs que financiam imóveis residenciais já prontos (pós chaves) como também CRIs que financiam imóveis residenciais ainda não prontos (pré chaves).

Em questão de risco é preferível os CRIs que financiam imóveis prontos, porque em caso de problemas pode-se apelar ao leilão do imóvel dado em garantia. O caso dos imóveis não prontos corre-se o risco de perder tudo.

A vantagem dos CRIs é, que tudo dando certo, eles são títulos de renda fixa.

Por mais que se tenha o componente de reajuste por inflação (que é variável), as condições do empréstido são fixas. CRIs não tem renegociação[48] e são uma alternativa interessante quando o mercado de alugueis está difícil.

Mas os FIIs de CRI não tem uma proteção interna contra a inflação. A tradição diz que rendimento distribuído pelos FIIs de CRI *inclui* a correção monetária. Ou seja, a correção monetária *sai do fundo* junto com o rendimento.

Esse é um ponto sutil, difícil de perceber no dia a dia, mas com efeitos de longo prazo.

---

[48] Se não estiver previamente previsto no Termo de Securitização.

15

Por prazo

Prazo determinado

Nem todo FII dura para sempre. Mas alguns FIIs já nascem com prazo de validade. É o caso dos FIIs de prazo determinado.

Prazo determinado significa que o fundo tem uma estimativa em meses/anos que espera executar alguma estratégia, e depois desinvestir para encerrar. Não significa data certa, pois que não tem como antever com precisão como os negócios pretendidos vão acontecer na prática. Incluem-se também os casos que não tem prazo estimado, mas que algum evento ou "gatilho" pode disparar o encerramento do fundo.

O exemplo mais comum são os FIIs de desenvolvimento para venda. Faz a captação de recursos, investe na construção de imóveis, que depois são vendidos. O fundo acaba depois de vendido o último imóvel e feito todos os pagamentos.

Ocorre também em alguns FIIs de CRI, que deixam de fazer reinvestimentos internamente depois de um tempo. Então, conforme as dívidas vão sendo pagas, esses valores são devolvidos até o que o fundo encerra, sem patrimônio.

Os fundos de tempo determinado são a minoria na bolsa, até por uma questão de lógica: eles acabam depois de um tempo. São menos populares também, por que é comum que não paguem rendimentos durante o prazo de investimento.

O "problema" ocorre no período de desinvestimento. Nessa fase o fundo começa a fazer pagamentos "grandes", porque as distribuições começam a

devolver parte do capital investido. E isso vira uma armadilha para os investidores mais simplórios.

Os pagamentos "grandes" criam a sensação que o fundo está pagando "muito", o que pode fazer a cota disparar. Mas bem pode acontecer também da cota estabilizar ou decair numa velocidade *menor* que a diminuição real de patrimônio. Em ambos os casos o resultado é o mesmo: investidores pagando um "ágio" sobre o valor de liquidação do fundo.

As duas versões do problema tem a mesma razão: a incapacidade de se calcular o provável valor de liquidação do fundo. E não é uma questão de experiência conseguir ou não calcular: é um problema de falta de informação.

Para calcular o valor "correto" de um fundo de prazo determinado seria preciso conhecer o futuro com precisão: em que datas e em que valores vão ocorrer todos os pagamentos futuros. Se já é difícil acertar o amanhã, imagine acertar meses e anos no futuro, ainda mais em processos com um monte de dependências externas.

Tentando desviar dessa limitação, o pessoal apela para a comparação do valor patrimonial do fundo (VP). Mas essa comparação é enganosa, por razões diferentes em tipos diferentes de FII.

No caso dos imóveis prontos aparece o valor de avaliação, que geralmente é otimista demais. No caso dos imóveis em construção aparece o valor de construção, que geralmente é pessimista demais.[49] Os FIIs de CRI podem tem o VP calculado pela curva (que é realista, mas que considera que as coisas *vão* dar certo) ou VP calculado com marcação à mercado, que pode ser otimista ou pessimista demais, dependendo do humor do mercado naquele mês.

Resumo da ópera: é complicado, e não tem solução fácil.

A dica é tentar evitar mexer com FIIs de prazo determinado até que tenha adquirido habilidade suficiente para calcular o valor de um FII sem olhar para cota, VP ou rendimento.

Pois que a história é pródiga em demonstrar que *todos* esses itens são péssimos indicadores do futuro provável de um FII de tempo determinado.

Prazo indeterminado

FIIs de prazo indeterminado são aqueles que não tem prazo para acabar *a priori*.

São os FIIs que no regulamento se expressa claramente que são de prazo indeterminado, e mais a restrição extra que a venda dos ativos do fundo ou a decisão do próprio encerramento do fundo só pode ser decidido em assembleia.

Isso porque alguns FIIs são de prazo determinado na prática, apesar do regulamento dizer que é de prazo indeterminado (mais na próxima seção).

Sendo um FII de prazo indeterminado *de verdade*, não tem muito mais o que comentar. É o caso mais simples.

Como não tem uma situação de descontinuidade óbvia, basta acompanhar o funcionamento normal do fundo.

Prazo indeterminado, mas acaba

Na seção anterior eu disse que é preciso fazer confirmações extras para qualificar um FII como de prazo indeterminado de verdade. Não basta procurar pela palavra "indeterminado" no regulamento.

Isso porque existem alguns fundos que são de prazo indeterminado no regulamento mas que no *prospecto* está descrita alguma estratégia de desinvestimento provável, além da prévia aprovação em regulamento de poder realizar a venda e encerramento do fundo sem passar por assembleia.

Esses são os FIIs mais comuns do tipo "prazo indeterminado, mas acaba". Está escrito "indeterminado" no regulamento, mas na prática é um FII de prazo determinado.

Mas mesmo um FII genuinamente de prazo indeterminado pode virar de prazo determinado. Já aconteceu algumas vezes de um FII de tijolo de prazo indeterminado decidir vender e encerrar. Isso é mais provável de ocorrer em fundos menores.

Existe ainda um tipo FII de prazo indeterminado mas que pode acabar subitamente: o caso de alguns FIIs mono inquilino.

Isso porque alguns FIIs mono inquilino tem em seus regulamentos/contratos a previsão que o inquilino pode comprar os imóveis ao final do contrato de aluguel. Na prática a decisão do fundo encerrar está na mão do inquilino, e a assembleia não pode nem vetar a venda, menos ainda decidir o valor da venda.[50]

Resumo da ópera: é preciso conferir no prospecto se um fundo é de prazo indeterminado de verdade, se não tem autorização prévia para acabar. A regra pode mudar no meio do caminho. E tem de prestar atenção ao caso de FIIs menores.

---

[49] A regra exata diz que no caso de FII de desenvolvimento deve aparecer no VP o *menor* valor entre custo de construção e o valor de avaliação. O único caso em que o valor de avaliação é menor que o valor de construção é quando a obra está encrencada.

[50] A Lei do Inquilinato (Lei 8.245/91, alterada pela Lei 12.112/2010) prevê que o inquilino tem preferência de compra se o imóvel estiver a venda. O caso aqui é diferente. O inquilino pode forçar a venda do imóvel no final do contrato, independente da vontade dos cotistas.

16

Por ativo subjacente

Tijolo

FIIs de tijolo são aqueles que investem em imóveis prontos. No geral para receber aluguel.

E tudo o que pode acontecer com um imóvel detido diretamente pode ocorrer com um imóvel dentro de um FII.

O imóvel pode estar ocupado num momento e desocupado a seguir. O inquilino pode estar pagando o aluguel, mas pode também dar o calote.

O valor do aluguel pode ser reajustado para cima ou para baixo negocialmente. Na falta de negociação o dono pode pedir uma revisional para cima por via judicial, assim como o inquilino pode pedir uma revisional para baixo.

O imóvel pode estar habitável ou inabitável. Pode ser interditado e até vandalizado. Ele pode cair sozinho, ser derrubado por um prédio vizinho ou cair derrubando prédios ao lado. Pegar fogo e não sobrar nada também é uma opção.[51]

Um imóvel novo pode ter baixa manutenção mas condomínio proibitivo, e um imóvel velho pode ter condomínio em conta, mas custos altíssimos de manutenção.

Um imóvel pode ser cuidado, largado às traças (apodrece) e/ou ser "recauchutado" (retrofit).

Imóvel de FII não é especial *porque* é patrimônio de FII. Nem a

administração/gestão tem algum poder sobrenatural. São pessoas conectadas a um ambiente de negócios mais graúdos, mas só isso também.

Imóvel é imóvel, e milho é milho.[52]

Inquilinos vem e vão. Rolos vem e vão. Problemas vem e continuam vindo.

Investimento de longo prazo é assim mesmo. Um para-raios bem eficiente. Basta perguntar a qualquer dono de imóveis de longo tempo para ouvir umas histórias bem cabeludas, dignas de contar em noites sombrias.

CRIs

CRIs são instrumentos classificados como de renda fixa, mas FIIs de CRI normalmente tem rendimentos bem malucos, saltando para cima e para baixo todo mês. Porque?

O que dá a característica de "renda fixa" nos CRIs é que eles geralmente pagam juros fixos, mais uma correção. A parcela de juros é até bem comportada. A variedade vem da parcela de correção monetária.

Quando se vê notícias de inflação no jornal, costuma aparecer duas informações: inflação do mês e a inflação acumulada dos últimos 12 meses. A inflação acumulada tem variações mais suaves, porque é uma espécie de média. Mas as medições mensais de inflação variam bastante.

Os FIIs dos CRI pagam rendimentos mais ou menos relacionados com os recebimentos dos CRIs, e os recebimentos dos CRIs são diretamente proporcionais aos juros mais correção. Como a correção varia, variam os pagamentos dos CRIs, que fazem variar os rendimentos dos FIIs de CRI.

Por fim, é importante notar que a inflação *sai* do FII junto com os rendimentos, e portanto FIIs de CRI correm o risco de não acompanhar a inflação no longo prazo.

FIIs

FII de FII, ou fundo de fundos, nada mais é que um FII "externo" que capta

dinheiro e investe em outros tantos FIIs, internamente.

Ou seja, é uma cota de FII que, uma vez comprada, representa uma participação em vários outros FIIs, da mesma forma que uma cota de um FII de tijolo pode representar uma participação em vários prédios.

Se paga duas taxas de administração (dos FIIs internos e do FII externo) e pode haver também taxa de gestão e taxa de performance.

FII de FIIs na prática são fundos de gestão ativa, porque a decisão de comprar ou vender FIIs específicos da carteira ficam com o administrador/gestor.

A diversificação interna não deixa um FII de FII mais estável. Ele é tão instável quanto qualquer outro FII no geral.

É normal FII de FII pagar rendimentos altos com o mercado em euforia. Num mercado assim os fundos de fundos vão gerar uma renda extra (ganho de capital), talvez por meses seguidos. Porém esses rendimentos maiores não são estruturais (lucro não se repete). Isso vira uma armadilha porque cota acompanha rendimento, e uma sequência de rendimentos altos fará o preço da cota disparar. Basta o mercado sair da euforia, depois, para esse ganho extra desaparecer, arrastando assim o rendimento (e cota) para os seus níveis normais.

Desenvolvimento

FIIs de desenvolvimento (ou incorporação) são aqueles dedicados a construir bens imóveis.

Geralmente são fundos destinados a investidores qualificados. Podem ficar anos sem pagar nenhum rendimento. São FIIs pouco populares, e quase não tem negócios (são ilíquidos).

Os longos períodos que ficam sem pagar no começo são compensados com grandes e frequentes pagamentos feitos no final. Os pagamentos "grandes" podem ocasionar valores absurdos de rentabilidade aparente, que por sua vez pode fazer o valor da cota disparar a preços irreais.

São FIIs que dão certo para quem entra no preço certo, geralmente na

emissão do fundo.

Comprar cotas de FII de desenvolvimento quando ele já está desinvestindo pode ocasionar um belo prejuízo. Sem informações exatas sobre o fundo, os cálculos de valor podem errar feio o ponto de entrada.

Por fim o valor patrimonial dos fundos de desenvolvimento no geral *não* reflete a atual valorização do fundo, menos ainda o provável valor dos recebimentos futuros.

É algo comum que fundos de desenvolvimento tenham mais de uma *classe de cotas*, significando que um mesmo fundo tenha na verdade vários VPs, um para cada classe de cota diferente.

Acho que não preciso dizer que FII de Desenvolvimento é um troço complicado...

---

[51] Bate em madeira três vezes!

[52] Ver *Das Korn, Crítica da Economia Agrícola*, por Karl "Chuck" Marx, traduzido para o inglês por Andrew Kliman, tradução do inglês por Marcelo José de Souza e Silva. Mas é uma leitura pesada, apesar de curta. Como alternativa ler o já recomendado *O Senhor da Foice*, Terry Pratchett.

17

Por tipo de imóvel

Laje

Mais da metade de todos os FIIs são de prédios, em particular prédios comerciais que alugam lajes.

Laje, laje comercial ou laje corporativa são os nomes que se dá aos grandes espaços em grandes prédios, espaços esses que as vezes ocupam um andar inteiro.

A ideia da laje é fornecer um amplo espaço sem paredes, que permita ao inquilino personalizar do jeito que quiser.

Dentro dos andares não existem corredores estruturais, o acesso sendo só por elevador ou escadas.

Os andares podem ser divididos em frações menores, chamadas de "unidades autônomas" ou conjuntos.

Os prédios de lajes podem estar preparados para serem multi ou mono inquilinos. Apesar de ser possível transformar de um tipo para outro não é um processo barato.

Quando o prédio está preparado para ser multi inquilino, algum espaço perto dos elevadores é reservado para servir como um *hall* de acesso, uma área comum das unidades autônomas.

Quando o prédio está preparado para mono inquilino o *hall* em cada andar é desnecessário, podendo ser aproveitado como área privativa. Desnecessário também criar um condomínio para coordenar as despesas de área comum no caso de um inqulino só.

O aluguel é cobrado sobre a área privativa, também conhecida como área do carpete. As áreas de escadas, elevadores, *hall* e exterior são consideradas áreas comuns.

Laje é commoditie. São negociados em termos de metro quadrado, só diferenciando por alguns níveis de luxo que o prédio forneça (ar condicionado central, elevadores inteligentes, piso elevado incluso no enxoval).

Os banheiros são "centralizados", organizados para serem independentes por unidade autônoma ou laje.

Nas lajes comerciais é esperado encontrar inquilinos de médio a grande porte, multinacionais inclusive. Conforme o luxo do prédio aumenta, também os nomes dos inquilinos se tornam mais conhecidos.

Prédio

Lajes geralmente ocorrem em prédios maiores, estruturalmente preparados para não terem paredes ou corredores internos.

Prédios comuns apresentam corredores, como uma solução de acesso a uma quantidade maior de unidades menores, independentes. A independência das unidades significa também banheiros e copas independentes, que contam como área privativa das unidades.

Um prédio comum pode ser adaptado para funcionar como laje, através de uma reforma profunda (retrofit). Mas provavelmente acabará com várias colunas no meio do espaço.

Também pode ser adaptado para funcionar como prédio de saletas, só limitando a quantidade de unidades à quantidade de banheiros individuais que se consiga construir nos andares.

Saletas

Um prédio de salas comerciais se diferencia de um prédio comercial principalmente pela quantidade de banheiros.[53]

Isso porque cada saleta é na verdade uma *kit* funcional, independente e autônoma. E como o objeto é ter tantas unidades quanto possível, isso implica em ter muitos banheiros individuais, um para cada unidade.

Um prédio de saletas pode ser adaptado para um prédio comercial se as paredes não forem estruturais. Banheiros não vão faltar.

FIIs raramente investem em saletas, mas de vez em quando investem em imóveis retrofitados, justamente imóveis de saletas transformados em ambientes mais para o estilo de lajes.

Fica para exercício do leitor conferir a planta hidráulica do prédio, antes e depois do retrofit.

Imóveis rente à rua

Só falamos até aqui de prédios com usos óbvios: prédios destinados à escritórios. Mas existem vários FIIs que investem em imóveis que não são considerados prédios, no sentido estrito da palavra.

Lojas e casas térreas são objeto de investimento de alguns FIIs, cujos inquilinos lidam diretamente com público: o caso de FIIs de agência.

Outros imóveis de baixa estatura são utilizados para varejo (*retail*, supermercados, serviços e conveniências), e ficam no meio do caminho entre uma casa muito grande e um prédio/galpão pequeno.

A diferença para os outros imóveis é que aqui é menos óbvia a questão de imóvel como commoditie. Trocas de inquilinos vão exigir grandes alterações no imóvel, não se limitando a área de carpete. Estamos falando aqui de abrir e fechar janelas, remanejar banheiros, muros e portões.

O curioso é esses custos maiores de reforma meio que geram estabilidade dos contratos. É bem raro de uma agência trocar de endereço. Idem para supermercados e centros comerciais.

Galpão

Galpões são grandes ambientes cobertos.

Geralmente são térreos, possuindo um só "andar". Costumam ter pé direito elevado e o telhado sustentado por estruturas de metal. O objetivo é ter um grande vão coberto para se desenvolver atividades de armazenamento, logística ou indústria. Podem ser também utilizados para varejo.

O padrão construtivo muda conforme a aplicação, fora questões de personalização do imóvel. Tem a vantagem de serem prédios relativamente baratos de construir e de manter, mas também rendem bem menos em termos de aluguel por metro quadrado.

Shopping centers

Shopping centers são grandes centros comerciais, verdadeiros polos concentradores de consumo.

Geralmente são grandes ambientes, de fino acabamento, com amenidades em variados graus de luxo, planejados de forma a concentrar comércio de alto valor agregado.

E tudo é *caro*. É caro de construir, é caro de manter, são caríssimos os custos de propaganda e condomínio. Por consequência também são caros os alugueis pagos pelos lojistas. Não bastasse tudo isso, são também caros de adquirir, sendo imóveis negociados com *cap rate* mais baixos.

Afinal, quem não quer ser dono de um negócio desses?

São empreendimentos que tem alto custo de manutenção. A taxa de reinvestimento de obras e reformas é a maior dentre os imóveis de luxo. É necessário para que o ambiente fique sempre com o jeitão de shopping. Um shopping center com baixo custo de manutenção é um motivo de *preocupação*.

De diferente em relação a outros imóveis está a questão do aluguel da loja. Contratos de aluguel de shopping costumam ter dois componentes. Um "aluguel mínimo", considerado o aluguel normal do espaço, e um "aluguel percentual", que é calculado sobre o total de faturamento da loja.

Se uma loja tem vendas muito boas, a ponto do aluguel percentual superar o aluguel mínimo, então o lojista é obrigado a pagar a diferença. Uma espécie de taxa de sucesso.

E como que as vendas de final de ano são naturalmente elevadas (férias, natal, décimo terceiro), é muito comum também que a maioria dos lojistas pague 13 alugueis anuais. De Janeiro à Novembro o aluguel é normal, e em Dezembro paga-se o aluguel dobrado.

Por conta disso é comum que as distribuições de FIIs de shopping paguem um rendimento também a maior, uma vez por ano, logo no começo do ano.

---

[53] Sim, eu tenho total noção que vai parecer piada, mas é a pura verdade.

18

Por destinação de uso

Instituições bancárias

Imóveis destinados a instituições bancárias costumam ter dois tipos bem distintos: imóveis muito velhos ou imóveis muito novos.

Isso porque FII de instituição bancária pode nascer de um processo de *desimobilização*, ou seja, quando o banco vende o imóvel para levantar grana, passando a pagar aluguel. Nesse caso são imóveis bem antigos, pontos tradicionais. Às vezes imóveis históricos.

Mas alguns FIIs de banco são de *expansão*: constroem do zero ou retrofitam imóveis existentes. O resultado daí são imóveis bem novos.

Em ambos os casos, surge a figura do *ponto comercial*. Local de banco é algo estratégico dentro das cidades. Pontos antigos tem tradição, e pontos novos criam tradição.

Além da diferença de idade aparente, tem a questão do quanto os imóveis são enrolados. Imóveis novos tem baixíssima quantidade de problemas legais ou jurídicos. Afinal, tiveram de passar por um crivo de aprovação para compra e as reformas realizadas.

Nos imóveis antigos ocorre o completo contrário: geralmente estão carregados de problemas legais, fiscais e jurídicos.[54]

Lajes corporativas

Imóveis de lajes são a commoditie imobiliária não residencial mais comum.

Do ponto de vista de uma empresa que queira alugar espaço para escritórios é uma mera questão cruzar área, preço e localização.

Os anúncios especializados dão ênfase as diferenças que um empreendimento tenha, claro, mas muito dessas diferenças acabam passando como papo de vendedor. Havendo a chance de sair de um imóvel menos apropriado/mais caro e passar a um imóvel mais apropriado/mais barato, não tenha dúvidas que o inquilino vai fazer isso.

Nessa conta acaba entrando algumas questões de custo (de obra, de mudança), que fazem que a coisa não seja assim tão fluída *no caso específico*, mas não impedem a movimentação *no caso geral*.

É um mercado de commoditie, e como tal é sujeito a ciclos econômicos. Haverá períodos de exuberância e haverá períodos de depressão.

Logística e indústria

As atividades de logística e indústria são desenvolvidos em ambientes de galpões. As diferenças ocorrem no nível de aplicação.

Galpões destinados à logística são mais genéricos, sem as grandes alterações específicas que são necessárias aos processos industriais. Galpões logísticos são localizados dentro de cidades ou rentes a grandes estradas.

Galpões com destinação industrial geralmente ocorrem fora das cidades (por causa de restrições ambientais), geralmente em zonas ou distritos industriais, áreas que concentram só esse tipo de aplicação.

Por causa da especificidade é mais comum que indústrias tenham contratos atípicos, enquanto que no caso logístico é comum encontrar contratos típicos e atípicos.

Galpões com destinação logística são commoditie, sujeitos a ciclos como os imóveis de laje. Já os galpões industriais tem seu ciclos associados às indústrias que se instalam neles.

Shoppings

Shoppings são fáceis de classificar: ou eles dão certo, ou dão errado monumentalmente.

Mais difícil é quantificar de antemão se vai acontecer uma coisa ou outra. Como os custos são fixos, o sucesso ou fracasso é decidido do lado das receitas, que é justamente a variável que não se controla.

São centros de consumo, e portanto estão intimamente ligados aos ciclos econômicos.[55]

Uma característica incomum é que os shopping centers apresentam *vacância crônica*. É praticamente impossível um shopping ter vacância zero, principalmente nos empreendimentos maiores. É até natural: faz parte do processo de renovação contínua do *mix* do shopping, e indiretamente, da renovação contínua do próprio shopping.

Mas um caso de *vacância aguda* pode ser particularmente fatal em shopping centers, muito mais que seria em outros tipos de empreendimentos imobiliários.[56]

Hotelaria

Fundos com exploram o ramo hoteleiro tem algumas semelhanças com o setor de shoppings, a saber, custos fixos e receitas bem variáveis.

A diferença maior está na sensibilidade de ciclo, já que o setor de hotelaria é muito mais sensível ao contexto internacional e aos eventos de grande magnitude.

E é um setor particularmente sensível a bolhas.[57]

Enquanto que outros setores imobiliários passam por ciclos de dezena de anos para mais, ciclos do ramo de hotelaria podem inflar e estourar em questão de poucos anos. E como o ciclo é muito rápido, o lado da descida pode ser ruinoso à muitos investidores, principalmente àqueles que estão alavancados.

A recomendação é de só mexer no setor se você tiver prática no ramo de hotelaria. Isso vale para o mundo real como também dentro do universo dos

FIIs.

Varejo

O setor de imóveis destinados ao varejo tem algumas características únicas.

No geral é um setor de grandes marcas, com contratos feitos para durar décadas. Contratos atípicos de 15 anos são comuns. Também é um setor onde ocorre muito o esquema de *built to suit*, o que só faz alongar os contratos.

Os imóveis podem ser desde pequenos prédios a grandes galpões. A localização dos imóveis é um tanto mística.

Isso porque os grandes centros varejistas *escolhem* se instalar em áreas de expansão das cidades, juntando assim o proximidade ao público sem mas pagar os custos de estar em áreas desenvolvidas.

Com o passar do tempo (e acertando a previsão), as cidades crescem e se desenvolvem em volta dos pontos escolhidos, os que os deixa bem instalados mas ainda pagando alugueis bem em conta (contratos atípicos sem renovatória).

Daí a origem da piada, que os donos de supermercado fazem dois favores ao dono do terreno: um favor quando arrendam o terreno, outro quando desistem de arrendar.

Do terreno, veja bem.

São dois momentos diferentes. Quando um varejista vai se instalar, escolhe uma área relativamente desenvolvida (mas não muito), e lá constrói seu empreendimento. Décadas depois, com o entorno tão desenvolvido que o aluguel começa a subir, o varejista sai em busca da próxima área para repetir o processo.

O dono do terreno pode até ficar triste em perder o inquilino, mas fica feliz em ter um terreno agora muito mais valioso. Tão valioso que vale a pena demolir e desenvolver outra coisa nele, provavelmente torres comerciais ou residenciais.

Campi

O assunto agora é educação, e por isso começamos com uma aula de latim. *Campus*, com "s" no final, é o singular, e *campi*, sem "s", é o plural. Um local de ensino é um campus, e um conjunto de locais de ensino são vários campi.

Com isso esclarecido, agora umas questões sobre os locais onde são desenvolvidas as atividades de faculdades, universidades e outras instituições de ensino superior.

Talvez tenha reparado que eu não detalhei um "tipo de imóvel" para o setor de ensino. Isso porque não tem muito essa de um "tipo" de imóvel nesse setor.

Muitas faculdades e universidades hoje existem em prédios comerciais "comuns", lajes comerciais dentro das cidades. Existem também os campi universitários no esquema de "cidades jardim", onde variados prédios específicos estão dispostos em uma grande área verde. Esses são os casos organizados.

Menos organizados são os campi de ensino superior construídos em zonas de expansão das cidades, e depois expandidos até o limite de zoneamento da região. Como as cidades em volta de si, o resultado final parece mais obra do acaso, sem planejamento estético nenhum.

Assim, no caso de FIIs de Ensino, a análise de destinação depende do tipo do imóvel do fundo.

Se for uma laje comercial comum então será o caso de risco corporativo concentrado (detalhado mais adiante).

Se for uma área em zona de expansão de cidades vale a lógica do setor de varejo, mas com o agravante que faculdades geralmente se instalam mais longe da mancha urbana, e portanto a cidade demora muito mais para "alcançar" a área construída.

Seja como for, contrato com instituição de ensino superior costuma ser contrato atípico e longo. Tem de ser. Poucas coisas são tão traumáticas quanto a realocação física de uma faculdade.

Para a empresa, e para os alunos.

---

[54] Na parte de risco de crédito bancário há a explicação desse triste mas ignorado fato.

[55] Por serem eles mesmos uma espécie de microcosmo das cidades, os shoppings acabam sendo utilizados como termômetros econômicos informais. É mais fácil descobrir o que está acontecendo num país olhando para o desempenho de shoppings centers do que acreditar nos jornais.

[56] Ver mais detalhes na parte de risco de crédito, shoppings.

[57] Isso porque tem muita pessoa física que é ludibriada com promessas de altos retornos, ainda mais na proximidade de grandes eventos. É como diz o trecho da música do Legião Urbana: "Mas o Brasil vai ficar rico / Vamos faturar um milhão". Só que não.

19

Por risco de crédito

Bancário

Um FII de risco bancário é aquele cujo inquilino único (ou mais evidente) é uma instituição financeira, geralmente de grande porte.

São um caso especial de risco corporativo concentrado, mas também merecem menção separada por causa da questão dos imóveis "antigos".

Não existe, claro, FII bancário, de *imóveis* bancários. Instituições financeiras ocupam imóveis comuns. As vezes lajes, as vezes imóveis rente à rua. Ocorre de alguns bancos utilizarem alguns imóveis como símbolo, mas isso não faz os imóveis especiais. No limite, se o inquilino sair, o letreiro será trocado e vida continua.

Bom, isso se o imóvel não tiver rolos. Aí que começa a história.

Os FIIs "bancários" são aqueles que o *inquilino* chama atenção. Tanto que o nome do inquilino vai no nome do fundo. Tanto que as pessoas nem prestam atenção nos imóveis..

Compra-se o inquilino, por assim dizer. Os imóveis são secundários.[58]

Quando se trata de imóveis novos, que o fundo comprou para construir ou reformar, a tendência de ter problemas fiscais ou jurídicos é praticamente zero.

Mas quando se trata de imóveis antigos, comprados diretamente do banco, a tendência é que os imóveis estejam carregados de problemas fiscais/jurídicos: o tipo de imóvel que seria impossível de transferir, de

tantos rolos que possui.

A razão para isso é muito simples: bancos são processados. Juridicamente acionados. Em grande quantidade. Por questões de contratos, de dívida, questões trabalhistas... tudo, enfim. Não dá para ser uma grande empresa sem ter muitos processos nas costas.

Mas eis que bancos mexem com dinheiro, e os processos as vezes exigem *depósitos judiciais*. Fazer esses depósitos significa tirar a matéria prima do banco (o dinheiro), e deixar em um lugar que não rende nada (o depósito). O banco então, corretamente, *não* faz o depósito. Em vez disso chega na Justiça e diz, quase literalmente: "Ilustríssimo Juiz, pegue esse imóvel como garantia, em vez do depósito judicial". E é isso que ocorre.

Em vez de ter de reservar quantidades exorbitantes de dinheiro em depósitos judiciais, o banco enfia os imóveis em garantia dos processos, todos que tiver e puder. A lógica por trás disso é que se libera o dinheiro que seria bloqueado nos depósitos, ao mesmo tempo que não deixa ocorrer de perder o imóvel. Se chegar no ponto que o banco perde o processo e a garantia vai ser *executada*, o banco vai lá, paga a execução, e o imóvel se desvincula do processo.

No final, o banco não teve nenhum dinheiro bloqueado e nem perde o imóvel. Útil, salutar e juridicamente válido.

Mas essa lógica só vale quando o imóvel do banco *permanece* com o banco. Quando um FII bancário surge da venda de imóveis velhos, provavelmente esses imóveis velhos estejam lotados desses problemas jurídicos. O mesmo para questões de problemas fiscais.

São problemas tão graves, mas tão graves, que o novo dono do imóvel não pode nem alegar que foi uma compra de "boa fé": esses problemas ficam anotados nas matrículas dos imóveis, justamente para "avisar publicamente" que existe o problema. Se o imóvel for à execução da garantia o resultado do leilão vai para saldar o processo, e o comprador do imóvel encrencado pode ficar sem nada.

O que muitos bancos fazem ao vender imóveis encrencados é *prometer* que, se chegar ao ponto do fundo perder o imóvel, o banco vai compensar de alguma maneira. As vezes promete também ir "limpando" os imóveis, aos poucos.

Dito de outra maneira, o fundo é um comprador de "má fé" desses imóveis encrencados, e depende do banco para pagar o aluguel e *manter a posse* dos imóveis enrolados. Se o banco chegar ao ponto de dar calote no aluguel, provavelmente isso significará também que vai dar calote na promessa de compensar ou limpar os imóveis ainda enrolados.

O risco de crédito nesse caso significa perder os aluguéis *e os imóveis*.

Coisa que, imagino, será completamente surpreendente às pessoas que investem nesse tipo de FII. Irônico como possa ser, a história de comprar o inquilino é literal. Tudo vai bem enquanto o inquilino for bem. Mas as coisas podem dar errado "mais" que o normal se o inquilino ir mal.

Claro que um banco ir à lona é caso nacional, ainda mais se for um grande nome.

Mas difícil como é explicar o problema da concentração de inquilino, a questão prática que "FIIs bancários podem ter muitos imóveis encrencados" pelo menos é mais fácil de demonstrar. Basta pegar os prospectos de emissões e procurar pela palavra "penhora". No caso de FIIs bancários, você provavelmente encontrará essa palavra associada a lista de imóveis do fundo.

Fica o alerta.

Corporativo concentrado

O caso dos FIIs com risco corporativo concentrado são uma versão geral do caso dos FIIs bancários. São os FIIs que são mais considerados *por causa do inquilino*.

Pode ocorrer que um FII tenha um inquilino relevante, que por isso a relação de rendimento/cota desse FII seja bem menor que outros FIIs semelhantes: as pessoas estão pagando "mais" para ter esse inquilino. O imóvel não é considerado.

Triste como possa ser, o mercado de FIIs ainda é recente o suficiente para não ter ocorrido problemas de longo prazo, em especial o caso que um inquilino relevante (ou único) sai de um FII com poucos (ou único) imóvel.

É a mesma história que a saída de um inquilino pode fazer o valor da cota balançar muito, só que agora numa versão tipo "fim do mundo".

Concentrar a sua carteira em FIIs simples assim, com poucos inquilinos relevantes, te deixa totalmente dependente desses inquilinos.

Funciona no médio prazo, não tenha dúvida.

Mas um dia chega a época das renovatórias. Por mais longo que sejam os contratos, o tempo passa, o tempo voa.[59] E um dia chega.

E nessa hora, só a diversificação salva.

Corporativo pulverizado

Um FII com concentração de inquilino passa uma quantidade enorme de tempo com vacância zero. Problema é que quando a vacância sai de zero ela vai a 100%, por prazo indeterminado. Desnecessário dizer que o valor da cota segue uma função diretamente proporcional ao percentual de ocupação do FII.

Num FII com grande dispersão de contratos, ocorre quase o inverso.

Um FII com muitos inquilinos diferentes, com vários prédios diferentes, provavelmente terá problema de vacância quase sempre. Raramente vai estar 100% locado. A diferença é que a *variação* do percentual de ocupação/vacância será suave, ou pelo menos mais suave que no caso de inquilino único em imóvel único.

Talvez a cota não balance tanto a ponto de causar desespero. E mesmo que decida que não suporta vacância, a própria variação mais gradual te dará mais chance de sair num patamar menos ruinoso.

A lógica é que um FII bem pulverizado não tem "pontos salientes". As coisas ocorrem por um processo difuso. Vacância, ocupação, variação dos rendimentos, retenção para obras.

Tudo isso ocorre igual em FIIs pulverizados, mas que distribuído em vários inquilinos, em vários prédios, as consequências são suavizadas.

A análise desses FIIs pulverizados acaba recaindo mais sobre a média do imóveis em relação à média do mercado, com bem menos ênfase nos inquilinos, que deixam de ser tão relevantes.

Finalizo dizendo que não se deve concentrar em FIIs pulverizados, ou que se deva evitar um FII concentrado. Mas fica a sugestão de que se for escolher FIIs concentrados, que você mesmo faça a "pulverização", tendo uma carteira bem diversificada.

Educacional

FIIs da área de ensino (geralmente ensino superior) são só um caso específico de concentração de inquilino.

A sacada é por algum foco de volta no imóvel, só tomando o cuidado de analisar os casos separados.

Se for uma laje comercial comum, analisar como laje comum. Outro inquilino provavelmente não fará questão do ponto comercial. Na verdade prédios com grande movimentação de pessoas são mal vistos no mercado de lajes comerciais. É possivel que a saída de um inquilino assim ainda irá *valorizar* o imóvel...

Se for uma grande área nos limites da cidade, a análise é um pouco diferente. Vai de ter algum traquejo de saber se os prédios podem ser reaproveitados para uma destinação diferente, ou se é preferível avaliar a questão como um grande terreno a desenvolver, tudo do zero.

Isso, claro, só na época das renovatórias. Instituições de ensino estão nessa para durar. Quase sempre são contratos atípicos longuíssimos, sem renovatórias, com grandes multas caso o inquilino desista. Ou seja, contratos bem estáveis.

Mas de novo, não se deve deixar seduzir pela ideia de estabilidade ser igual a segurança. FIIs educacionais são concentrados em inquilinos, então diversificar é necessário.

Hotelaria

O setor de hotelaria tem um perfil de lucro bem parecido com o de shoppings: altas e fixas despesas, mas receitas bem pouco confiáveis.

No mundo real só os incorporadores e operadores de hotelaria tem lucro garantido, enquanto que os investidores finais são o elo fraco da assimetria de informações.

É até difícil generalizar o mercado de hotelaria porque são poucos FIIs que tem alguma exposição na área. Fora que o caso mais famoso de FII de hotelaria nem é um caso "normal", tratando-se na verdade de um FII anti-cíclico de tempo determinado, montado justamente para aproveitar o estouro de uma bolha hoteleira.[60]

Vale o conselho de antes: só se meta se tiver *conhecimento empírico* da área. Nada de acreditar em papo de vendedor.

Hospital

Outra classe risco que é difícil de generalizar porque tem poucos representantes no mercado e, curiosamente, são dois casos sinistrados.[61]

Os FIIs brasileiros com inquilino hospital são concentrados em um único devedor final, de um mesmo grupo hospitalar.

E houve que, passado o tempo apropriado, o inquilino nos dois FIIs pedisse uma *revisional para baixo*, ou seja, o inquilino recorreu ao judiciário para baixar o preço do aluguel.

A briga ainda estava rolando na época de escrita do livro. Nem é tópico discutir isso, mas não deixa de ser uma exemplo prático do risco de concentração de inquilino.

De específico de inquilino relacionado à saúde, estabelece a lei 8.245/1991, Art. 63: *Art. 63. Julgada procedente a ação de despejo, o juiz determinará a expedição de mandado de despejo, que conterá o prazo de 30 (trinta) dias para a desocupação voluntária, ressalvado o disposto nos parágrafos seguintes. (Redação dada pela Lei nº 12.112, de 2009) [...] § 3º Tratando-se de hospitais, repartições públicas, unidades sanitárias oficiais, asilos, estabelecimentos de saúde e de ensino autorizados e*

fiscalizados pelo Poder Público, bem como por entidades religiosas devidamente registradas, e o despejo for decretado com fundamento no inciso IV do art. 9º ou no inciso II do art. 53, o prazo será de um ano, exceto no caso em que entre a citação e a sentença de primeira instância houver decorrido mais de um ano, hipótese em que o prazo será de seis meses. (Redação dada pela Lei nº 9.256, de 9.1.1996)

Ou seja, o despejo só ocorre por via judicial, e só ocorre depois de transcorrido 6 meses a 1 ano de julgada procedente a ação de despejo, ação que pode levar anos.

Existe o mito que é impossível despejar inquilino hospital. Basta procurar na internet por "hospital despejo" para encontrar notícias e jurisprudências a respeito, fora casos práticos de despejos ocorridos.

---

[58] Nesse ponto muita gente confunde simplicidade com segurança. Ter um inquilino único e conhecido é muito simples de raciocinar, e gera menos aversão à alternativa de "não conhecer os inquilinos". É uma estratégia que funciona bem no médio prazo, o que acaba por reforçar a sensação de segurança. Só quando aparecem os problemas de longo prazo que se percebe os furos dessa lógica sedutora, mas inválida.

[59] Sim, foi de propósito. Só para lembrar *shit happens*, não importa o que diga o *jingle*.

[60] Falo aqui do FII Hotel Maxinvest. E irônico como possa ser, durante o desinvestimento desse FII ocorreram várias irracionalidades de preço. Um FII anti-bolha que sofreu bolhas ele mesmo.

[61] Em terminologia de seguros, "risco" é a possibilidade, e "sinistro" é o fato concreto.

20

Por diversificação interna

Único imóvel

FIIs com único imóvel (ou poucos imóveis) são uma variação do problema de confundir simplicidade com segurança.

Um imóvel em específico não é especial de nenhuma forma por ser patrimônio de um FII. Nem um imóvel funciona diferente por estar no patrimônio de um FII de imóvel único ou num FII de muitos imóveis.

O que causa maior diferença é o comportamento dos *cotistas*.

O investidor pode concentrar a sua carteira em poucos imóveis (pela simplicidade, por afinidade). Mas a loteria do azar pode sortear *qualquer* imóvel. Se calhar de o imóvel azarado ser de um FII de imóvel único, o FII inteiro vai sofrer desproporcionalmente em relação a um FII de vários imóveis, assim como essa desproporção "migra" para a carteira do investidor, uma vez que FIIs de imóvel único pode ocupar o mesmo "espaço" que um FII de múltiplos imóveis.

Outro ponto onde a intuição de risco falha é o caso de imóvel único mas com muitos inquilinos. Shopping centers por exemplo. Pode-se facilmente confundir o "processo" de risco de inquilinos (que é suave) com o risco do imóvel (que é tudo ou nada). Um shopping instantaneamente interditado é um shopping instantaneamente falido, não importa quantos lojistas tenha.

Esse caso de shopping é útil para ilustrar um outro problema, que de tão raro nem é pensado: a situação de falta crônica de receita.

Um FII com múltiplos imóveis corre um risco disperso de todos os imóveis

dele ficarem sem receita nenhuma. Um FII de imóvel único corre esse risco de forma 100% concentrada. Um FII de imóvel único pode ficar sem caixa mais facilmente que um FII com multiplos imóveis. É o caso onde a estrutura faz diferença, embora o risco individual dos imóveis sejam idênticos.

Por fim tem o caso de que FIIs de poucos imóveis que também concentram inquilinos, que pode piorar muito o problema de confundir simplicidade com segurança.

Múltiplos imóveis

FIIs de múltiplos imóveis tem menos características "óbvias", e por conta disso acabam sendo menos escolhidos por investidores iniciantes.

Num FII de múltiplos imóveis ocorre o inverso do caso concentrado: sinistros em imóveis afetam apenas proporcionalmente o fundo, e afetam com menos proporção o patrimônio do investidor. Não faz diferença nessa análise a quantidade de inquilinos do imóvel dado que um sinistro num imóvel inteiro não tira toda a renda do FII.

A desvantagem de FIIs com múltiplos imóveis vem no lado das despesas. Isso porque FIIs multi imóveis são relativamente grandes, o que faz as despesas absolutas serem grandes também. Fora que FIIs com mais de um imóvel (ou com múltiplos inquilinos) paguem despesas extras de gestão, que só faz piorar o problema das despesas absolutas.

Mesmo que alguns FIIs muito grandes tenham despesas relativamente menores que outros FIIs, ainda assim o valor absoluto cria uma aversão à essa classe de investimentos. O resultado final é que muitos investidores acabam concentrando risco, na forma de concentração em FIIs de menos imóveis, com menos inquilinos, com menos despesas relativas ou absolutas.

O instinto aplaude, mas a gestão de risco é sofrível.

Emissor dos títulos

O problema da concentração ocorre também nos FIIs de CRI, embora numa

versão menos óbvia.

Alguns FIIs de CRI são mais "independentes", no sentido que compram emissões no mercado como um investidor qualquer. Tem carteiras bem diversificadas no nível do devedor e no nível do *emissor*.

Outros FIIs de CRI são "ligados", associados a grupos empresariais, e que tendem a comprar desproporcionalmente emissões de um único emissor.

A teoria diz que o emissor não faz parte da análise de risco porque, depois da emissão concluída, ele não está mais ligado aos CRIs. O risco está nos devedores e a gestão do CRI está na mão de *services* terceirizados, os CRIs no geral contando com patrimônio separado entre si e em relação ao emissor.

Em teoria. Mas tem duas questões aí.

A primeira é que a separação patrimonial ocorre na forma de *chinese wall*: tudo é contabilizado separado, mas mantido e organizado pelas mesmas pessoas, dentro de uma mesma instituição, num mesmo lugar. Risco de falha ou fraude surgem dessa "concentração operacional". Afinal "instituições" são "pessoas", e pessoas falham. E as vezes fraudam.

A segunda questão tem a ver com a assimetria de informações, em especial antes da emissão sair.

A ligação entre fundo e emissor pode ser benéfica, na forma da preferência em emissões: o fundo não precisa "disputar" com outros agentes de mercado, o que lhe dá acesso controlado a volumes e taxas.

Mas a "preferência" pode significar "ausência de crítica", um FII de CRI pegando combinações de emissões-taxas que seriam recusados se oferecidos ao mercado.

Eis que, em se tratando de FII de CRI, alguma análise de concentração de risco de emissor é bem vinda.

21

De gestão

Imóvel específico

FII de imóvel específico é simples: são os fundos que tem um ou poucos imóveis, e que esses imóveis tendem a ser os mesmos, "para sempre".

Na prática são fundos sem gestão ativa, ou seja, sem autorização para o administrador/gestor vender os imóveis, tendo que qualquer decisão dessas passar por assembleia. São fundos que também tem a tendência de não fazerem emissões sequenciais: já que vão ser os mesmos imóveis para sempre, não tem porque puxar mais dinheiro.

Em resumo, são FIIs estagnados *naqueles* imóveis específicos, por isso o nome.

Já argumentei que imóveis não são para sempre. Que eles envelhecem. Mas pode surgir um problema extra no caso de um FII de imóvel específico: de o imóvel *apodrecer*.

Isso porque FIIs de imóvel específico podem concentrar cotistas que tem preferência total no rendimento *agora*, que não autorizam nunca que o prédio seja reformado.

Assim como pessoas, prédios podem envelhecer "bem" ou "mal". Um prédio largado às traças vai definitivamente envelhecer mal, apodrecer, e isso vai transparecer na ocupação ou no valor de aluguéis.

A vantagem dos prédios sobre as pessoas é que prédios podem ser "retrofitados": uma recauchutagem tão profunda que deixa o prédio "bom" de novo. Mas eis que, se não se consegue consenso dos cotistas para

reformas menores, minúsculas são as chances de conseguir consenso para uma reforma tão profunda e cara como um retrofit.

E o prédio fica lá, acumulando anos de "idade aparente". Se não cuidar, um dia a quantidade de "vida útil remanescente" chega a zero.[62]

Gestão ativa

FIIs de gestão ativa são aqueles em que a decisão de compra, venda e reformas *não* está na mão dos cotistas.

Pelo lado das vantagens, corre-se o risco bem menor de os imóveis apodrecerem na mão do fundo (venda, reformas, até retrofits). Pelo lado das desvantagens tem-se as despesas internas muito maiores (taxas de gestão/performance, o próprio custo das reformas).

Fundos de gestão ativa costumam ser grandes, fora a tendência de crescerem com o tempo, pois geralmente fazem emissões subsequentes.

E por terem "muitos" imóveis, correm menor risco na história da "favela do lado": se o entorno de um prédio começar a piorar, pode-se desfazer do imóvel em um lugar para comprar outro. Fora que essa "mobilidade" pode ser utilizada de forma ativa, comprando-se imóveis relativamente desvalorizados, ao mesmo tempo que se desfaz de imóveis sobrevalorizados. O bom e velho comprar na baixa e vender na alta.

Vale notar que a característica de "gestão ativa" vale para algumas outras classes de FII,[63] embora essa seja uma característica só lembrada na hora de classificar FIIs de tijolo de múltiplos imóveis.

---

[62] Esses são termos reais, utilizados na avaliação de imóveis. Um imóvel tem um aluguel inversamente proporcional à idade aparente, e um imóvel com vida útil remanescente abaixo de década está tão nas últimas que provavelmente não será alugado.

[63] FIIs de FII, de CRI e mistos são na prática são de gestão ativa, porque toda decisão de compra/venda está na mão do administrador/gestor.

22

De ciclo

Emissão inicial (IPO)

As ofertas públicas iniciais geralmente são aquelas que iniciam a vida de um fundo listado em ambiente de bolsa. São conhecidas pela sigla IPO, do termo em inglês *Initial Public Offering*.

Nem todo fundo é igual, e nem todo fundo nasce igual. Há grandes diferenças entre IPOs diferentes. Algumas emissões tem poucas *variáveis*, no sentido que o futuro do fundo já é um pouco conhecido (imóveis determinados, já alugados).

Mesmo para o caso dos imóveis conhecidos de antemão pode haver a variável do aluguel. É o caso de imóveis em construção sem pré-locação. Também é o caso dos imóveis já construídos e alugados, mas com a renda do FII complementada por uma renda mínima temporária. Não se sabe aí qual será a renda real após o fim da RMG.

Outras IPOs tem variáveis completamente abertas: primeiro capta-se o dinheiro para depois ir atrás da carteira do fundo.

IPOs não são recomendadas para o completo iniciante por conta da assimetria de informação. Em parte porque nem toda informação de como o fundo vai funcionar *exatamente* está nos documentos da emissão. Em parte porque mesmo que a informação esteja lá ela é difícil de encontrar. Fora a história das pegadinhas e as coisas "não ditas", que passam completamente despercebidas.

Toda a questão de assimetria de informações é ainda complicada pela forma como o *prospecto* é estruturado: Um documento que pode passar de

900 páginas, com um português formal e repetitivo. Um verdadeiro teste de paciência.

Basta dizer que *não é normal* que uma pessoa consiga destrinchar um prospecto e sair com toda a informação. Na verdade é bem raro de alguém sequer *ler* um prospecto, menos ainda de *entendê-lo*.

Por essa e por outras que IPOs não são recomendadas a inciantes.

Não é uma regra universal, varia caso a caso... Mas a média diz que é bom evitar.

Renda mínima garantida (RMG)

Muitos fundos de tijolo tem em seu início um complemento de renda temporário, conhecido como renda mínima garantida, ou RMG.

Esse é um recurso utilizado para criar um patamar mínimo de rendimentos numa fase inicial do fundo. Uma vez que o complemento da renda acaba, por prazo ou por saldo, o fundo para de distribuir o patamar mínimo e passa a distribuir a sua renda real.[64]

Problema é que nem todo fundo "alcança" a RMG.

Há vários exemplos no mercado de fundos cuja renda real igualou ou superou a RMG antes do decurso de prazo ou saldo. Esses podem ser considerado os casos "bons", em que a previsão de rendimento pelo menos bateu com a expectativa do momento da venda.

Mas há muitos casos de fundos cuja renda real não alcançou a RMG, significando que o desempenho real do fundo foi abaixo da expectativa do momento da venda, ou pelo menos abaixo do nível da RMG. Esse são os casos ruins.

Ruins porque muitos investidores compram FII só pela renda. Nos casos que a renda real não alcança a RMG não deixa de ser como o proverbial levar gato por lebre: pagou o preço esperando uma renda maior, mas recebe na realidade uma renda menor. O negócio fica duplamente ruim com o fim da RMG porque o preço da cota cai, reagindo ao aparecimento da renda real.

A recomendação geral para o caso de FIIs com RMG é simplesmente *ignorar* que a RMG existe.

Ao analisar um FII, verifica-se se ele tem RMG ou não. Se tiver, é preciso calcular a renda real do fundo. Só com a renda real que se faz as análises de relação de preço, pois só aí está analisando a realidade do fundo.

Afinal a RMG é apenas temporária, e investimento em FIIs são de longo prazo. Duas coisas que não combinam.

Fase operacional

Fundos em fase operacional são aqueles que já não tem fatores temporários iniciais. Fundos que já não tem mais RMG, e que já estão consolidados, funcionando normalmente.

Mas a ausência de fatores iniciais não elimina a existência de fatores novos. Um fundo em funcionamento normal significa um fundo com os riscos normais: vacância, inadimplência, litígio...

Não elimina também alguns fatores *antigos*, mas que só vão se manifestar no futuro. Alguns fundos tem regras específicas que demoram para acontecer.

Alguns fundos podem ter de pagar taxas de desempenho depois de alguns anos. Alguns fundos podem ter regras de "fim de contrato", onde o inquilino pode recomprar o imóvel. Alguns fundos de prazo "indeterminado mas acaba" podem funcionar muitos anos antes de começar a desinvestir.

Todas coisas que geralmente estão previstas em prospecto ou regulamento. Mas que também podem surgir por conta de assembleias de cotistas que decidam mudar alguma característica do fundo.

O que quero dizer é que um fundo normal em funcionamento normal exige algum esforço de monitoração. Em especial ler os relatórios mensais e ler todas as convocações e atas de assembleias.

Questões do dia a dia (vacância e inadimplência) vem e vão, mas questões estruturais, de regras antigas ou de alterações em assembleia são um caso diferente.

Quem investe sem olhar para essas questões mais incomuns corre um risco desproporcional de levar prejuízos também incomuns.

É um caso de assimetria de informação particularmente cruel: a informação existia e estava disponível, mas se o investidor não vai atrás é como se não existisse.

Desinvestimento

A fase de desinvestimento é aquela que ocorre nos FIIs de prazo determinado, assim como no caso dos FIIs de "prazo indeterminado, mas acaba".

Para quem pegou um fundo desde o começo provavelmente a fase de desinvestimento será uma parte lucrativa do negócio: é apenas parte do plano inicial finalmente se cumprindo.

Mas para quem compra no mercado secundário, pode ser o começo de um prejuízo monstruoso.

Isso porque os fundos em fase de desinvestimento constumam distribuir rendimentos *altos, anormais e temporários*.

Para piorar a situação, FIIs com fase de desinvestimento geralmente são FIIs pouco populares, no sentido que tem poucos cotistas e poucos negócios. Junte poucos negócios com rendimentos altos e você tem a fórmula do desastre.

Enquanto os cotistas iniciais tem uma boa noção de quanto o negócio ainda vai render, os investidores que só olham rendimento não tem a menor ideia. Os primeiros estão mais informados (ou simplesmente com um bom lucro), enquanto que os últimos estão comprando vento.

Isso porque cada pagamento alto na verdade diminui o tamanho do fundo, ao mesmo tempo que investidores desinformados podem continuar comprando a cota cada vez mais caro. Acho que não preciso explicar que comprar cada vez mais caro algo que vale cada vez menos não é lá uma estratégia muito inteligente.

Alguns investidores desinformados ainda justificam que o fundo tem de

"devolver todo o dinheiro" antes de terminar. Esquecem que esse "todo dinheiro" é o patrimônio do fundo, e que nada tem a ver com o valor pago pela cota na bolsa.

Já houve alguns casos de prejuízos monstruosos por causa dessa história de "comprar vento". E muito provavelmente vai continuar acontecendo.

Os cotistas informados só agradecem.

Emissões subsequentes (follow on)

Depois da emissão inicial, os fundos podem fazer mais emissões, chamadas de emissões subsequentes (também conhecidas como emissões *follow on*).

O objetivo das emissões subsequentes geralmente é aumentar o tamanho do fundo. Seja para compra de novos ativos, seja pela utilização do dinheiro em expansões ou reforma dos ativos que já possui.

Um fundo imobiliário na prática só cresce através alavancagem ou emissões subsequentes. Mas como é raríssimo reter ou alavancar para crescer na prática os fundos só crescem com a emissão de novas cotas.

Para que haja o incentivo de subscrição, via de regra o valor das novas cotas é fixado abaixo do preço de mercado. A lógica por trás disso é que não vale a pena pagar "a mais" por uma cota essencialmente igual a que está disponível mais em conta no mercado secundário.[65]

Assim, abre-se a possibilidade de investidores que queiram *aumentar* a posição no fundo através da compra das novas cotas a preços menores. Mas também cria uma oportunidade de pseudo-arbitragem para os investidores que querem *manter* o tamanho do investimento, através da venda das cotas no secundário e da compra das cotas na emissão.[66]

Assim surge a tendência do preço de mercado, maior, *convergir* para o preço de emissão, menor.

E um fundo que faz uma emissão subsequente tem a tendência de continuar fazendo, o que pode ocasionar um ciclo sobe e desce, as descidas ocasionadas por essa convergência entre preços. Mas eis que o grosso dos

investidores prefere altas que baixas, de forma que reclamam que as emissões subsequentes "impedem" a livre subida do preço da cota.

Esse é o preço que se paga para o crescimento do fundo, já que pela mesma lógica, emissão nenhuma seria concretizada no caso que o preço de emissão estivesse acima do preço de mercado.

Uma pergunta muito comum é se participar da emissão é de alguma forma vantajosa, em relação as cotas negociadas no secundário. A resposta geralmente é "não". Isso porque as cotas integralizadas costumam ter os mesmos direitos *depois* da integralização, mas tem direitos menores durante a emissão: não recebem os rendimentos normais do fundo, por exemplo.

A resposta só seria diferente em um fundo que prevê que a emissão das novas cotas envolvem *classes* diferentes, que é o único caso em que se permite cotas com direitos/obrigações diferentes, dentro de um mesmo fundo imobiliário.

Loan to value (LTV)

O *loan to value* (LTV) é uma métrica geralmente utilizada em empréstimos. É simplesmente o valor total do empréstimo dividido pelo valor total das garantias, expresso na forma percentual.

Ou seja, representa o valor do risco em termos do valor em garantia. Um LTV baixo significa que a dívida é pequena em relação ao tamanho da garantia. Um LTV acima de 100% significa que a dívida é maior que a garantia.

No mundo dos FIIs essa é uma métrica utilizada para avaliar a carteira de CRIs.

Apesar da maioria dos FIIs de CRIs serem recentes, ainda assim é possível identificar FIIs com carteiras de CRIs mais "antigas", com baixo LTV, diferente de FIIs de CRI com carteiras mais "novas", que tenham CRIs com LTV maior.

Do ponto de vista do risco é preferível ter LTV menor, claro. Mas CRIs de baixo LTV são eles mesmos CRIs mais antigos, que por sua vez estão relacionados as FIIs de CRI mais antigos. FIIs de CRIs mais novos

compraram CRIs mais recentes, e portanto tendem a ter CRIs mais recentes, de LTV maior.

Quando escolhendo FIIs de CRI vale a pena olhar um pouco essa relação. O objetivo é compensar retorno e risco. Pegar um FII de CRI com baixo rendimento e LTV alto é menos ótimo em relação a outro FII de CRI de rendimento maior ou LTV menor.

---

[64] Algumas RMG são limitadas só em tempo (dura tantos meses ou anos), enquanto que outras RMG são limitadas por tempo e/ou um saldo máximo, que vai se exaurindo conforme é utilizado. Fora outras variações, menos comuns.

[65] Lógica intuitiva, mas furada. A emissão de novas cotas transforma o fundo de uma situação "a" para uma situação "a+b". Por furada que seja a lógica, ela tem apelo aos investidores de varejo. Por isso é surpreendente a muita gente que emissões de fundos de investidores institucionais aconteça em qualquer nível de preço, ao passo que emissões de fundos de varejo falham quando o preço do mercado mergulha abaixo do preço de emissão.

[66] Não é uma arbitragem verdadeira porque há riscos da estratégia dar errado. Se a emissão não sair, se demorar para sair ou se não conseguir participar da emissão por problemas outros, o resultado poderá ser negativo por conta de não receber rendimentos ou não conseguir recomprar a posição num preço inferior ao da venda.

23

Por alavancagem

Não alavancado

FIIs não alavancados são o caso normal. São os FIIs que não tem *dívidas*.

Estou usando o termo num sentido amplo, já que FIIs tem poucas formas de se endividar.

FIIs sem dívidas tem menos risco. Mas também não cresçam organicamente.

A mais recente regra dos 95% impede retenções. Todo o dinheiro que entra efetivamente sai. Pouco ou nada é retido, e portanto o fundo não tem como crescer.

FIIs não alavancados são FIIs de *não crescimento*. São ativos geradores de renda passiva em mais de um sentido, já a renda gerada é "estável": ela não cresce, porque o patrimônio não cresce.

A velha história do menor risco, menor retorno.

Alavancado

FIIs alavancados são aqueles que tem ou fazem dívidas.

Mas como um FII se endivida, exatamente?

Uma forma antiga era comprar imóveis a prazo, utilizando retenções para pagar as parcelas.

A forma mais recente é *vender os alugueis futuros*. Transforma-se os

alugueis futuros em um CRI, que é vendido. O fundo recebe o dinheiro agora, mas os alugueis são desviados para pagar o CRI. Só volta a receber os alugueis totais quando se quita o CRI.

Alguns FIIs fazem alavancagem só ocasionalmente. Para pagar alguma obra ou expansão, rapidamente pagando a dívida criada. Esses ainda são considerados FIIs normais, apesar de tecnicamente alavancados: porque a alavancagem não é uma parte importante da análise.

Alguns raros FIIs fazem dívida e se mantem alavancados *continuamente*. São geralmente os FIIs de gestão ativa maiores, onde o objetivo não é necessariamente quitar a dívida, mas sim crescer através dela.

Isso porque a compra parcelada de um imóvel ou as despesas de amortização de um CRI não deixam de ser um tipo de retenção: utiliza-se alugueis atuais para pagar parte as obrigações do fundo.

O efeito prático é que o patrimônio do fundo cresce (pela diminuição do passivo), e conforme as dívidas vão sendo pagas os alugueis antes bloqueados ou destinados às dívidas agora ficam disponíveis ao fundo.

Fazendo isso continuamente o fundo cresce organicamente, sem necessitar de emissões.

Por isso que os FIIs continuamente alavancados são os únicos considerados *de crescimento*: que tem a expectativa de crescerem patrimonialmente ao longo do tempo.

Mas essa característica não vem sem um custo. FIIs alavancados são mais arriscados que os seus equivalentes não alavancados. Isso porque a falta de alugueis num FII alavancado pode ocasionar a perda de imóveis rapidamente (meses), enquanto que a perda de imóveis num FII normal só ocorria depois de um tempo maior (talvez vários anos).

24

Notas sobre o pessimismo

Aqui encerrou-se a discussão de uma tipologia básica dos FIIs.

Espero que tenha seguido o conselho de antes, de ter anotado os tipos discutidos e, desses, quais os tipos/subtipos que gostou, além daqueles que desgostou. Mais para o final essas informações serão úteis para guiar a formação de uma carteira.

Se não fez, volte e faça agora.

Um leitor mais atento terá percebido que esta parte do livro é simplesmente pessimista. A ênfase recai sobre os aspectos negativos do negócio. Digo por hora que isso é intencional, mas que o objetivo só ficará claro no final do livro.

Mas calma... Guarde as anotações de preferências para utilizar mais no final do livro. Na sequencia já discutimos como montar e cuidar de uma carteira de FIIs, e o porque da escolha de foco não otimista.

IV

Investindo em FII

25

Estratégias

Na primeira parte do livro vimos várias estratégias possíveis de se realizar *através* dos imóveis.

Nem todas tinham como objeto o imóvel em si. Na verdade a maioria das vezes o objetivo era a renda ou o ganho de capital.

A mesma separação ocorre quando se pergunta *quais objetivos* se espera do investimento em FII. Investir por investir é inútil. Então quais as utilidades objetivas de um investidor racional?

Renda

A primeira e mais óbvia das estratégias de investir em FII é fazer o análogo do investimento direto em imóveis: uma maneira adquirir uma fonte de renda. Em especial, uma forma de renda passiva.

Utilizando os termos de antes, você troca dinheiro, uma poupança de hoje, por ativo que gere renda, dinheiro novo no amanhã.

Mas simples como possa ser a ideia, ela na verdade esconde um monte de complicações no meio do caminho.

Tem *muitas diferenças* entre o investimento direto em imóveis versus o investimento indireto através de FIIs. Mas o cerne da questão, o objetivo geral ainda é o mesmo. Renda, dinheiro novo, dinheiro que possa ser *gasto*, sem que isso necessariamente signifique a diminuição do patrimônio.

Mas é falar isso que começam as comparações de ativos de renda variável com ativos de renda fixa. Pior, comparações diretas de rentabilidade

aparente. É uma coisa muito instintiva de se fazer, mas péssimo para a acumulação de patrimônio gerador de renda.[67]

Isso não quer dizer que imóveis/FII serão a resposta sempre. A depender do momento econômico a resposta muda, e muda muito. A sacada aí é que a mudança da resposta é cíclica. E para não ficar pulando de galho em galho, a resposta *estável* é ter risco imobiliário independente do contexto econômico.

Fora que é bastante difícil considerar "pobre" uma pessoa que tenha muitos e muitos metros quadrados, de grandes empreendimentos imobiliários, seja qual for a situação econômica atual.

Crescimento

Estratégias de crescimento patrimonial são bem conhecidas: invista bem, e terá patrimônio maior lá na frente.

Dentro de várias linhas de investimento, você pode escolher entre ativos que crescem organicamente. É o caso de ações de empresas que, através de dívida, vão expandindo sua capacidade produtiva.

No mundo dos FIIs isso é praticamente inexistente. FIIs raríssimas vezes fazem dívidas. Não crescem, e portanto ficam congelados no tempo em termos patrimoniais.

Mas eis que um ativo não crescer não significa que o *seu* patrimônio não possa crescer. Basta reinvestir.

FIIs geram renda, geralmente renda mensal. Através da reaplicação desse "dinheiro novo" em "novas cotas", o seu patrimônio vai crescendo. Uma espécie de juros compostos. Só que em vez de juros monetários, ocorre a composição em termos de participação. É o seu patrimônio que cresce, por simples compra contínua.

E assim como no caso dos juros compostos, o efeito é minúsculo no começo. Tão minúsculo que desanima até o mais esperançoso dos investidores. É quase uma questão de fé acreditar que a estratégia de reinvestimentos funciona. Os primeiros resultados são simplesmente ínfimos.

Mas o resultado é *extraordinário* no final.

No final, note bem. A sacada que muitos não tem é que para chegar no final é preciso passar pelo começo e meio. Persistir, enfim.

Se você está no começo, ajuda muito pensar em como será no final. É bem fácil de perceber que alguém que já tem "muito" de FII consegue reinvestir "muitos" rendimentos, que por sua vez só aumenta os rendimentos no mês seguinte, realimentando o processo num círculo virtuoso.

É a partir desse raciocínio que se vê que é possível chegar nesse objetivo, fazendo aportes frequentes e reinvestimentos. No começo só os aportes que fazem crescer o patrimônio. Mas inevitavelmente chega o momento que os rendimentos são tão grandes quanto o tamanho do aporte mensal. Desse ponto em diante o negócio simplesmente deslancha.

Em resumo, é perfeitamente possível obter crescimento patrimonial em FIIs. O segredo, muito simples, é reinvestir os rendimentos.

Aposentadoria

Finalmente chega aquele momento em que é decidido ou necessário parar de trabalhar. Com um tanto de sorte você conseguiu juntar um patrimônio que gere renda para pagar as suas despesas.

Depois de comparar várias classes de investimento, decide viver de juros. Diligentemente investe o dinheiro, e começa a tirar só os juros. Mas mesmo sendo muito cuidadoso, logo descobre que os juros não dão conta do recado, o que te obriga a tirar parte do capital para pagar as despesas mensais. Como num passe mágica, o patrimônio acumulado por décadas desaparece em poucos anos, sem sobrar nada. Porque?

Muita gente acaba sem nada porque não considera a inflação nas contas. Imaginam que se uma aplicação rende 9% por ano, podem retirar esse percentual para os gastos.

A verdade é que os juros financeiros *não incluem* a inflação. Se uma aplicação rende 9% por ano, é preciso tirar *muito menos* que isso para não acabar sem nada.

A falha da intuição é considerar que valor do capital é fixo. O número fixo cria a sensação de estabilidade, quando na verdade a inflação está correndo solta. No mundo real, onde existe inflação, é preciso que o capital cresça de forma aparente (nominalmente).

E a inflação acumulada funciona no esquema de juros compostos. Um juro composto que trabalha *contra* você, e que um belo dia "faz a curva", explodindo com o seu patrimônio financeiro.

Essa intuição de "manter o principal fixo" só funciona com ativos geradores de renda. Gastar os alugueis/dividendos/rendimentos de imóveis/ações/FIIs não te leva rapidamente para a ruína. Isso porque os recebimentos de ativos geradores de renda são uma espécie de *dinheiro novo*, independente no montante investido.[68]

Os juros financeiros dependem diretamente do montante continuamente investido. Mas os recebimentos dos ativos geradores de renda dependem dos próprios ativos geradores de renda.

Sem habilidade matemática refinadíssima, um aposentado que viva de juros financeiros pode acabar sem nada. Com ativos geradores de renda a intuição pelo menos ajuda. Que existe uma noção clara de renda separada do patrimônio inicialmente investido. É bem mais fácil de *não* ocorrer a diminuição do patrimônio ao se gastar só rendimentos recebidos.

---

[67] Tem um pouco dessa discussão mais adiante. Mas infelizmente está além do escopo desse livro fazer a discussão matemática ou histórica do porque a comparação direta é enganadora. O resumo seria o seguinte: que a comparação direta não leva em consideração vários fatores que, no longo prazo, tornam os ativos de renda variável muito diferentes dos ativos de renda fixa. Em especial considerações de inflação, segurança jurídica ou esquemas de "retirada segura".

[68] A bem da verdade, imóveis e FIIs sem gestão ativa exigem cuidados e reinvestimentos. Com ações essa questão é menor porque os diretores da empresa tem como objetivo número um a *continuidade* da empresa. Empresas tem gastos enormes de manutenção e investimentos, além de reinvestimento interno de lucros. Essa "gestão ativa" você que tem de fazer em imóveis/FIIs.

26

Quantos?

Uma pergunta bastante recorrente. Quantos FIIs são necessários para obter uma diversificação adequada, "boa"? E a resposta é bem simples: *o máximo que te permitir dormir a noite*.

A resposta objetiva varia pessoa a pessoa, claro. Muita gente não vai conseguir lidar com "muitos" FIIs em paralelo, embora esteja começando a ficar comum a percepção que ter "poucos" FIIs é o que deveria tirar o sono dos investidores.

A alegação do pessoal que prefere ter poucos FIIs vai na linha que se tiver muitos será impossível de "acompanhar todos". Só descobrem bem depois que acompanhar não significa *prever*. E que quando a merda bate no ventilador, o prejuízo será tão maior quando menos FIIs tiver.

Ter mais FIIs na realidade *diminui* a necessidade de acompanhamento, e com certeza diminui o tamanho do prejuízo quando ele ocorre. A parte do prejuízo proporcional é intuitivo, mas porque mais FII significa *menos* acompanhamento?

A verdade é que no geral não se acompanha FIIs *porra nenhuma!*

Acompanhar FIIs não significa olhar cotações ou rendimentos. Ler os relatórios mensais é o *mínimo* que deveria ser feito, mas quase ninguém o faz, menos ainda no médio e longo prazo.

Daí que o pessoal fica com a *pior situação possível* ao investir em poucos FIIs: não acompanham e leva prejuízo grande quando dá algum problema.

Quanto entrevistando novos investidores, eu geralmente faço duas perguntas: quantos FIIs ele quer ter inicialmente, e quantos FIIs ele aceita

ter no máximo. Na verdade eu estou interessado só na segunda pergunta, só trabalhando dali em diante com o número maior. É uma estratégia muito eficaz em obter o número *correto*.

De experiência em fóruns, diria que a maioria das carteiras tem 10 ativos (moda), embora a média aritmética seja maior. Isso porque está ficando cada vez mais comum carteiras com 15 ou mais ativos. Carteiras com 5 ativos ou menos, que antes eram comuns, hoje recebem pedidos exasperados de aumento de diversificação, por todos os lados, de tanto é angústia do pessoal em ver uma carteira *tão pouco* diversificada.[69]

Mas no final quem decide é o investidor.

De minha parte, eu voto pela diversificação. E faço um pedido especial de "por a mão na consciência". Se você na prática *não* está monitorando seus investimentos, a história de "muitos" é uma mentira que você está contando para si mesmo, só para garantir que seu prejuízo será grande.[70]

Se está fazendo a monitoração, pois bem. Se não está fazendo monitoração, lendo relatórios mensais e acompanhando assembleias, então você está cavando uma cova particularmente profunda para o seu futuro patrimonial.

Avisos dados, aproveito para perguntar.

Quantos FIIs você gostaria de ter inicialmente? E quantos FIIs teria no máximo?

---

[69] Ao realizar o acompanhamento de carteiras em fóruns públicos e pagos, surgiu um padrão inesperado. Nos fóruns públicos foi muito comum o pessoal pedir opiniões em carteiras de até 10 ativos. Mas em fóruns pagos o número de ativos dispara, a *média* passando de 15. Carteiras de 20, 25 e até mesmo 35 FIIs, montadas por investidores que se declaram iniciantes, mas que não tem bombas ou rolos óbvios, apesar da quantidade incomum. E o número maior de FIIs em carteira não correlaciona com participação pública. Ou seja, as carteiras de FII públicas tem a tendência de ser as menores que a média real, o que talvez cause distorções de expectativas, principalmente nos iniciantes não pagantes.

[70] O palavrão de logo antes talvez lhe pareça rude e exagerado. Rude sim, mas de forma nenhuma exagerado. Eu esperava muitas críticas em

relação ao baixo calão, mas fiquei surpreso em receber variados agradecimentos pelo "puxão de orelhas". Dessa experiência eu percebi que o alerta só faz sentido àqueles que já estão com a carteira de FII andando e/ou que já sofreram de problemas imprevisíveis. Parece haver uma espécie de sensação de controle que existe "no começo", ao iniciar os estudos na área. Mas que o tempo rapidamente faz desaparecer tal sensação, deixando apenas a crua realidade. Que o futuro *é* imprevisível. Que só a diversificação salva.

27

Como distribuir?

Além da questão de "quanto", é bem comum também a questão de como distribuir as posições.

Tudo igual? Mais em uns, menos em outros?

A resposta inicial é distribuir tudo igual. Na falta de razões especiais para ter mais ou menos, faz divisão simples.

Quando se tem razões ou preferências, pode fazer posições maiores/menores. Mas vale a pena pensar se as justificativas para diminuir uma posição na verdade não são razões para *não* investir em tais ativos.

Uma maneira de detectar essa situação é fazer uma média das posições planejadas. Posições maiores que o dobro da média são exageradas, assim como posições abaixo da metade da média devem gerar desconfiança de serem inapropriadas.

Isso para quem vai ter até uns 15 FIIs. Carteiras maiores geralmente são resultado de estudo de mercado, e não raro envolvem um monte de posições bem pequenas. Quem faz estudo de mercado com o objetivo de ter dezenas de FIIs não tem razões para seguir essas regras de proporção.

Mas quem fez seleção de FIIs através de preferências *deve* seguir as regras de proporção forçada. Senão corre-se o risco iminente de uma posição particularmente grande dar errado, um único erro "comum" impactando de forma desproporcional o seu patrimônio.

A diversificação só protege se a proporção estiver ligada.

28

Como comprar?

Depois de detalhados quantidade e proporções, vem a questão de como comprar.

Um por mês? Vários por mês? Uma compra? Várias compras?

Uma heurística que ajuda a decidir tudo isso é pensar num horizonte de dois anos. Funciona assim:

Pegue o seu dinheiro inicial e pegue os aportes mensais planejados de dois anos para frente. Some tudo e distribua nas proporções dos FIIs planejados. Esse é o objetivo financeiro da sua carteira para daqui dois anos. Daí basta comprar aos poucos, em 24 parcelas, essas posições financeiras planejadas, uma por

Ou seja, soma-se o total que pretende investir em termos financeiros 2 anos a frente, pensa em como seria a carteira depois desse tempo, e então compra as posições dessa carteira aos poucos, cada aporte mensal aproximando a carteira objetivo. O objetivo aqui é não se estressar com qual ativo comprar, simplesmente escolher um e comprar aos poucos, até o volume planejado.

Na quantidade de "FIIs por mês" vai o bom senso. Comprar *todos* os FIIs planejados *todos os meses* é desperdício de corretagem. Comprar um a dois por mês não vai desbalancear tanto assim a carteira final, só no começo. Quando a carteira ficar maior, os desbalanceamentos relativos serão menores. Simples assim.

E depois que passam os 24 meses iniciais, basta ir comprando os FIIs alternadamente, na proporção planejada, reinvestindo os rendimentos se possível.

Não precisa se angustiar em manter a proporção exata. *Não é esse o objetivo do planejamento.* O objetivo é manter a diversificação.

Até porque, com a carteira andando, todo mês ela estará levemente desbalanceada. Basta fazer aportes/reinvestimentos nas posições mais defasadas para fazer a carteira convergir para o plano.

Bem simples.

29

Reinvestir?

Com alguma frequência surgem perguntas sobre reinvestimento, se os rendimentos recebidos devem ser reinvestidos, e como.

Se eles devem ser reinvestidos, no geral sim. A resposta correta na verdade é *sempre*: deve-se reinvestir os rendimentos recebidos sempre, principalmente no início e maturação da carteira.

As vezes surge a questão se deve o reinvestimento ser proporcional, reinvestir o rendimento do ativo B somente no ativo B. Aí a resposta é não. Em grande parte porque o que faz crescer o patrimônio são os aportes, não muito de onde vem o aporte.

E no fim surge a questão de quando parar de reinvestir, de quando começa a fase da renda passiva. Na verdade são duas perguntas diferentes, e não significam a mesma coisa!

A resposta para quando parar de reinvestir é *nunca*. Nunca deve parar de reinvestir. Sempre reinveste, nem que seja um pouquinho por mês...

Isso porque na verdade nunca deve-se ser *deficitário*. Em qualquer fase da vida deve-se ser *superavitário*, gastar menos que se ganha. Isso vale inclusive para a fase de aposentado. O objetivo não é gastar mais para morrer com patrimônio zerado.[71]

A história de viver de renda passiva depende muito de pessoa para pessoa. Uma regra geral vai na linha de poder parar de trabalhar quando a renda passiva é o dobro das despesas mensais. Em parte para ter uma grande folga mensal, em parte para continuar a ser superavitário. Na verdade as duas coisas ao mesmo tempo: ser superavitário com grande folga!

E se é superavitário, sobra dinheiro, que sem destinação outra deve ser investido... Daí resultado a afirmação de antes.

Reinvestir? Sempre!

---

[71] Até porque quem *tenta* essa história de fazer coincidir morte com fim de patrimônio costuma errar feio, com resultados horríveis.

30

Girar?

Uma última questão que muito aflige os iniciantes é se devem ou não fazer *giro*, comprar e vender com frequência os ativos da carteira.

A resposta é um tanto curiosa: se você faz essa pergunta então a resposta é *não*. Quem tem dúvida sobre girar a carteira definitivamente não deve fazê-lo. Porque?

Porque quem faz essa pergunta geralmente está atrás de uma forma mágica de *lucro*, não de administração de carteira. Querem comprar e vender pela operação em si, não por conta de algum efeito benéfico de longo prazo.

Vai totalmente contra a intuição, mas a realidade é quem *menos* opera no mercado tem muito mais chances de ter um patrimônio maior no final. Como é possível?

A razão, bem simples, é que quem muito opera geralmente faz isso baseado em atributos *instáveis*, como preços e notícias. Problema é que operar sobre bases instáveis gera resultados também instáveis. Mas como muito operar tem custos altos (corretagens, imposto de renda), o resultado final acaba sendo negativo, quando muito empatando.

E quem pouco opera geralmente o faz baseado em atributos mais estáveis (comparação de pares, plano de carteira), ignorando os atributos instáveis. Por os atributos serem estáveis que se opera pouco, aliás. Ao apostar em métricas qualitativas, os operadores de baixa frequência se aproveitam dos grandes saltos que o mercado dá. Se os outros decidem que a qualidade muda o tempo todo, isso é um problema *dos outros*.

Agora o pulo do gato: *quem opera pouco sem inteligência tem resultados parecidos daqueles que operam pouco com inteligência*. Idem para quem

opera muito com ou sem inteligência.

Parece doideira, mas tem toda lógica do mundo. Porque as operações dos que operam pouco são semelhantes entre si. Quase idênticas na verdade. A presença ou ausência de inteligência das escolhas ainda assim não tira a habilidade do operador de baixa frequência de se beneficiar das idas e vindas do mercado.

O operador de maior frequência sem inteligência é o pior dos casos: tem resultado pior que as quatro outras combinações.

Uma outra forma de ver a questão é que não existe dois pesos, duas medidas. Os critérios de seleção utilizados para planejar a carteira inicial *devem ser os mesmos* ao se fazer a manutenção frequente da carteira.

E daí a atenção especial na escolha desses critérios.

Se escolher critérios instáveis, vai operar muito.[72] Tanto que talvez não consiga sair do lugar. Se estiver interessado em investir no longo prazo, critérios estáveis vão te levar muito mais longe.

Tanto em termos de retorno final, tanto em termos de mera sobrevivência.

Eis que quem muito opera tem mais chances de mais errar.

---

[72] Qualquer métrica que envolva preço (caiu/subiu) ou relações de preço (P/VP, DY e afins). Toda vez que coloca preço na jogada, você está *terceirizando* a administração da sua carteira para um bando de doidos que provavelmente não sabem o que estão fazendo, já que a maioria esmagadora perde dinheiro na bolsa. Você quer fazer parte dessa maioria?

31

Outros tópicos

Existem algumas outras questões interessantes a respeito da convivência de uma carteira de FIIs, mas que estão além do básico. São assuntos avançados, no sentido que são mais difíceis de explicar, ou que exigem demonstração numérica.

Infelizmente estão fora do escopo desse livro. Mas mesmo sem a demonstração, vale a pena mencionar pelo menos a ideia, já que tem consequências práticas importantes.

Diversificação individual

Se refere a diversificação em nível de FII. Quanto comprar em cada sigla diferente?

Já expliquei a noção de dividir em partes iguais, e também a regra do dobro/metade da média. Mas vale apontar umas questões.

Ao se escolher dividir em partes iguais, pode acontecer de um FII de imóvel único com inquilino único ter o mesmo peso que um FII de dezenas de imóveis com centenas de inquilinos. Do ponto de vista de risco isso não faz o menor sentido... mas bem pode ser porque a preferência pessoal te joga nos FIIs menos diversificados.

Se você for pela linha de dividir em partes iguais, vai o alerta: isso só funciona se você tiver "muitos" FIIs, porque a diversificação individual resolve o problema de algum FII em particular dar rolo. Ter poucos FIIs, a maior parte deles concentrada em imóveis ou inquilinos específicos, te deixa numa posição desproporcional de risco.

Sair da divisão igualitária para posições diferentes não necessariamente ajuda. Porque daí corre-se o risco de uma aposta pessoal se demonstrar inválida. Se a posição que falhar for pequena, menos mal. Mas se for em uma posição maior então será prejuízo maior que a média. A regra do dobro/metade é só um jeito de forçar a diversificação em algum nível. Ainda que arbitrário, ter uma regra de exposição máxima por FII é o tipo de regra que nos salva *de nós mesmos*.

Infelizmente esse é o tipo de argumento de que só fará sentido a uma minoria, geralmente àqueles que já sofreram muito com situações ruins.

Mesmo sem uma demonstração rigorosa, ainda assim eu peço que me creiam: Só a diversificação salva.

Diversificação setorial

Estudando as carteiras montadas em fóruns públicos, é fácil de perceber algumas carteiras montadas com o objetivo de ter o máximo de FIIs que atendem ao gosto pessoal. Mas surgem também carteiras de FIIs que tem grande diversidade setorial, os setores divididos igualmente entre si.

A estratégia é de evitar apostar em algum setor: pega-se "todos" os setores que se aceita investir, divide-se igualmente, se selecionam FIIs dentro dos setores, compondo a carteira final.

Há méritos e deméritos de seguir essa linha. Pelo lado bom é uma forma de diversificação forçada. Pelo lado ruim é uma regra fria, que pode significar que o investidor não tem tanta intimidade com os FIIs escolhidos.

Pode-se escolher entre esses dois estilos livremente. Digo que é preferível sim ter diversificação setorial, mas que ela não precisa ser matematicamente igualitária.

Cotação versus juros economia

Até os idos de 2008, os FIIs eram pouco conhecidos. Haviam poucos investidores, e as cotas variavam com questões de oferta e demanda. A correlação com a taxa de juros da economia (SELIC/CDI) era baixa, não

diretamente proporcional.

De 2009 em diante veio a popularização, e com ela a comparação das rentabilidades com a taxa de juros. E como o pessoal não fica só na comparação, logo veio uma correlação mais forte, praticamente um para um, rentabilidade *versus* juros.

Juros sobem e cotas caem. Juros caem e cotas sobem.

Talvez essa correlação tenha vindo para ficar, talvez não. A julgar pela experiência antiga, a relação é 1:1 até uns 12% da SELIC. Mas como a correlação nasceu com a popularização, talvez ela funcione agora em qualquer nível da SELIC.[73]

Como dito bem no início os FIIs reúnem o *pior* dos dois mundos, entre imóveis e renda fixa.

Há pessoas que veem a correlação como uma vantagem, gerando oportunidades de compra e venda mais frequentes, mas há pessoas que vem como desvantagem, por causa da oscilação em si (prefeririam que o mercado fosse estável).

É uma questão difícil argumentar, porque certos níveis de juros vão causar distorções nos dois extremos. Cotas muito valorizadas vão gerar retornos bem menores no investimento/reinvestimento. Cotas muito desvalorizadas podem ser um convite ao fundo ser desmontado.

Não tem como se defender dessas coisas, porque essas situações são todas causadas e mantidas por *outros* investidores, outros *cotistas*. Cotistas esses que podem ter objetivos bem diferentes dos seus, mas que são sócios juntos, no mesmo empreendimento.

---

[73] Os primeiros FIIs foram emitidos em níveis *inferiores* à SELIC da época, até porque não havia essa noção de correlação com a SELIC, fora que os rendimentos ainda tinham imposto de renda. Hoje em dia parece impossível uma emissão de FII sair sem a expectativa de ser superior à SELIC. E não parou aí. No começo de 2014 um outro estilo de correlação se mostrou mais apurado: FIIs caem ou sobem com a variação dos *juros futuros*, não mais os juros presentes. Doideira, mas a aparente realidade.

32

Notas sobre o investimento consciente

O livro ainda tem muitas páginas, mas na verdade já estamos perto do fim.

Chega a hora de revelar a razão objetiva do porque o livro segue uma linha pessimista. Sendo bem direto, *é difícil pra caramba investir em renda variável*.

E isso porque muitos iniciantes vem com expectativas irreais. Que as coisas são "mais organizadas" no universo dos FIIs (correto), mas que isso de alguma forma coloca os FIIs numa espécie de bolha protetora que deixa o mundo real de fora. Desnecessário dizer que isso é ilusão.

A verdade é que muita gente desiste de investir em renda variável por causa dessas ilusões. Desistem não porque é difícil, mas porque a realidade não bate com a expectativa irreal. Desistem, enfim, porque não aceitam a realidade.

O tom do livro é pessimista. Não para desestimular todo mundo a não investir nesse mercado. *Só alguns*.

É uma questão de perfil. Mas só se descobre se a pessoa tem perfil para renda variável através de uma longa conversa. E a resposta na maioria das vezes é *não*. *A maioria das pessoas não tem perfil nenhum para investir em renda variável*. Não por acaso que a maioria das pessoas que mexe com bolsa de valores sai no prejuízo.

Mas isso é um livro, e no livro não existe um diálogo propriamente. Sou "eu" falando para "você", sem o canal inverso. É impossível de "eu" avaliar a sua disposição à renda variável.

Mas adotar o tom pessimista permite a você mesmo avaliar se *não* aguenta o tranco. Se depois de tantos alertas negativos, se ainda sobrou disposição de encarar essas situações...

Eis que eu estou entregando o jogo, ao explicar a lógica do pessimismo. Mas mesmo isso cumpre uma função, de permitir a releitura desse livro. O mesmo livro, mas com outra mentalidade.

Que apesar do foco pessimista, esse é um mercado onde quase 90.000 investidores empenham suas economias, com fé e força. Esse livro tem o objetivo primeiro de determinar se você está confortável de investir nesse mercado, ou se é preferível ficar de fora... *Se você tem o tal de perfil de investimento em renda variável.*

Por isso que eu digo que o livro deve ser lido duas vezes. A primeira é para assustar, mas a segunda é para sedimentar, acomodar o conhecimento, e ler com algum cinismo as coisas de tom pessimista. No entanto sem perder de vista que não há ironia ou exagero já que os problemas apresentados são bem reais.

Mas isso será depois, bem depois que terminar a primeira leitura do livro. Ainda tem chão até o final.

Você não será um investidor experiente só de ler o livro, claro. Mas não será tampouco uma *sardinha alucinada*, que nada sabe ou que muito anseia. E assim, cumpre-se o objetivo do livro.

Aqui encerra-se a discussão teórica. Agora começa o mundo real.

V

Fichamento FIIs 2015

33

Ordem alfabética

Eis um resumo simples, das características mais gerais dos FIIs negociados na BM&FBovespa, em meados de 2014.

Essa não é uma lista exaustiva, nem cobre todos os detalhes. O objetivo é dar uma primeira olhada nos fundos que existem.

E juntando as anotações da tipologia com essa descrições, você poderá efetivamente filtrar os FIIs que lhe interessam, em várias dimensões.

Cada um desses fundos possui uma página dedicada no site da BM&FBovespa, onde relatórios gerenciais e informes contábeis podem ser encontrados, assim como fatos relevantes e outros tipos de avisos.

Sugiro primeiro tomar nota de *todos* os FIIs, relacionando cada nome/sigla com uma escala: "interessa", "não interessa" e "talvez".

Depois, pegar a lista dos "interessa" e "talvez" para estudar detalhadamente as informações disponíveis.

O *home* dos fundos imobiliários negociados na BM&FBovespa pode ser encontrado na URL http://www.bmfbovespa.com.br/Fundos-Listados/FundosListados.aspx?Idioma=pt-br&tipoFundo=imobiliario

De uma olhada, antes de continuar. Depois papel e caneta à mão!

As descrições a seguir são bem resumidas, para não dizer vagas. Só aparecem as características externas do fundo. Para investir é preciso conhecer os imóveis ou estudar a carteira do fundo. E isso só se faz com os relatórios mensais atualizados. Qualquer informação aqui está desatualizada, por definição.

AESAPAR [AEFI11]

FII de tijolo, com objetivo de construção de dois *campi* universitários para posterior locação atípica à Anhanguera Educacional LTDA. Um imóvel em Campinas/SP, outro em Cuiabá/MT.

Na verdade trata-se de um FII de desenvolvimento, já que a composição inicial (e atual) são de dois terrenos mais o dinheiro necessário para levantar os respectivos empreendimentos.

O fundo recebe e distribui uma receita prévia, enquanto os imóveis não ficam prontos.

Agências Caixa [AGCX11]

FII de tijolo, com objetivo de locação de agências bancárias à Caixa Econômica Federal.

Metade do fundo são de agências antigas, vendidas e depois alugadas. A outra metade do fundo é dinheiro levantado com o objetivo de construir novas agências.

Parte da renda vem das agências prontas, e parte da renda vem da aplicação do dinheiro em renda fixa.

Anhanguera Educacional [FAED11B]

Outro FII de *campi* universitários com concentração de inquilino Anhanguera Educacional.

Mas aqui trata-se de imóveis já prontos, localizados nas cidades de Taboão da Serra/SP, Leme/SP e Valinhos/SP.

Banrisul Novas Fronteiras [BNFS11]

Fundo de desenvolvimento de imóveis, para posterior locação ao Grupo

Banrisul.

As rendas do fundo inicialmente vem do resultado de aplicações financeiras, e vão sendo substituídas por aluguel conforme os imóveis são finalizados e entregues.

BB Progressivo I [BBFI11B]

Fundo de tijolo, que possui dois imóveis de grande porte, ambos alugados ao Banco do Brasil originalmente em 2004, com contratos típicos de 10 anos.

Um imóvel em Brasília/DF, onde o banco desenvolve funções de administração (Ed. Sede I), e outro imóvel no Rio de Janeiro/RJ, onde são desenvolvidas atividades de suporte e *back office* (Centro Administrativo do Andaraí).

BB Progressivo II [BBPO11]

Fundo predominantemente de agências bancárias, com alguns imóveis maiores, todos locados ao Banco do Brasil, com contratos atípicos de 10 anos.

Possui reserva de capital para reformas, os contratos sendo reajustados pelo IPCA.

BB Renda Corporativa [BBRC11]

Fundo de tijolo, com objetivo de construir e reformar imóveis, para posterior locação ao Banco do Brasil.

As rendas do fundo vem do resultado de aplicações financeiras e dos imóveis, depois de prontos.

BB Renda de Papéis [RNDP11]

Fundo de CRI, com rentabilidade alvo em CDI e prazo de duração de 10 anos.

BB Votorantim JHSF Cidade Jardim [BBVJ11]

Fundo de tijolo, que possui participação de 13 andares no empreendimento Cidade Jardim Corporate Center.

Inicialmente fundo de desenvolvimento com RMG, agora já operando em esquema de renda real. Fundo destinado à investidores qualificados.

BM Brascan Lajes Corporativas [BMLC11B]

Fundo de tijolo, possui participação em alguns andares de dois prédios: Brascan Century Plaza (SP) e o Torre Rio Sul (RJ).

Inicialmente com RMG, agora operando em renda real.

Brasil Plural Absoluto Fundo de Fundos [BPFF11]

Fundo de fundos (FII de FII), que investe também em CRI e outros ativos financeiros.

BTG Pactual Corporate Office Fund [BRCR11]

Fundo de tijolo, multi imóvel, multi inquilino e com gestão ativa. Foco em lajes corporativos.

Único fundo que mantém uma política declarada de alavancagem, e que portanto apresenta algum viés de crescimento.

Destaque também por fazer *webcastings* frequentes, e de manter um *hot site* dedicado exclusivamente ao fundo: http://www.bcfund.com.br

BTG Pactual Fundo de CRI [FEXC11B]

Fundo de CRI, de prazo indetermiando e com emissões subsequentes.

BTG Pactual Fundo de Fundos [BCFF11B]

Fundo de fundos (FII de FII), que investe também em CRI e outros ativos financeiros.

Caixa CEDAE [CXCE11B]

Fundo de tijolo, com único imóvel desenvolvido e alugado para o inquilino Companhia Estadual de Águas e Esgotos (CEDAE), no Rio de Janeiro/RJ.

Contrato de 10 anos, reajustado anualmente pelo IGP-M.

Caixa Rio Bravo Fundo de Fundos [CXRI11]

Fundo de fundos (FII de FII) de prazo indeterminado.

Caixa TRX Logística Renda [CXTL11]

Fundo de tijolo, multi imóvel, focado em galpões industriais.

Possui imóveis em Duque de Caxias/RJ, Macaé/RJ, Campo Largo/PR e Itapevi/SP.

Campus Faria Lima [FCFL11B]

Fundo de tijolo, mono imóvel e mono inquilino.

Possui 100% do imóvel da Rua Quatá, 300 - Vila Olímpia - São Paulo/SP, com concentração no inquilino Instituto de Ensino e Pesquisa (Insper).

Castello Branco Office Park [CBOP11]

Fundo de tijolo, mono imóvel, e com concentração de inquilinos.

Possui 50% do Torre Jatobá do Complexo Castello Branco Office Park, localizado em Barueri/SP.

Com renda mínima de 24 meses após a oferta secundária do fundo.

CENESP [CNES11B]

FII de tijolo, mono empreendimento e multi inquilino. Detentor de vários andares em várias torres do empreendimento Centro Empresarial de São Paulo (CENESP).

Centro Têxtil Internacional [CTXT11]

FII de tijolo, possui participação no empreendimento Centro Têxtil Internacional (ITM Expo), localizado em São Paulo/SP.

CEO Cyrela [CEOC11B]

FII de tijolo, possui vários andares do empreendimento Corporate Executive Offices, na Barra da Tijuca - Rio de Janeiro/RJ.

Fundo com RMG de 24 meses a partir da competência de Junho/2013.

CSHG Brasil Shopping [HGBS11]

FII de tijolo, multi empreendimento, com gestão ativa e foco em *shopping centers*

CSHG JHSF Prime Offices [HGJH11]

FII de tijolo, possui dois imóveis de lajes comerciais, e alguma concentração de inquilinos.

Os dois imóveis estão localizados em São Paulo/SP, um na Rua Amauri, 255 e outro na Rua Jerônimo da Veiga, 384.

CSHG Logística [HGLG11]

FII de tijolo, multi empreendimento, multi inquilino, com gestão ativa e focado em imóveis do tipo galpão.

Em Julho/2014 contava com 75 contratos de locação diferentes, distribuídos em 10 empreendimentos imobiliários.

CSHG Real Estate [HGRE11]

FII de tijolo, multi empreendimento, multi inquilino, com gestão ativa e focado em imóveis do tipo laje.

Em Julho/2014 contava com 82 contratos de locação diferentes, distribuídos em 27 empreendimentos imobiliários.

CSHG Recebíveis Imobiliários [HGCR11]

FII de CRI, com distribuição mensal de rendimentos.

Cyrela Thera Corporate [THRA11]

FII de tijolo, que possuirá 5 andares do Ed. Thera Corporate, localizado no bairro Berrini, cidade de São Paulo/SP.

FII de desenvolvimento para posterior aluguel. Conta com RMG valendo até 12 meses depois do habite-se do prédio.

Domo [DOMC11]

FII de tijolo, mono empreendimento e sem classificação de inquilino.

Proprietário do Edifício Domo Corporate Torre A, localizado em São Bernardo do Campo/SP.

FII com RMG por três anos após aquisição do imóvel.

Edifício Almirante Barroso [FAMB11B]

FII de tijolo, mono empreendimento e mono inquilino.

Detém 100% do Ed. Almirante Barroso, localizado na Av. Rio Branco, 174 - Rio de Janeiro/RJ. Concentração de inquilino na Caixa Econômica Federal, que utiliza o prédio como sede administrativa e agência bancária.

Edifício Galeria [EDGA11B]

FII de tijolo, mono empreendimento e multi inquilino. Possui 100% do Ed. Galeria, localizado à Rua da Quitanda, 86 - Rio de Janeiro/RJ.

Inicialmente esse FII contava com RMG, agora operando em esquema de renda real.

Edifício Ourinvest [EDFO11B]

FII de tijolo, mono empreendimento e multi inquilino. Possui imóvel localizado na Av. Paulista, 1.728 - São Paulo/SP.

Europar [EURO11]

FII de tijolo, do segmento de logística. Possui dois imóveis principais, um em SP (Rod. Anhanguera, km 17) e outro no RJ (bairro Olaria).

Tem a caraterística incomum de possuir um imóvel destinado à testes de elevadores (Av. Interlagos, 4.455, São Paulo/SP).

Fator IFIX [FIXX11]

Fundo de fundos (FII de FII), de prazo indeterminado.

Fator Verità [VRTA11]

Fundo de CRI. Inicialmente de prazo determinado, alterado para prazo indeterminado.

Floripa Shopping [FLRP11B]

FII de tijolo, do segmento de shopping center. Possui participação do Floripa Shopping, localizado na Rod. SC-401, 3.116 - Saco Grande - Florianópolis/SC.

Fundo possuía RMG, já encerrada.

Gávea Fundo de Fundos [GVFF11]

Fundo de fundos (FII de FII) de prazo indeterminado.

General Shopping Ativo e Renda [FIGS11]

FII de tijolo, do segmento de shopping center. Possui participação em dois empreendimentos localizados em Guarulhos/SP: Shopping Bonsucesso e Parque Shopping Maia.

Fundo com RMG.

Grand Plaza Shopping [ABCP11]

FII de tijolo, do segmento de shopping center. Possui o empreendimento Grand Plaza Shopping (e imóveis adjacentes), localizado em Santo André/SP.

GWI Condomínios Logísticos [GWIC11]

FII de tijolo, do segmento de logística, mono empreendimento e multi inquilino.

Possui o imóvel Global Cumbica, localizado em Guarulhos/SP.

GWI Renda Imobiliária [GWIR11]

FII de tijolo, misto. Possui participação no shopping center Praça da Moça, em Diadema/SP (26%) e um conjunto de um edifício na Av. Brigadeiro Faria Lima, 3.900 - São Paulo/SP (conjunto 601).

Fundo destinado à investidores qualificados, com classes de cotas diferentes e RMG específica para uma classe de cotas.

Hospital da Criança [HCRI11B]

FII de tijolo, do segmento de saúde. Mono empreendimento e mono inquilino.

Possui 100% do empreendimento Hospital da Criança, localizado no bairro Jardim Oriental - São Paulo/SP. Concentração de inquilino no operador do hospital instalado no empreendimento, atualmente a Rede D'Or São Luiz.

Possui uma disputa judicial iniciada pelo inquilino, com o objetivo de baixar o valor do aluguel (revisional para baixo).

Hospital Nossa Senhora de Lourdes [NSLU11B]

FII de tijolo, do segmento de saúde. Mono empreendimento e mono inquilino.

Possui 100% do empreendimento Hospital e Maternidade Nossa Senhora de Lourdes, localizado no bairro Jardim Oriental - São Paulo/SP. Concentração de inquilino no operador do hospital instalado no empreendimento, atualmente a Rede D'Or São Luiz.

Possui uma disputa judicial iniciada pelo inquilino, com o objetivo de baixar o valor do aluguel (revisional para baixo).

Hotel Maxinvest [HTMX11B]

Fundo de tijolo, do segmento de hotelaria. FII de prazo indeterminado, mas com aprovação de venda de todo o patrimônio já autorizado em assembleias.

Realizando a venda do patrimônio mês a mês, gerando lucro imobiliário, que infla a distribuição de rendimentos. Distribui também amortizações, em função do possível encerramento do fundo.

Industrial do Brasil [FIIB11]

FII de tijolo, do segmento de logística. Mono empreendimento e multi inquilino.

Possui participação em regime de condomínio no empreendimento Perini Business Park, localizado em Joinville/SC.

JHSF Rio Bravo Fazenda Boa Vista Capital Protegido [RBBV11]

FII de desenvolvimento para venda, de prazo determinado e sem subordinação.

Objetiva gerar rendimento através de participação indireta no loteamento residencial Fazenda Boa Vista, localizado em Porto Feliz/SP.

Prazo determinado de 8 anos.

MSL 13 [MSLF11B]

FII de tijolo, do segmento de shoppings centers. Possui 48,45% do empreendimento Mais Shopping Largo 13, localizado no bairro de Santo Amaro, São Paulo/SP.

Não confundir com o MSHP11, que tem sigla parecida e participação no mesmo ativo. E assim como o outro FII, este recebeu uma oferta de aquisição do único ativo do fundo.

JS Real Estate Multigestão [JSRE11]

FII misto, de prazo indeterminado, investido principalmente em CRI e outros FIIs.

Kinea Renda Imobiliária [KNRI11]

FII de tijolo, multi imóvel, multi inquilino e com gestão ativa. Investe em lajes comerciais e em galpões logísticos.

Em Julho/2014 o fundo possuía 72 contratos de alugueis, distribuídos entre 16 empreendimentos imobiliários.

Hot site dedicado exclusivamente ao fundo:
http://www.kinea.com.br/kinearenda/

Kinea Rendimentos Imobiliários [KNCR11]

Fundo de CRI, de prazo indeterminado e com alvo de rentabilidade em CDI.

Mais Shopping Largo 13 [MSHP13]

FII de tijolo, do segmento de shoppings centers. Possui 40% do empreendimento Mais Shopping Largo 13, localizado no bairro de Santo Amaro, São Paulo/SP.

Não confundir com o MSLF11B, que tem sigla parecida e participação no mesmo ativo. E assim como o outro FII, este recebeu uma oferta de aquisição do único ativo do fundo.

Max Retail [MAXR11B]

FII de tijolo do segmento de varejo (*retail*). Multi imóvel, mas com concentração de inquilino em Lojas Americanas.

Possui imóveis em Belém/PA, Brasília/DF, Maceió/AL Nilópolis/RJ, Vitória/ES, João Pessoa/PB e Manaus/AM.

Distribui rendimentos maiores, semestrais, por conta de ajustes contratuais, também semestrais.

Maxi Renda [MXRF11]

Fundo misto, que investe em CRI, outros FIIs e SPEs.

Memorial Office [FMOF11]

FII de tijolo, do segmento de lajes comerciais. Mono empreendimento e com alguma concentração de inquilinos.

Possui o Ed. Memorial Office, localizado no bairro da Barra Funda, São Paulo/SP.

Mercantil do Brasil [MBRF11]

FII de tijolo, possui três imóveis, todos locados ao Banco Mercantil do Brasil S.A.

Os imóveis se localizam em Belo Horizonte/MG (Edifício Sede e Complexo de Tecnologia) e no Rio de Janeiro/RJ (Agência Rio Branco).

Multigestão Renda Comercial [DRIT11B]

FII de tijolo, multi imóvel e multi inquilino. Possui participações em diversos prédios (lajes) em São Paulo/SP.

Parque Dom Pedro Shopping Center [PQDP11]

FII de tijolo, do segmento de shoppings centers. Possui participação direta e indireta no empreendimento Shopping Parque Dom Pedro, localizado em Campinas/SP.

Não confundir com o SHDP11B, que tem nome semelhante e investe no mesmo ativo.

Polo I [PLRI11]

FII de CRI, de prazo indeterminado e destinado exclusivamente à investidores qualificados.

Polo II [PORD11]

FII de CRI, de prazo indeterminado e destinado exclusivamente à investidores qualificados.

Inicialmente pagava rendimentos mensais, mas uma assembleia alterou a frequência de pagamentos para semestral.

Presidente Vargas [PRSV11]

FII de tijolo. Possui dois imóveis de lajes comerciais, com concentração de

inquilinos.

Os dois imóveis estão localizados na Av. Presidente Vargas, números 850 e 941, Rio de Janeiro/RJ. Dois inquilinos concentram o risco de crédito: a Agencia Nacional de Avaliação Civil (ANAC), que ocupa o imóvel Torre Boa Vista, e a Telemar Norte Leste S.A., que ocupa o imóvel Torre Vargas 914.

Projeto Água Branca [FPAB11]

FII de tijolo, de lajes, mono empreendimento e multi inquilino.

O fundo possui participações nos edifícios New York e Los Angeles, ambos localizados no Centro Empresarial Água Branca, em São Paulo/SP.

RB Capital Desenvolvimento Residencial II [RBDS11]

FII de desenvolvimento para venda, de prazo determinado e sem subordinação.

Objetiva gerar rendimento através de participações em desenvolvimentos residenciais.

Já se encontra em período de desinvestimento.

RB Capital General Shopping Sulacap [RBGS11]

FII de tijolo, do segmento de shoppings centers.

Possui participação de 44% no empreendimento Parque Shopping Sulacap, localizado no bairro de Sulacap, Rio de Janeiro/RJ.

Inicialmente um FII de desenvolvimento para renda, hoje o shopping já se encontra construído. Fundo com RMG de 36 meses pós conclusão das

obras.

RB Capital Prime Realty I [RBPR11]

FII de desenvolvimento para venda, de prazo determinado e com subordinação.

Objetiva gerar rendimento através de participações em desenvolvimentos residenciais.

Já se encontra em período de desinvestimento.

RB Capital Prime Realty II [RBPD11]

FII de desenvolvimento para venda, de prazo determinado e com subordinação.

Objetiva gerar rendimento através de participações em desenvolvimentos residenciais.

Já se encontra em período de desinvestimento.

RB Capital Renda I [FIIP11B]

FII de tijolo, com foco em empreendimentos logísticos e megalojas. Possui vários imóveis, mas cada um locado a um inquilino específico.

Imóveis se localizam em Osasco/SP (Danfoss), Nova Iguaçu/RJ (Lojas Leader), Ibiporã/PR (Magazine Luiza), Contagem/MG (Telhanorte), São José dos Pinhais/PR (Ambev), Ilhéus/BA (Barry Callebaut) e São Paulo/SP (C&A).

O imóvel locado à AMBEV paga o aluguel anualmente, o que faz o fundo ter um rendimento sazonal.

RB Capital Renda II [RBRD11]

FII de tijolo, com imóveis mistos (laje, megaloja e galpão). Cada imóvel com inquilino específico.

Imóveis no Rio de Janeiro/RJ (Lojas Leader), São Gonçalo/RJ (Ampla), Natal/RN (Lojas Leader) e Uberlândia/MG (Ambev).

Imóvel locado à Ampla paga aluguel anualmente, o que faz o fundo ter um rendimento sazonal.

Renda de Escritórios [RDES11]

FII de tijolo, multi imóvel e multi inquilino.

Possui imóveis em São Paulo/SP, Salvador/BA e Recife/PE.

REP 1 CCS [RCCS11]

FII do tijolo, mono imóvel e multi inquilino.

Possui 40% um centro de conveniências (*street mall*) localizado no bairro Lapa, São Paulo/SP.

Possuía uma RMG, paga anualmente, já encerrada. Uma assembleia em 2013 já autorizou a venda do imóvel e a posterior liquidação do fundo.

Rio Bravo Crédito Imobiliário I [RBCB11]

Fundo de CRI, de prazo determinado.

O fundo tem prazo inicial de 8 anos. Já se encontra em fase de desinvestimento.

Rio Bravo Crédito Imobiliário II [RBVO11]

Fundo de CRI, de prazo determinado.

O fundo tem prazo inicial de 12 anos, com início de amortizações previsto a partir do 36º mês do fundo.

Rio Bravo Renda Corporativa [FFCI11]

FII de tijolo, multi empreendimento, multi inquilino e com gestão ativa, com foco em lajes corporativas.

Em Janeiro/2014 possuía diversas participações em 8 empreendimentos imobiliários, a maioria em São Paulo/SP.

Rio Negro [RNGO11]

FII de tijolo, mono empreendimento e multi inquilino.

Possui 26 andares de duas torres do Centro Empresarial Rio Negro, localizado em Alphaville, Baueri/SP (mais participações em imóveis anexos).

Fundo inicialmente com RMG, agora em esquema de renda real.

Santander Agências [SAAG11]

FII de tijolo, multi imóveis e mono inquilino.

Possui 28 agências bancárias espalhadas pelo Brasil, todas alugadas ao Banco Santander.

Santander Recebíveis Imobiliários [STFI11]

FII de CRI, de prazo determinado.

Com liquidez restrita. Já se encontra em fase de desinvestimento.

SDI Logística Rio [SDIL11]

FII de tijolo, mono empreendimento e com concentração de inquilino, do segmento de logística.

Proprietário do empreendimento Multi Modal Duque de Caxias, localizado em Duque de Caxias/RJ. Concentração de inquilino na BRF (antiga Brasil Foods).

Possui RMG ainda ativa.

Shopping Jardim Sul [JRDM11B]

FII de tijolo, do segmento de shopping centers.

Possui 40% do empreendimento Shopping Center Jardim Sul, localizado no bairro do Morumbi, São Paulo/SP.

Possui RMG de 4 anos.

Shopping Parque Dom Pedro [SHDP11B]

FII de tijolo, do segmento de shoppings centers. Possui participação direta no empreendimento Shopping Parque Dom Pedro, localizado em Campinas/SP.

Não confundir com o PQDP11, que tem nome semelhante e investe no mesmo ativo.

Shopping Pátio Higienópolis [SHPH11]

FII de tijolo, do segmento de shopping centers.

O fundo é proprietário de 25% do empreendimento Shopping Pátio Higienópolis.

SP Downtown [SPTW11]

FII de tijolo, possui dois imóveis com mesmo inquilino.

Os imóveis se localizam na Rua Libero Badaró, 633 e Rua Padre Adelino, 550, ambos em São Paulo/SP. Os imóveis estão alugados à Atento.

Fundo possui dívida e caixa. Conforme as dívidas vão sendo amortizadas, o caixa é distribuído no lugar do aluguel, numa espécie de RMG.

Square Faria Lima [FLMA11]

FII de tijolo, mono empreendimento e multi inquilino.

Fundo possui 18 conjuntos e 75% no hotel do empreendimento multifuncional Continental Square Faria Lima, sendo portanto um fundo misto de laje e hotelaria.

TB Office [TBOF11]

FII de tijolo, mono empreendimento e multi inquilino.

Possui 100% do imóvel Tower Bridge Office, localizado na Av. Jornalista Roberto Marinho, 85 - São Paulo/SP.

FII possuia RMG, já encerrada.

The One [ONEF11]

FII de tijolo, mono empreendimento e multi inquilino.

Possui 4 lajes do empreendimento The One, localizado na Rua Ministro Jesuíno Cardoso 454, Itaim Bibi, São Paulo/SP.

Em Julho/2014 havia a possibilidade desse fundo ser assimilado ao Rio Bravo Renda Corporativa (FFCI11).

Torre Almirante [ALMI11B]

FII de tijolo, mono empreendimento e mono inquilino.

Possui 40% do empreendimento Torre Almirante, localizado à Av. Almirante Barroso, 81 - Rio de Janeiro/RJ.

Concentração no inquilino Petrobras, possuindo também uma agência bancária da Caixa Econômica Federal.

Torre Norte [TRNT11B]

FII de tijolo, mono empreendimento e multi inquilino.

Possui 100% do empreendimento Torre Norte do Centro Empresarial Nações Unidas (CENU), em São Paulo/SP.

TRX Edifícios Corporativos [XTED11]

FII de tijolo, com dois prédios e inquilinos específicos.

Os imóveis ficam nas cidades de São Paulo/SP (inquilino Peugeot) e Macaé/RJ (inquilino Petrobras).

TRX Realty Logística Renda I [TRXL11]

FII de tijolo, do segmento de logística. Multi empreendimento de inquilinos específicos.

São 7 imóveis, locados à 7 inquilinos diferentes, nas cidades de Pavuna/RJ (1), Vinhedo/SP (3), Navegantes/SC (1) e São Paulo/SP (2).

VBI FL 4440 [FVBI11B]

FII de tijolo, mono empreendimento e com concentração de inquilinos.

Possui 50% do empreendimento Faria Lima 4.440, localizado em São Paulo/SP. Concentrado em três inquilinos bancários: BIC Banco, UBS e

Barclays Capital.

Fundo possuia RMG, já encerrada.

Vila Olímpia Corporate [VLOL11]

FII de tijolo, mono empreendimento e multi inquilinos.

Possui 6 lajes da torre B do empreendimento Vila Olímpia Corporate.

Fundo possuia RMG, já encerrada.

West Plaza [WPLZ11B]

FII de tijolo, do segmento de shopping center.

Possui 30% do empreendimento Shopping West Plaza, localizado em São Paulo/SP.

WM RB Capital [WMRB11B]

FII de CRI, de prazo determinado (12 anos).

XP Corporate Macaé [XPCM11]

FII de tijolo, mono empreendimento e mono inquilino.

Possui o empreendimento The Corporate, localizado em Macaé/RJ. Concentração no inquilino Petrobras.

XP Gaia Lote I [XPGA11]

FII de CRI, de prazo indeterminado.

Omissões

Como dito antes essa não é uma lista exaustiva. Tem mais uns 40 FIIs listados em bolsa que não receberam explicação aqui.

Na maioria são FIIs ilíquidos, que negociam nunca ou quase nunca. Tem também alguns FIIs de desenvolvimento que no geral não é indicado à iniciantes.

Mas a lista acima *não* é uma indicação de qualquer forma. Na verdade tem vários FIIs aqui listados com o estrito objetivo de alertar o iniciante que, apesar de serem FIIs que negociam, ainda assim tem características salientes neles, que não são exatamente "normais".

Mas a decisão (e responsabilidade) sempre recai sobre o investidor que toma a decisão. De onde vai investir tanto como de onde vai evitar.

34

Grupamentos

As vezes deseja-se pesquisar algum setor de imóvel ou de exposição de risco setorial em particular.

Para facilitar esse tipo de pesquisa as seções a seguir agrupam vários FIIs em "setores", as vezes por tipo de imóvel, as vezes por risco de exposição de crédito.

Lajes / Prédios

Aqui estão listados os FIIs que possuam imóveis do tipo lajes corporativas, lajes comerciais ou prédios.

É a classe mais numerosa de todos os FIIs.

- BB Votorantim JHSF Cidade Jardim [BBVJ11]
- BM Brascan Lajes Corporativas [BMLC11B]
- BTG Pactual Corporate Office Fund [BRCR11]
- Caixa CEDAE [CXCE11B]
- Campus Faria Lima [FCFL11B]
- Castello Branco Office Park [CBOP11]
- CENESP [CNES11B]
- CEO Cyrela [CEOC11B]
- CSHG JHSF Prime Offices [HGJH11]
- CSHG Real Estate [HGRE11]
- Cyrela Thera Corporate [THRA11]
- Domo [DOMC11]
- Edifício Almirante Barroso [FAMB11B]
- Edifício Galeria [EDGA11B]
- Edifício Ourinvest [EDFO11B]

- Kinea Renda Imobiliária [KNRI11] (parte)
- Memorial Office [FMOF11]
- Mercantil do Brasil [MBRF11]
- Multigestão Renda Comercial [DRIT11B]
- Presidente Vargas [PRSV11]
- Projeto Água Branca [FPAB11]
- RB Capital Renda II [RBRD11] (parte)
- Renda de Escritórios [RDES11]
- Rio Bravo Renda Corporativa [FFCI11]
- Rio Negro [RNGO11]
- SP Downtown [SPTW11]
- Square Faria Lima [FLMA11] (parte)
- TB Office [TBOF11]
- The One [ONEF11]
- Torre Almirante [ALMI11B]
- Torre Norte [TRNT11B]
- TRX Edifícios Corporativos [XTED11]
- VBI FL 4440 [FVBI11B]
- Vila Olímpia Corporate [VLOL11]
- XP Corporate Macaé [XPCM11]

Galpões / Logística

Aqui estão listados os FIIs que possuam imóveis do tipo galpões logísticos, industriais ou de armazenamento.

- Caixa TRX Logística Renda [CXTL11]
- CSHG Logística [HGLG11]
- Europar [EURO11]
- GWI Condomínios Logísticos [GWIC11]
- Industrial do Brasil [FIIB11]
- Kinea Renda Imobiliária [KNRI11] (parte)
- RB Capital Renda I [FIIP11B] (parte)
- RB Capital Renda II [RBRD11] (parte)
- SDI Logística Rio [SDIL11]
- TRX Realty Logística Renda I [TRXL11]

Shopping centers

Aqui estão listados os FIIs que possuam imóveis do tipo shopping centers.

- CSHG Brasil Shopping [HGBS11]
- Floripa Shopping [FLRP11B]
- General Shopping Ativo e Renda [FIGS11]
- Grand Plaza Shopping [ABCP11]
- MSL 13 [MSLF11B]
- Mais Shopping Largo 13 [MSHP13]
- Parque Dom Pedro Shopping Center [PQDP11]
- RB Capital General Shopping Sulacap [RBGS11]
- Shopping Jardim Sul [JRDM11B]
- Shopping Parque Dom Pedro [SHDP11B]
- Shopping Pátio Higienópolis [SHPH11]
- West Plaza [WPLZ11B]

Bancário

Aqui estão listados os FIIs com exposição ao risco bancário, ou seja, FIIs cujos inquilinos são instituições financeiras bancárias.

- Agências Caixa [AGCX11]
- Banrisul Novas Fronteiras [BNFS11]
- BB Progressivo I [BBFI11B]
- BB Progressivo II [BBPO11]
- BB Renda Corporativa [BBRC11]
- Edifício Almirante Barroso [FAMB11B]
- Mercantil do Brasil [MBRF11]
- Santander Agências [SAAG11]
- VBI FL 4440 [FVBI11B]

Ensino

Aqui estão listados os FIIs com exposição ao risco de ensino, ou seja, FIIs cujos inquilinos são instituições de ensino superior.

- AESAPAR [AEFI11]
- Anhanguera Educacional [FAED11B]
- Campus Faria Lima [FCFL11B]

Hotelaria

Aqui estão listados os FIIs com exposição de risco em hotelaria, ou seja, FIIs cujos imóveis são explorados como hotéis.

- Hotel Maxinvest [HTMX11B]
- Square Faria Lima [FLMA11] (parte)

Varejo

Aqui estão listados os FIIs com exposição de risco em varejo, ou seja, FIIs cujos imóveis são explorados na venda de produtos (lojas, mega lojas, supermercados).

- Max Retail [MAXR11B]
- RB Capital Renda I [FIIP11B] (parte)
- RB Capital Renda II [RBRD11] (parte)
- REP 1 CCS [RCCS11]

Saúde

Aqui estão listados os FIIs com exposição de risco em saúde, ou seja, FIIs cujos inquilinos desenvolvem atividades de hospitais.

- Hospital da Criança [HCRI11B]
- Hospital Nossa Senhora de Lourdes [NSLU11B]

Papel

Aqui estão listados os FIIs que tenham em carteira posições significativas de *ativos financeiros*: CRIs, LCIs, outros FIIs.

- BB Renda de Papéis [RNDP11]
- Brasil Plural Absoluto Fundo de Fundos [BPFF11]
- BTG Pactual Fundo de CRI [FEXC11B]
- BTG Pactual Fundo de Fundos [BCFF11B]

- Caixa Rio Bravo Fundo de Fundos [CXRI11]
- CSHG Recebíveis Imobiliários [HGCR11]
- Fator IFIX [FIXX11]
- Fator Verità [VRTA11]
- Gávea Fundo de Fundos [GVFF11]
- JS Real Estate Multigestão [JSRE11]
- Kinea Rendimentos Imobiliarios [KNCR11]
- Maxi Renda [MXRF11]
- Polo I [PLRI11]
- Polo II [PORD11]
- Rio Bravo Crédito Imobiliário I [RBCB11]
- Rio Bravo Crédito Imobiliário II [RBVO11]
- Santander Recebíveis Imobiliários [STFI11]
- WM RB Capital [WMRB11B]
- XP Gaia Lote I [XPGA11]

35

E agora?

Bom, o livro está chegando ao derradeiro fim.

Se aguentou até aqui agora já tem noção do porque as pessoas mexem com imóveis no geral, e como os FIIs permitem alcançar estratégias muito semelhantes.

Também vai estar sabendo bastante da regulamentação e coisas relativas a Imposto de Renda.[74]

Na parte prática expandimos o conhecimento em várias *dimensões* dos FIIs. Tipos, comportamentos específicos de imóveis ou de setores, os ciclos e outras peculariedades. Vimos também como é lidar com uma carteira, do começar ao manter.

Mais para oo final teve um belo tanto de detalhes específicos despejados, com a esperança de, juntado as anotações e esses detalhes, você tenha um ponto de partida, uma lista mínima de estudo, caso queira investir nesse mercado.[75]

De posse dessa lista, agora é pegar para *ver*, conhecer os fundos. Pegar e ler os relatórios mensais. Pegar e ler demonstrações semestrais e anuais. Dar uma olhada nos imóveis, nem que seja só por fotos. Conferir vacância e renda real. Nos FIIs de papel dar uma olhada nas carteiras internas.

E depois desse último *round* de seleção, chega a hora de investir. Iniciar, caso já não tenha uma carteira. Ou mexer na carteira existente, se depois dessa leitura produziu uma outra carteira, melhor alinhada aos seus objetivos e gostos.

Agora é prática.

[74] Talvez mais do que quisesse... Mas são assuntos quase inevitáveis. Saber dos detalhes sórdidos de regulamentação e IR é estritamente necessário já no médio prazo, imagine no longo prazo...

[75] E caso a resposta seja negativa, paciência. Na verdade até esse resultado negativo merece comemoração. Porque investimento "bom" é o investimento *alinhado* aos objetivos e psique do investidor. Pelo oposto, "péssimo" é o investimento *desalinhado*. Se sentir que esse mercado não é para você, tranquilo. Melhor descobrir isso antes de investir que sair depois em prejuízo.

VI

Palavras finais

36

Invista

Chegamos ao fim do livro.

Espero que tenha sido útil. E que apesar do pessimismo geral, que ainda assim tenha decidido por investir nesse mercado.

Se a resposta foi na afirmativa, lhe digo: *Invista!*

Comece. Saia da estaca zero. Dê o primeiro passo.

Falei bastante no livro sobre medo e desconhecimento. Coisas que somente a prática tem o poder de eliminar com grande eficiência.

Eu bem sei que ao completo iniciante o livro não será tão claro numa primeira lida. Se é o seu caso, respire aliviado: muita gente já se sentiu como você pode estar se sentindo. Na verdade todo mundo que hoje é um ás dos investimentos teve de começar de algum ponto bem básico, e provavelmente muito assustador.

Porque é assustador o que se faz a primeira vez. Talvez por isso da expressão "passo de fé" ser tão condizente com a situação do iniciante. Muitas vezes é preciso dar o primeiro passo em fé pura, porque conhecimento teórico nenhum é capaz de aplacar a angústia do iniciante.

Depois, bem depois, provavelmente venha a sentir algum saudosismo desses momentos iniciais. Talvez até humor, se conseguir lembrar de todos os demônios reais ou imaginários que se imagina inicialmente.

Dependendo de como montar a carteira o sentimento mais forte que vai enfrentar será *tédio*. Varia um pouco de pessoa pra pessoa, mas esse é o resultado mais provável. E sentir tédio é bom... significa que atingiu tal tranquilidade que os investimentos nem tiram ou interferem com o sono.

Afinal, investimentos são para lidar com patrimônio. São só um meio de liberar o sono (e os sonhos) para as coisas que realmente importam.

37

Sobreviva

Eu disse a pouco que sentir tédio total nos investimentos é um resultado bom. Eu não estava sendo irônico.

Isso porque ocorre de alguns investidores sentirem *terror. O tempo todo.* Acho que não preciso explicar que isso não é bom, em nenhuma concepção.

Pessoas que lidam mal com seus investimentos, que perdem o sono ou se sentem no geral assustadas são aquelas que *não* tem perfil para investimentos de renda variável.

Ok... dito assim é uma afirmação tautológica.

Mas existe a situação do meio do caminho. Pessoas que se sentem menos que bem no começo, mas que vai melhorando. Você só saberá se o pavor inicial é temporário ou permanente se persistir um pouco, já que a impressão inicial não costuma ser feliz a ninguém.

Em outras palavras a capacidade de *persistência inicial* é uma pré-condição da *sobrevivência final*. Lógico e óbvio, mas uma coisa bem difícil de se lembrar no começo.

Então eu faço o pedido sincero para que você *sobreviva*.

Se essa classe de investimentos fez sentido intuitivo ou matemático aos seus objetivos de vida tente persistir por um tempo, por mais que o lado emocional fique inicialmente irrequieto.

Mas se sentir que a inquietação não está melhorando, o jeito é deixar de lado. Mil vezes mais ter o sono tranquilo à noite.

Tanto para quem vai persistir até o fim, como para o caso de desistir no

começo, vale a mesma regra: comece pequeno. De grão em grão a galinha enche o papo, mas se ver que não é a sua praia, começar pequeno vai te permitir sair mais facilmente.

Mas tente sobreviver.

38

Desfrute

Se decidir investir, e se ainda por cima isso lhe for muito tranquilo, estará no melhor dos mundos.

O ápice que pode ocorrer é de você alcançar a *independência financeira*. Você ser tão rico, ter tanto patrimônio, que (em relação as suas despesas) não precisa mais trabalhar.

O normal é pensar tudo em termos de ganhos e perdas. É assim que aprendemos o tempo todo, fora um belo tanto de herança genética. Mas a independência financeira não é sobre números, mas sim sobre *escolha*.

É você ter a *liberdade* de escolher o que fazer da sua vida. É a *mobilidade* conquistada de continuar ou melhorar a sua especialidade, o seu trabalho, ou de mudar tudo. Porque não?

Talvez você alcance a independência financeira... talvez não. Mas em ambos os casos você pode *desfrutar* o seu patrimônio de forma permanente.

Pessoas que vivem no cheque especial não percebem que elas voluntariamente estão abrindo mão de parte do salário mensal, enquanto que as pessoas que tem ativos geradores de renda sabem que isso representa uma espécie de salário adicional. Dois lados da mesma moeda, opostos apenas pelo sinal do patrimônio que se *mantém*.

No mundo frio dos números tudo é escolha, por menos controle real (ou emocional) que se tenha.

Mas uma vez que tenha escolhido o caminho do patrimônio positivo, provavelmente as coisas sairão melhor, muito melhor, que o caminho do enforcado em juros.

É automático, na verdade. Que com patrimônio positivo gerador de renda você seja necessariamente beneficiado, mesmo longe da independência financeira.

Talvez não perceba assim a questão, mas é fácil de insistir que é preferível estar permanentemente do lado dos juros que se recebe que estar do lado dos juros que se paga.

Mas se um dia chegar ao ponto da independência financeira, digo com força. Desfrute. *Permita-se* escolher.

Independência financeira não quer dizer que você vai parar de trabalhar.

Apenas que você vai *desfrutar* de alguma atividade que você escolherá com *liberdade*.

Torço para que chegue lá. E se chegar, que faça suas escolhas com toda tranquilidade.

E com isso, me despeço.

Toda sorte, toda saúde. E bons investimentos.

Contate o autor & atualizações do livro

Em caso de dúvidas, sugestões ou críticas, você pode contatar autor através do email contato@introducaofii.com.br.

Há também o *mailing* do livro, para avisos de atualizações e promoções: https://groups.google.com/forum/#!forum/introducaofii

(rev 2015.7)

Índice

Como ler esse livro 7
I – Investindo em imóveis 10
1. Investimento direto em ativos imobiliários 12
2. Investimento via fundos imobiliários 24
3. Algumas diferenças 36
4. Interlúdio 48
II – Fundos de investimento imobiliário 51
5. Definição geral 53
6. Legislação básica 55
7. Condomínios fechados 73
8. Ativos de base imobiliária 76
9. Distribuição de 95% do resultado 80
10. Prazo 84
11. Tributação 88
12. Declaração Anual de IR 110
III – Classificação dos FIIs 119
13. Classificando os FIIs por tipo 121
14. Por risco de política de investimento 124
15. Por prazo 130
16. Por ativo subjacente 135
17. Por tipo de imóvel 140
18. Por destinação de uso 146
19. Por risco de crédito 153
20. Por diversificação interna 161
21. De gestão 165
22. De ciclo 168
23. Por alavancagem 176

24. Notas sobre o pessimismo 179
IV – Investindo em FII 181
25. Estratégias 183
26. Quantos? 188
27. Como distribuir? 192
28. Como comprar? 194
29. Reinvestir? 197
30. Girar? 200
31. Outros tópicos 203
32. Notas sobre o investimento consciente 207
V – Fichamento FIIs 2015 210
33. Ordem alfabética 212
34. Grupamentos 236
35. E agora? 242
VI – Palavras finais 245
36. Invista 247
37. Sobreviva 250
38. Desfrute 253
Contate o autor & atualizações do livro 256