

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO - CSE
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
CURSO DE GRADUAÇÃO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

Mateus Hintz

Fundos de Investimento Imobiliário:

Uma apresentação e comparação de sua prática no Brasil e nos EUA

Florianópolis-SC

2022

Mateus Hintz

Fundos de Investimento Imobiliário:

Uma apresentação e comparação de sua prática no Brasil e nos EUA

Monografia submetida ao curso de Graduação em Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito obrigatório para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Wagner Leal Arienti

Florianópolis-SC

2022

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Hintz, Mateus

Fundos de investimento imobiliário: : uma apresentação e
comparação de sua prática no Brasil e nos EUA / Mateus
Hintz ; orientador, Wagner Leal Arienti, 2022.
64 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio
Econômico, Graduação em Ciências Econômicas, Florianópolis,
2022.

Inclui referências.

1. Ciências Econômicas. 2. Fundos de Investimento
Imobiliário. 3. Real Estate Investment Trusts. 4. Funding.
I. Arienti, Wagner Leal. II. Universidade Federal de Santa
Catarina. Graduação em Ciências Econômicas. III. Título.

Mateus Hintz

Fundos de Investimento Imobiliário:

Uma apresentação e comparação de sua prática no Brasil e nos EUA

Este Trabalho Conclusão de Curso foi julgado adequado para obtenção do Título de Bacharel em Economia e aprovado em sua forma final pelo Curso de Ciências Econômicas

Florianópolis, 21 de julho de 2022.

Prof. Helberte João França Almeida, Dr.
Coordenador do Curso

Banca Examinadora:

Prof.(a) Wagner Leal Arienti, Dr.(a)
Orientador(a)
Instituição Universidade Federal de Santa Catarina

Prof.(a) Daniel de Santana Vasconcelos, Dr.(a)
Avaliador(a)
Instituição Universidade Federal de Santa Catarina

Thiago Fleith Otuki
Avaliador(a)
Instituição Universidade Federal de Santa Catarina

*Este trabalho é dedicado aos meus professores,
colegas de classe e aos meus queridos pais, Marlis e
Maurício.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, Marlis Bickholz Hintz e Maurício Ibirapitanga Hintz, por sempre terem me apoiado nas minhas decisões e escolhas pessoais, desde o meu primeiro ano na universidade, quando tinha 18 anos, e durante todo o meu processo de maior amadurecimento como pessoa, como estudante e como profissional. Ao suporte dos meus pais e das famílias Birckholz e Hintz, das minhas tias, dos meus primos, e dos meus avós significaram muito para a minha evolução e crescimento ao longo dos anos.

Agradeço aos meus amigos e colegas do curso de Economia, como Leandro, Nariga, Feltrin, Murilo, João, Léon, Santa Rosa, por terem me apoiado ao longo do percurso, e os demais conhecidos e amigos do grupo dos “Lenhadores” da UFSC.

Agradeço também aos meus professores na UFSC, em especial ao meu orientador o prof. Wagner Arienti, o qual me ajudou para a execução deste trabalho, e também por minha participação no seu projeto de extensão Filmes de Economia, o qual também contribuiu para a minha formação como estudante e também como profissional ao longo do meu período de graduação na Universidade.

“É impossível para um homem aprender aquilo que ele acha que já sabe”

(Epicteto)

RESUMO

O objetivo principal do trabalho é apresentar o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), principalmente por meio da descrição do papel dos Fundos de Investimentos Imobiliários (FIIs) no Brasil para o público leigo no tema. O referencial teórico utilizado é o pós-keynesiano Financiamento-Investimento-Poupança-Funding para descrever o financiamento em economias capitalistas, o que permite entender a importância de se captar poupança para que haja sua transferência para empresas que fizeram investimento. Ao realizar o funding, as empresas investidoras podem ter uma maior estabilidade financeira. Após a descrição e caracterização das instituições do SFI no Brasil, e a relação dos FIIs, dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) e das Securitizadoras com o financiamento de longo prazo e funding por meio de exemplos práticos, será feita uma comparação em termos de tamanho de mercado com o SFI dos EUA, baseado nos Real Estate Investment Trusts (REITs), que é mais amplo e desenvolvido. Esta comparação mostra amplas possibilidades, ao verificar a grande diferença em termos de recursos monetários investidos nos diferentes setores de atuação dos REITs e FIIs, e fornece uma perspectiva para o maior desenvolvimento do sistema financeiro imobiliário dos FIIs no Brasil.

Palavras-chave: Fundos de Investimentos Imobiliários; REITs; Funding.

ABSTRACT

The main objective of this paper is to describe for the general public the Real Estate Financial System (SFI) mainly through the description of the role of the FIIs in Brazil. The theoretical framework is the post-Keynesian view of Finance-Investment-Savings-Funding in order to describe the financing in capitalist economies. It is important to describe the capture of household savings in the financial market and their transfer to enterprise that have just invested. The sequence of financing and funding allows invested enterprise to have stable financial condition. After the description and characterization of the SFI institutions in Brazil, and the relationship of FIIs, CRIs and securitization companies with long-term financing and funding in real cases, there will be a comparison between the size market of the Real Estate Investment Trusts (REITs) and FIIs. This comparison shows a lot of possibilities, as it verifies the great difference in terms of monetary resources invested in the different sectors of activity of REITs and FIIs. This comparison provides a perspective for the further development of the FIIs sector in Brazil.

Keywords: FIIs; REITs; Funding.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Agentes envolvidos no Funding	31
Figura 2 - Esquema da Operação CRI Montserrat	36

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Valor de Mercado (US\$ bilhões) FTSE Nareit All Equity REITs e FTSE Nareit Mortgage REITs e Comparação (%) com o PIB norte-americano entre 2012 e 2022	41
Gráfico 2 - Comparação Valor de Mercado (US\$ bilhões) FTSE Nareit All Equity REITs e FTSE Nareit Mortgage REITs em mai/22	42
Gráfico 3 - Valor de Mercado (US\$ bilhões) por setor de atuação dos REITs em mai/22	43
Gráfico 4 - Valor de Mercado (R\$ bilhões) FIIs listados na B3 e Comparação (%) com o PIB brasileiro entre 2012 e 2022	44
Gráfico 5 - Comparação do Volume de Mercado do IFIX e Volume de Mercado dos FIIs de Recebíveis (R\$ bilhões) em jul/2022	45
Gráfico 6 - Valor de Mercado (R\$ bilhões) por Segmento de atuação do FII e Participação (%) no IFIX em jul/2022	46
Gráfico 7 - Emissões Primárias CRI (R\$ bilhões) entre jan/2013 e nov/2021	48

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Valor de Mercado FTSE Nareit Real Estate (US\$ bilhões) e Comparação (%) com o PIB norte-americano (US\$ bilhões) entre 2012 e 2022.....	62
Tabela 2 - Valor de Mercado (R\$ bilhões) FIIs listados na B3 e Comparação (%) com o PIB brasileiro (R\$ bilhões) entre 2012 e 2022	62
Tabela 3 - Comparação Valor de Mercado (US\$ bilhões) FTSE Nareit All Equity REITs e FTSE Nareit Mortgage REITs em mai/22	63
Tabela 4 - Valor de Mercado (US\$ bilhões) por segmento de atuação FTSE Nareit All Equity REITs e FTSE Nareit Mortgage REITs em mai/22.....	63
Tabela 5 - Comparação Valor de Mercado IFIX (R\$ bilhões) e Valor de Mercado Recebíveis Imobiliários (R\$ bilhões) em jul/22	63
Tabela 6 - Valor de Mercado (R\$ bilhões) por segmento de atuação do FII e Participação (%) no IFIX em jul/22	64
Tabela 7 - Emissão Primária total CRI (R\$ bilhões) entre jan/13 e nov/21	64

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRAIN	Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
B3	Brasil Bolsa e Balcão
BACEN	Banco Central do Brasil
CCB	Cédula de Crédito Bancário
CCI	Cédula de Crédito Imobiliário
CEPAC	Certificados de Potencial Adicional de Construção
CMBS	Commercial Mortgage-Backed Securities
CRAs	Certificados de Recebíveis do Agronegócio
CRIs	Certificados de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FBCF	Formação Bruta de Capital Fixo
FIAGRO	Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais
FIDC	Fundos de Investimento em Direitos Creditórios
FIIs	Fundos de Investimentos Imobiliários
FIP	Fundos de Investimento em Participações
FIPE	Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas
F-I-P-F	Circuito Financiamento-Investimento-Poupança-Funding
HABT11	FII Habitat Recebíveis Pulverizados
INCC	Índice Nacional de Custo de Construção
IPO	Oferta Pública Inicial
LCAs	Letras de Crédito do Agronegócio
LCIs	Letras de Crédito Imobiliário
LH	Letra Hipotecária
LIG	Letra Imobiliária Garantida
MBS	Mortgage-Backed Securities
NAREIT	National Association of Real Estate Investment Trusts
PL	Patrimônio Líquido
REITs	Real Estate Investment Trusts
RMBS	Residential Mortgage-Backed Securities
SFI	Sistema Financeiro Imobiliário

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	15
1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA	15
1.2 OBJETIVOS.....	16
1.2.1 Objetivo Geral	16
1.2.2 Objetivos Específicos.....	16
1.3 JUSTIFICATIVA.....	16
1.4 METODOLOGIA	17
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA: A DINÂMICA DO MERCADO IMOBILIÁRIO.....	19
2.1 FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO E FUNDING: REFERENCIAL TEÓRICO.....	19
3 O SISTEMA FINANCEIRO IMOBILIÁRIO: DESCRIÇÃO E CARACTERIZAÇÃO	26
3.1 A DESCRIÇÃO DOS FIIS E DO PRODUTO FINANCEIRO DE FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO	26
3.2 A CARACTERIZAÇÃO ESPECÍFICA DOS FIIS NO SISTEMA FINANCEIRO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO	32
4 OS REITS NO SISTEMA FINANCEIRO IMOBILIÁRIO NORTE-AMERICANO E COMPARAÇÃO COM OS FIIS POR MEIO DE DADOS	39
4.1 BREVE APRESENTAÇÃO DOS REITS E COMPARAÇÃO DO SEU TAMANHO DE MERCADO E SETORES DE ATUAÇÃO COM OS FIIS.....	39
4.2 PERSPECTIVAS DE CRESCIMENTO DO MERCADO DE FIIS E RECEBÍVEL IMOBILIÁRIO BRASILEIRO	49
5 CONCLUSÃO	51
REFERÊNCIAS	55
GLOSSÁRIO	57
ANEXO – TABELAS.....	62

1 INTRODUÇÃO

1.1 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

Os mercados financeiros nacionais e internacionais possuem um recorrente crescimento ao longo das décadas, ao permitir o financiamento de novas empresas e atração de capital para financiar o investimento, cumprindo assim o seu papel esperado. O financiamento da construção civil possui um mercado financeiro específico, principalmente formado pelo segmento dos Fundos de Investimentos Imobiliários (FIIs). Este segmento é muito ativo nos EUA e está em pleno desenvolvimento no Brasil.

O sistema financeiro específico para imóveis é complexo, há riscos envolvidos, é necessário que tenha credibilidade, e também que haja a criação de várias instituições para o seu pleno funcionamento. Dado o desenvolvimento deste sistema que se formou na economia brasileira, será realizada uma apresentação acadêmica deste setor pouco conhecido, e seus mecanismos de financiamento privado, não financiamento público, para o leitor, seja acadêmico ou leigo, que poderá se utilizar deste sistema, seja como poupador, ou como empresário.

Apesar de que uma análise seja importante, os esforços deste trabalho estão mais concentrados na descrição e identificação da funcionalidade de cada instituição dentro do sistema, de maneira que seja o primeiro passo necessário para entender o setor e as suas instituições. Nos EUA existe um sistema financeiro imobiliário específico, e no Brasil existe outro com algumas semelhanças e divergências. De maneira geral, o Fundo de Investimento Imobiliário (FII) é uma comunhão de recursos destinados à aplicação em ativos relacionados ao mercado imobiliário.

O mercado financeiro de imóveis norte-americano dos Real Estate Investment Trusts (REITs) começou a se desenvolver na década de 1960 nos EUA, na época em que o Congresso norte-americano aprovou uma legislação para o seu funcionamento, porém só obteve significativo crescimento a partir da década de 1990. No Brasil, os FIIs foram instituídos pela Lei 8668, de 1993, e são regulamentados pela Instrução 472, de 2008, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). É importante ressaltar que, desde o momento da criação dos REITs e dos FIIs, houve um crescimento diferenciado destes dois instrumentos específicos do mercado financeiro imobiliário, em seus respectivos territórios nacionais onde atuam. Por este motivo, haverá uma comparação entre estes sistemas como um dos objetivos específicos.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo geral desta monografia é apresentar e descrever o segmento mais específico do sistema financeiro para o setor imobiliário, principalmente através da descrição da institucionalidade dos FIIs e as suas ações no mercado financeiro imobiliário, e uma comparação do tamanho deste mercado com o mercado de REITs nos EUA, para verificar as perspectivas de crescimento dos FIIs no Brasil.

1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Descrever o processo de financiamento a partir do referencial teórico pós-keynesiano de financiamento-investimento-poupança-funding.
- b) Descrever o setor do sistema financeiro específico para imóveis no Brasil, e apresentar suas instituições e seu principal produto financeiro.
- c) Comparar o volume de recursos financeiros dos dois sistemas (mercados) de Fundos de Investimentos Imobiliários no Brasil e nos EUA, através dos seus setores de atuação.
- d) Após apresentação e comparação dos mercados financeiros imobiliários, verificar a possibilidade de crescimento dos Fundos de Investimentos Imobiliários no Brasil.

1.3 JUSTIFICATIVA

A justificativa para a realização deste trabalho é a apresentação ao público leigo sobre o mercado de fundos de investimento imobiliário, sendo este mercado um resultado da diversificação do setor financeiro, que passou a oferecer muitas opções de financiamento de longo prazo, de um lado, e captação e aplicação da riqueza e poupança, de outro lado.

Pelo lado da captação de recursos, a função do sistema financeiro é captar a riqueza individual e ao mesmo tempo proporcionar expectativa de rentabilidade e ganho de capital ao aplicador de sua poupança individual, permitindo que este tenha acesso e possa escolher livremente os mais diversos ativos financeiros disponíveis no mercado. A captação de recursos se dá através da oferta de cotas dos fundos. Em termos de aplicação, os recursos dos fundos são

aplicados em financiamento de longo prazo, permitindo assim o funding de empresas construtoras, e também na aquisição de ativos imobiliários físicos. É na parte da aplicação destes recursos líquidos captados que os FIIs competem entre si e também com outros tipos de fundos existentes no mercado para convencer o aplicador de que estão fazendo um bom negócio, com rentabilidade no longo prazo.

Para se atingir o objetivo “c”, uma comparação dos dois sistemas, é importante colocar que os sistemas possuem diferenças e semelhanças. O mercado norte-americano possui mais de 140 milhões de investidores em REITs, quando comparados com os mais de 1,7 milhões de investidores em FIIs, conforme relatório mensal de junho de 2022 divulgado pela B3 (Brasil, Bolsa e Balcão) e dados consultados na Nareit (National Association of Real Estate Investment Trusts). Este trabalho busca contribuir para o público leigo brasileiro, para que conheça outra forma de aplicar a sua poupança pessoal, baseado na experiência norte-americana.

Atualmente o valor de mercado de todos os FIIs brasileiros listados em bolsa ultrapassa a soma dos R\$ 140 bilhões, com uma relação de 1,5% na comparação com o valor do PIB brasileiro, já o valor de mercado dos REITs norte-americanos chegou a ultrapassar os US\$ 1,5 trilhão, com uma relação de 5,9% na comparação com o PIB norte-americano, de acordo com os dados do boletim mensal da B3, Nareit, IBGE e Bureau of Economic Analysis. Este trabalho busca descrever este sistema específico financeiro, no caso ligado ao financiamento da construção civil destes mercados. Será feita uma comparação com ênfase no valor absoluto (e em relação ao PIB de cada país) do volume de recursos dos FIIs e dos REITs.

1.4 METODOLOGIA

O trabalho se constituirá a partir de uma pesquisa exploratória, mais preocupado em descrever um sistema financeiro ainda pouco conhecido do público mas com potencial de crescimento no futuro. A descrição do sistema de financiamento financeiro imobiliário no Brasil será orientada pelo referencial teórico pós-keynesiano do financiamento-investimento-poupança-funding (F-I-P-F). Na descrição do sistema financeiro haverá a preocupação em caracterizar as instituições envolvidas e identificar seu papel no esquema financeiro. Alguns exemplos serão utilizados para ilustrar as operações financeiras feitas pelas instituições.

Após a descrição e caracterização de suas instituições será feito uma comparação, em termos de volume absoluto movimentado, dos sistemas de financiamento imobiliário do Brasil e EUA.

O referencial teórico escolhido foi o pós-keynesiano pois este trabalho teve a intenção primária de caracterizar as instituições de financiamento do investimento imobiliário, e as instituições que captam poupança e permitem repassar estes recursos para as empresas investidoras. Portanto, o referencial teórico é útil para caracterizar as instituições, visto que os fundos de investimento possuem o objetivo de captar poupança através do mercado de capitais, e o circuito financiamento-investimento-poupança-funding ajuda a representar e demonstrar a função dos fundos de investimento em realizar o funding para os investimentos produtivos imobiliários.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA: A DINÂMICA DO MERCADO IMOBILIÁRIO

2.1 FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO E FUNDING: REFERENCIAL TEÓRICO

Quando há a decisão do investimento, o empresário faz uma análise custo-benefício e uma comparação com demais alternativas, sejam em ativos financeiros ou ativos produtivos. A análise dos benefícios futuros está baseada em expectativas, porque há incertezas sobre o negócio. As expectativas dos empresários podem ser boas, porém não certas devido às incertezas sobre o futuro. De acordo com Keynes (1992), o empresário investidor irá analisar tanto a esfera monetária-financeira, quanto a esfera produtiva da economia.

Com relação ao processo decisório (Keynes, 1992), a decisão de investimento deve avaliar as possibilidades de financiamento, seja com recursos próprios, vindo de sua riqueza líquida, seja com a oferta de crédito no mercado financeiro. Neste sentido, a taxa de juros vai influenciar o montante inicial de investimento. Valerá a pena investir enquanto a Eficiência Marginal do Capital (EMK)¹ for maior que a taxa de juros (r). A Eficiência Marginal do Capital (EMK) é a rentabilidade mínima do capital, que deve ser maior que a taxa de juros (r) paga pelo mercado, ou seja, maior que os juros que pagaria para usar os recursos de terceiros (empréstimo), e também maior que o capital próprio aplicado em ativos financeiros. No entanto, a EMK está baseada em expectativas sobre a renda líquida no futuro do capital empregado.

O investimento é um gasto presente para formar ou ampliar uma atividade produtiva visando uma rentabilidade futura. Como colocado na contabilidade social, os investimentos, inclusive os investimentos imobiliários, são estimados pela formação bruta de capital fixo (FBCF). Os gastos iniciais do investimento, em muitos casos, requerem um grande volume de recursos financeiros, como compra de bens de capital, instalação da planta, compra de terreno, construção de prédio ou galpões, e só seriam empreendidos pelo empresário se a expectativa de retorno sobre o ativo for atrativa e maior que as taxas de juros pagas pelo mercado. Além disso, a rentabilidade futura é algo baseado em expectativas, dado as incertezas da economia por mais que se façam cálculos econômicos. O empresário terá que lidar com o dilema da decisão do investimento, que significa gastos certos no presente com expectativa de rentabilidade no

¹ KEYNES, John Maynard. Teoria geral do emprego, do juro e da moeda. Capítulo 11. A Eficiência Marginal do Capital. Editora Atlas SA, S. 1992.

futuro, que é incerta. Por isto, Keynes (cap.11 Teoria Geral) afirma que na decisão de investimento o empresário precisa ter o *animal spirits* para tomar a decisão de agir.

Após tomada a decisão de investimento, é necessário ter a disponibilidade de recursos monetários, sejam próprios ou de terceiros, para as despesas. Portanto, no caso de decisão de investimento, é importante saber também a forma de financiamento das despesas. Quando o investimento é de grande porte, normalmente parte é financiado por recursos próprios, sendo necessário uma riqueza líquida disponível, e também parte do financiamento pode ser complementado por recursos de terceiros. Neste caso, é importante saber as origens do financiamento de terceiros utilizado e suas consequências prováveis para as finanças da empresa investidora.

O financiamento necessário durante o interregno entre a intenção de investir e a sua realização é fornecido principalmente por especialistas, em particular pelos bancos, que organizam e administram um fundo rotativo de financiamento líquido (Keynes, 1937).

Quando é utilizado o capital de terceiros para o investimento, estes não querem correr riscos, portanto são elaborados contratos entre as partes credora e devedora. No início é comum o financiamento ser feito por meio de empréstimos de curto prazo. Portanto, a empresa investidora assume um contrato de dívida. Idealmente, é recomendado que as empresas investidoras façam, em algum momento antes do pagamento das parcelas de suas dívidas contratuais, a substituição de suas dívidas ou compromissos de curto prazo em dívidas ou compromissos de longo prazo. A esta transformação, a teoria pós-keynesiana se refere como *funding*. O referencial teórico pós-keynesiano apresenta um arcabouço que será útil para, posteriormente, explicar o financiamento do setor imobiliário pelo FII.

A teoria propõem como referencial teórico o circuito Financiamento-Investimento-Poupança-Funding. O ideal é o financiamento inicial de longo prazo, mas nem sempre é possível e nem sempre se realiza. Por isto, a empresa investidora recorre a empréstimos de curto prazo para realizar os gastos iniciais de investimento. O risco de não ser capaz de consolidar a dívida fica nas mãos do investidor, que tomou empréstimos curtos para investir em ativos de longa vida (DE PAULA. p. 379. 2013). Em algum momento, a empresa investidora deverá recorrer ao *funding*, isto é, captar recursos de mais longo prazo para pagar as dívidas de curto prazo.

No segmento imobiliário não se considera a possibilidade de *funding* interno porque é rara, quando o investidor consegue vender rápido e consegue receita rápido, e assim paga as

suas dívidas. Em vista de que os investimentos imobiliários requerem um grande volume de recursos para a sua realização, e que os compradores das unidades imobiliárias as compram à prazo, é necessário considerar as possibilidades de funding externo através da captação da poupança das famílias. Paul Davidson (1986) relata que existem 3 alternativas para o funding externo acontecer. A primeira alternativa é quando os empresários se financiam com recursos próprios, além de recursos de terceiros, e a demanda por títulos de longo prazo por parte das famílias é maior do que o que está disponível no mercado, fazendo com que as taxas de juros pagas por estes títulos diminuam e facilitem o funding para os empresários investidores. A segunda alternativa aconteceria quando a colocação dos títulos de longo prazo no mercado se igualaria com a alocação da poupança das famílias nestes títulos, e o funding também ocorreria sem problemas. A terceira alternativa ocorreria quando a colocação de títulos de longo prazo no mercado pelos empresários seria maior que a quantidade de poupança das famílias alocadas nestes títulos, que causaria problemas para o funding, sendo necessário o aumento da taxa de juros paga por estes títulos, para que as famílias renunciem a sua preferência pela liquidez² em forma de moeda e aumentem sua demanda por títulos de longo prazo. No entanto, este casamento entre a necessidade de captação de recursos em compromissos de mais longo prazo, de um lado, e o desejo das famílias alocarem suas poupanças, presentes e acumuladas, não se realiza sem atritos, assimetrias e incongruências. Por sua vez, é preciso a formação de um sistema financeiro com várias instituições para viabilizar esquemas de financiamento e funding, como proposto pelo referencial teórico.

É devido à incerteza e as diferenças de expectativas nas decisões dos empresários investidores, de um lado, e famílias poupadoras, de outro lado, que o circuito Financiamento-Investimento-Poupança-Funding não ocorre ao mesmo tempo ao processo de multiplicação de renda. Em termos agregados e após ajustes ao longo do tempo com o efeito multiplicador da renda, o investimento agregado é igual a poupança agregada. Mas, nada garante na prática, que a poupança agregada irá ser canalizada para a compra de títulos de longo prazo das empresas investidoras. É importante ressaltar que o circuito ideal F-I-P-F é uma referência teórica. Para que se viabilize na prática, há várias tensões e fricções, sendo necessário a participação das instituições para que o circuito funcione, como por meio de produtos financeiros ofertados no mercado financeiro através das Corretoras de Valores Mobiliários, como por exemplo através dos Fundos de Investimento.

² KEYNES, John Maynard. Teoria geral do emprego, do juro e da moeda. Capítulo 13. A Teoria Geral da Taxa de Juros. Editora Atlas SA, S. 1992.

Keynes (1937), descreveu o processo de financiamento da formação de capital como tendo duas etapas, sendo a primeira a de que um sistema financeiro funcional é aquele capaz de prover financiamento (finance) que permite aos empresários realizarem gastos com investimentos, e a segunda etapa sendo a canalização da poupança *ex-post*³ para, direta ou indiretamente, fundar as dívidas das firmas mais tarde (funding). Embora não tenha desenvolvido os problemas que possam vir da realização ou não do funding. Apenas, ressaltou que o investimento antecede a poupança e por isto deve ser financiado por recursos líquidos próprios ou por um fundo rotativo.

O mercado de investimentos pode se tornar congestionado por falta de dinheiro. Nunca pode se tornar congestionado por falta de poupança. Este é o mais fundamental das minhas conclusões dentro deste campo (Keynes, 1937, p.669).

Após a decisão de investimento, a grande questão para a realização do investimento pelas empresas investidoras é a dificuldade de se conseguir um financiamento de longo prazo por terceiros devido às incertezas, ou após conseguirem financiamento de curto prazo fazerem a substituição da dívida de curto prazo estabelecida nos contratos por compromissos financeiros de mais longo prazo. Assim, é necessário a formação de instituições no sistema financeiro que possibilitem, de um lado, a captação de recursos das famílias poupadoras⁴ e, de outro lado, coloquem títulos das empresas investidoras para que estas possam fazer o funding.

Pelo lado da demanda das famílias poupadoras, espera-se que elas vão aplicar sua poupança acumulada em ativos financeiros com compromissos de longo prazo se os mesmos possuírem rentabilidade atrativa, além da possibilidade de resgate ou venda de seus ativos financeiros a qualquer hora, isto é, liquidez, e expectativa de ganhos de capital. Por isto, o sistema financeiro cria também o mercado secundário de títulos para garantir liquidez e expectativa de ganhos de capital no curto prazo. Este é o papel da bolsa de valores no caso das ações e dos FIIs.

Entre as instituições financeiras, as Corretoras de Valores Mobiliários possuem a função de atrair e capturar a poupança das famílias e direcionar para os títulos que ofertam. De

³ KEYNES, John Maynard. The "ex-ante" theory of the rate of interest. The Economic Journal, v. 47, n. 188, p. 663-669, 1937.

⁴ Famílias Poupadoras acumulam poupança e aplicam em ativos financeiros com expectativa de rentabilidade futura ou ganho de capital e liquidez. Empresário Investidor é quem aplica o dinheiro em investimento produtivo. Famílias Poupadoras não aplicam seu dinheiro diretamente em investimento produtivo, mas alocam sua poupança em ativos financeiros e tem expectativa de rentabilidade futura. Assim se diferenciam os FIIs das empresas da construção civil.

modo geral, empresas abrem capital na bolsa e realizam emissão primária de ações e sua colocação no mercado para tomar recursos de terceiros e fazerem o funding, pois as ações são ativos financeiros que prometem rentabilidade no longo prazo, quando a empresa realizar seus lucros e fazer distribuição de parte deste lucro a partir de dividendos.

No caso do segmento imobiliário, o mercado financeiro também cria condições para atrair a poupança das famílias e fazer o funding. As empresas do ramo da construção civil por meio das securitizadoras, as quais emitem Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) ligados às construtoras, permite que o financiamento de longo prazo ou o funding sejam feitos. De forma adiantada, no caso do financiamento imobiliário, há o instrumento dos CRIs, que são majoritariamente negociados dentro do mercado dos FIIs, pelas empresas securitizadoras para os Fundos de Investimento Imobiliário no mercado primário, sendo que os FIIs alocam os seus recursos dentro dos CRIs. Os CRIs, os FIIs, as securitizadoras e o mercado específico deste produto financeiro serão explicados no próximo capítulo.

Portanto, o circuito ideal, de acordo com a ótica pós-keynesiana, seria do financiamento – investimento - poupança - alocação da poupança - títulos de longo prazo – funding. Por meio da captação de recursos através do funding, com a emissão de títulos de longo prazo, as empresas poderiam quitar as suas obrigações de curto prazo com os bancos. Como já dito, determinadas empresas poderiam emitir ações, no caso da construção civil o mais praticado é se financiar através da emissão de CRIs, e assim captar os recursos dos poupadores, para pagar as suas obrigações de curto prazo.

De modo geral, o funding é o processo de transformação de dívidas de curto prazo em obrigações de longo prazo, de modo a tornar compatível a maturidade e o montante das obrigações da firma investidora vis-à-vis o retorno esperado dos investimentos. A empresa investidora terá mais tempo para realizar a sua rentabilidade, pois os novos compromissos financeiros são de mais longo prazo. Idealmente, quando as empresas realizarem os seus lucros podem pagar os seus compromissos. O funding permite que, segundo a taxonomia de Minsky (2008), as empresas fiquem em situação hedge.

Segundo Minsky (2008), a situação hedge permite que o lucro das empresas seja efetuado antes do pagamento das obrigações e também que seja maior do que elas. O Funding permite que as empresas se aproximem desse estado, pois elas teriam mais tempo para realizarem seus lucros e pagarem suas dívidas. Se a empresa tiver dificuldade com o funding, entraria na situação especulativa, em que em alguns casos o pagamento das obrigações antecederia o recebimento de receita das empresas, e elas teriam que buscar por novo

financiamento. Já na situação Ponzi, a maioria das obrigações antecederiam o recebimento de lucros, e a empresa teria que fazer rolagem da dívida por meio de mais financiamentos para se manter.

É através das funções de finance e funding bem realizadas que dão suporte a um crescimento financeiramente estável, ao diminuir as chances de fragilidade financeira do sistema. Hyman Minsky preocupou-se com a tendência da fragilidade financeira das empresas, o que indica que empresas podem ter dificuldade de fazer o funding, e um maior número de empresas saírem da situação hedge e fiquem na situação especulativa e Ponzi. Para evitar a tendência a fragilidade financeira de um número crescente de empresas, é importante uma economia nacional formar e desenvolver um sistema financeiro com instituições que façam o financiamento do investimento, mas também façam a captação de poupança para as empresas realizarem o funding.

Em revisão das teorias sobre financiamento, De Paula (2013) explica, na perspectiva pós-keynesiana, a diferença entre financiamento e funding. As teorias ortodoxas macroeconômicas supõem que o financiamento de curto ou longo prazo é uma escolha da empresa investidora. O circuito financiamento-funding da teoria pós-keynesiana permite descrever os problemas financeiros que empresas investidoras podem ter quando do pagamento de suas dívidas. Problemas financeiros são típicos de um capitalismo com amplo sistema financeiro. De um lado, o financiamento alavanca as possibilidades de investimento, gerando a fase de prosperidade do ciclo econômico. De outro lado, problemas financeiros podem levar a paralisação dos investimentos e a reversão cíclica e início da recessão.

Em termos esquemáticos, no início do processo de investimento, os bancos comerciais possuem a função central de fornecimento de liquidez e financiamento de curto prazo para os investimentos produtivos. De outro lado, os bancos de investimento detêm a função principal de fornecer o funding ou o financiamento de longo prazo, ao levantar recursos no mercado de capitais através da captação da poupança das famílias em favor das empresas investidoras que emitem títulos da dívida. Estes bancos auxiliam no processo de subscrição dos títulos da dívida das empresas investidoras no mercado de capitais.

Em um sistema financeiro com o mercado de capitais bem desenvolvido, o funding seria fornecido de forma direta através dos mercados primários. É preciso desenvolver um mercado secundário para negociação de securities (ações e títulos) e, assim, dar liquidez. Assim, sistemas financeiros amplos e profundos (isto é, com mercados primários e secundários) podem cumprir as funções esperadas de financiamento e funding. Para isto, há necessidade de

formação de instituições financeiras e regulação destas instituições para não haver grandes especulações. Por sua vez, as instituições financeiras, para ter credibilidade para captar recursos, devem ter governança corporativa e o gerenciamento do risco, por meio principalmente da diversificação dos produtos e instrumentos financeiros. Além disso, deve haver uma regulação clara das instituições financeiras, o que é esperado seja feito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso do Brasil.

As economias nacionais criam, de forma histórica, as instituições financeiras. O circuito F-I-P-F é uma referência ideal. Os sistemas financeiros nacionais desenvolvem instituições que, de um lado, visam preencher algumas funções no sistema financeiro, e de outro lado, visam também obter lucros. Além disso, o sistema financeiro, dado as incertezas da economia, é altamente especulativo, por isto requer governança e regulação.

O crescimento e desenvolvimento dos mercados financeiros em economias nacionais, mais especificamente voltado para o setor imobiliário, permite que haja crescimento na indústria da construção civil, e também nos seus setores correlatos, contribuindo para o desenvolvimento do capitalismo no Brasil, desenvolvendo sua face financeira e com expectativas de cumprir seu papel de financiar o investimento. Os FIIs participam do financiamento do investimento na construção civil, com isto, espera-se que contribuam para este crescimento do setor imobiliário que, por sua vez, precisa atender as demandas de unidades imobiliárias residenciais e comerciais no Brasil. A expectativa, ao apresentar este segmento do setor financeiro, haja crescimento futuro para haver maior investimento no setor imobiliário, crescimento da oferta futura para atender a demanda crescente. No entanto, de forma antecipada, a prática do sistema financeiro não segue fielmente e idealmente o que é esperado pela teoria.

3 O SISTEMA FINANCEIRO IMOBILIÁRIO: DESCRIÇÃO E CARACTERIZAÇÃO

3.1 A DESCRIÇÃO DOS FIIS E DO PRODUTO FINANCEIRO DE FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO

A construção civil, dado as características do setor, exige investimentos de grandes volumes para, por exemplo, construir um prédio ou um galpão, por exemplo. Portanto, é necessário um sistema financeiro específico para financiar as suas despesas iniciais e para fazer o funding, para dar mais tempo para os pagamentos de seus compromissos e para realizar os seus lucros. Existem os FIIs que aplicam seus recursos e adquirem imóveis já construídos, como por exemplo galpões, shoppings-centers e lajes comerciais. E por outro lado, existe o subsetor dos FIIs que investem em CRIs, que são instrumentos de financiamento imobiliário que permitem às empresas tomadoras desse recurso boas oportunidades de pagamento de suas dívidas de curto prazo.

Os FIIs reúnem um conjunto de ativos financeiros e imobiliários e negociam as cotas de seus fundos na bolsa de valores brasileira. Por sua vez, estas cotas são uma alternativa de aplicação dos recursos e riqueza acumulada das famílias poupadoras no setor financeiro. Os FIIs podem possuir como ativo tanto imóveis físicos, como prédios, galpões, shopping-centers, lojas comerciais, quanto também podem possuir títulos de dívida privada (CRIs, CRAs, LCI, LCA, etc) e outros tipos de títulos de dívida e aplicações financeiras para movimentar o seu caixa. A lista completa dos ativos que podem compor a carteira dos FII está no art. 45 da Instrução CVM n. 472/08, transcrito a seguir:

- I – quaisquer direitos reais sobre bens imóveis;
- II – ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores registrados na CVM e cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII;
- III – ações ou cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII;
- IV – cotas de fundos de investimento em participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII ou de fundos de

investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário;

V – certificados de potencial adicional de construção emitidos com base na Instrução CVM nº 401, de 29 de dezembro de 2003;

VI – cotas de outros FII;

VII – certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII e desde que estes certificados e cotas tenham sido objeto de oferta pública registrada na CVM ou cujo registro tenha sido dispensado nos termos da regulamentação em vigor;

VIII – letras hipotecárias;

IX – letras de crédito imobiliário; e

X – letras imobiliárias garantidas.

O FII é constituído sob a forma de condomínio fechado⁵, de maneira que as suas cotas não podem ser resgatadas a pedido dos cotistas, sendo o número total de cotas fixo. As cotas só podem ser resgatadas pela convocação de uma AGE (Assembleia Geral de Cotistas), que pode votar pela liquidação do fundo, ou se o FII possuir prazo de duração determinado, definido em seu Regulamento⁶, no entanto a maioria dos FIIs possuem prazo indeterminado. Caso haja a decisão de liquidação do fundo pela AGE, o mesmo vende todos os seus ativos imobiliários e financeiros, paga as suas dívidas e distribui o valor da venda entre os cotistas na proporção de suas cotas.

Os cotistas do FII não possuem quaisquer direitos reais sobre os imóveis ou títulos de dívida integrantes do patrimônio do FII, nem respondem por quaisquer obrigações legais ou contratuais com relação aos imóveis que pertencem ao fundo. A regulamentação da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) exige que haja um Administrador (Instituição Financeira)

⁵ Ao contrário de fundos abertos que permitem o resgate das cotas mediante a solicitação dos cotistas, os fundos fechados não permitem o resgate prévio das cotas.

⁶ O Regulamento é o documento de constituição do fundo. Nele estão estabelecidas todas as informações e as regras essenciais relacionadas, entre outras estabelecidas no capítulo IV da instrução CVM 409: (i) à administração; (ii) à espécie, se aberto ou fechado; (iii) ao prazo de duração, se determinado ou indeterminado; (iv) à gestão; (v) aos prestadores de serviço; (vi) à política de investimento, de forma a caracterizar a classe do fundo; (vii) à taxa de administração e, se o caso, às taxas de performance, entrada e saída; (ix) às condições de aplicação e resgate de cotas.. As alterações no regulamento dependem de prévia aprovação da assembleia geral de cotistas e devem ser comunicadas à CVM. É importante saber que as alterações feitas no regulamento do Fundo de Investimento implicam modificações nas condições de funcionamento do Fundo. Portanto, o cotista deve analisar as modificações propostas de acordo com seus interesses como investidor (CVM. Portal do Investidor).

para o FII, que é o responsável pela manutenção e funcionamento do fundo, conforme explicado na página do Portal do Investidor da CVM⁷.

Os fundos de investimento imobiliário realizam um IPO (Oferta pública primária de distribuição de cotas) com a definição do preço e do número de cotas máximo a serem emitidas através de seu Prospecto⁸, por meio do seu prévio registro na CVM, e com o cumprimento de certas normas que depende da autorização da CVM, para o FII captar uma quantidade específica de poupança das famílias e formar o seu patrimônio. Após a liquidação da primeira operação, há a formação de um fundo de títulos que são, por sua vez, fracionados em cotas que correspondem a frações ideais de seu patrimônio. Depois o FII escolhe em que tipos de ativos vai aplicar o seu dinheiro, conforme a sua política de investimento definida em seu Regulamento.

Depois da primeira emissão do fundo, as suas cotas são negociadas individualmente entre agentes no mercado secundário da bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, com liquidez diária e podem ser adquiridas por qualquer indivíduo que possua uma conta em uma corretora de valores mobiliários. A partir de então, o preço das cotas oscila conforme as ordens de compra e venda das mesmas no mercado.

Normalmente a liquidez do FII é garantida por um agente formador de mercado, que é contratado pelo FII para manter as ofertas de compra e venda de forma contínua no mercado secundário. No entanto, não há garantia de que sempre haverá algum aplicador financeiro que deseje adquirir determinadas cotas quando outro aplicador deseje vendê-las no mercado secundário. Os novos cotistas, que entraram mediante IPO, com as suas cotas representam o patrimônio líquido do FII, sendo que o PL (Patrimônio Líquido) do fundo só pode ser aumentado significativamente mediante novas emissões do próprio FII, para capturar mais poupança das famílias no mercado por meio de um Follow-on (oferta subsequente de novas cotas).

Para aumentar o tamanho do seu patrimônio o FII realiza uma nova emissão de cotas, por meio de um Follow-on. Só assim a quantidade total de cotas do FII aumenta, por ser constituído sob a forma de condomínio fechado, e os atuais cotistas do FII podem subscrever

⁷https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/fundos_investimentos/administrador_e_gestor.html
(Acesso em: 24 mai. 2022).

⁸ O Prospecto é o documento que apresenta de forma destacada as principais informações relevantes para o investidor contidas no regulamento, tais como as relativas à política de investimento do fundo, às taxas de administração e aos principais direitos e responsabilidades dos cotistas e administradores, assim como quaisquer outras necessárias para uma tomada de decisão mais consciente por parte dos investidores, como os riscos envolvidos (Portal do Investidor CVM).

novas cotas no fundo. O direito de preferência⁹ na subscrição de novas cotas permite com que os atuais cotistas do FII mantenham a sua mesma participação proporcional de cotas com relação ao novo número total de cotas do FII, após o Follow-on.

O valor patrimonial do FII corresponde ao valor do seu patrimônio líquido, sendo que o mercado pode avaliar este valor para baixo ou para cima, conforme o valor de mercado ou cotação do FII, que é diferente do valor patrimonial. Se o valor patrimonial do FII está abaixo do valor de mercado, a cota é negociada com ágio, e caso contrário, se o valor patrimonial estiver acima do valor de mercado, a cota é negociada com deságio, ou desconto.

Os FIIs não contam com FGC (Fundo Garantidor de Crédito) ou qualquer outro tipo de seguro, além de que existe o risco de inadimplência dos inquilinos, a possibilidade de vacância de um imóvel, o risco de crédito relacionado aos títulos de dívida privada, e ainda mais o risco da oscilação do valor de mercado (cotação) das suas cotas. Neste sentido, o FII é um instrumento de renda variável pois depende de seu resultado obtido para distribuir o seu rendimento aos cotistas. O fundo é fracionado em cotas que são oferecidas no mercado financeiro, e seus rendimentos são pagos igualmente sobre cada uma das cotas.

Os principais rendimentos do FII podem ser através do recebimento de aluguéis pelos locatários de seus imóveis, dos juros pagos pelos devedores dos títulos em sua posse, como por exemplo através dos CRIs em carteira do FII, e do ganho de capital na venda dos direitos reais sobre bens imóveis. Boa parte dos FIIs distribuem os seus rendimentos mensalmente, sendo que a lei que criou os FIIs estabelece que 95% dos seus lucros auferidos e apurados segundo o regime de caixa ao fim de cada semestre, devem ser distribuídos aos cotistas. É importante dizer que os FIIs possuem isenção tributária no recebimento de rendimentos pelos cotistas, porém o ganho de capital na venda das cotas no mercado secundário paga 20% de Imposto de Renda.

Os CRIs¹⁰ (Certificados de Recebíveis Imobiliários) foram criados no Brasil pela lei 9.514 de 1997, e são definidos como “título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e que constitui promessa de pagamento em dinheiro”. Os CRIs estão sujeitos à regulamentação e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários

⁹ O direito de preferência é a prioridade dos cotistas em subscrever em uma Oferta Pública. Quando um Fundo Imobiliário vai fazer uma nova emissão de cotas, é comum que os cotistas atuais tenham a possibilidade de adquirir as cotas antes de serem disponibilizadas ao mercado, assim podem manter a sua mesma participação percentual com relação ao patrimônio total do FII. Caso não queira exercer esse seu direito, pode vendê-lo na bolsa de valores, se permitido pelo regulamento do FII (Clube FII).

¹⁰ Existem diversos tipos de CRIs, securitizadoras e modalidades de FIIs que serão explicados no próximo capítulo.

(CVM), e são regulados pela Resolução CVM 60, que também estabelece regras para o registro das companhias securitizadoras.

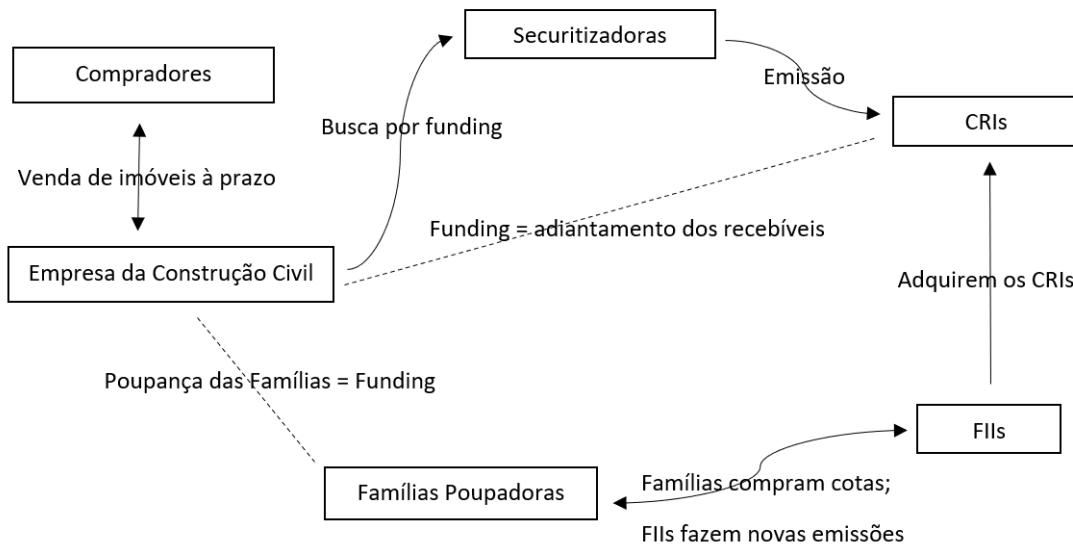
O termo “securitização” advém de “securities” em inglês, que significa “valores mobiliários”. O processo de securitização é caracterizado pela transformação de algo que não é um valor mobiliário, como por exemplo as receitas advindas pela venda dos apartamentos de um imóvel na planta por uma construtora, e transformar isso em um título de valor mobiliário, com liquidez no mercado, ou seja, a securitização permite o funding à construtora pela transformação dos seus recebíveis ou receitas de médio e longo prazo em títulos negociáveis no mercado.

As empresas tomadoras do crédito via CRIs podem ser dos ramos mais diversos, porém com foco no ativo imobiliário, como por exemplo uma empresa incorporadora, que desenvolve um prédio com 50 apartamentos, e os vende a prazo para Pessoas Físicas (PF), que ao se financiarem para pagar o apartamento, passam a ser devedoras da incorporadora por determinados anos. A partir de então, a incorporadora acessa uma empresa securitizadora, com o objetivo de antecipar as parcelas de financiamento pela venda dos apartamentos na planta, e a empresa securitizadora emite um CRI lastreado nestes contratos de financiamento da incorporadora, por meio de um Termo de Securitização¹¹, através da cessão dos recebíveis da construtora à securitizadora, após a construtora ter aceitado as condições do contrato de crédito com garantias e taxas elaborado pela securitizadora.

A Figura 1 é um exemplo simples, meramente ilustrativo, da estruturação de um CRI com lastro em financiamento residencial. Vale ressaltar que existem várias modalidades para o lastro de um CRI, como o lastro em financiamento multipropriedade, *Home Equity*, residencial, debêntures, ou o lastro por meio da locação do imóvel com contratos atípicos, porém este trabalho teve como objetivo descrever o lastro do tipo residencial pulverizado de um CRI.

¹¹ As condições e características da operação do CRI são transcritas no Termo de Securitização.

Figura 1 - Agentes envolvidos no Funding



Fonte: Elaboração Própria com base em Ribeiro (2021).

Portanto, esta dinâmica de maneira simplificada começa pela busca das empresas da construção civil pelas securitizadoras. As construtoras estão interessadas em ceder a sua carteira de crédito de recebíveis, em troca do adiantamento do valor total das vendas realizadas. A carteira de crédito da construtora é composta pelos contratos de venda dos imóveis à prazo aos compradores, que é utilizada como lastro pela securitizadora para realizar a emissão do CRI e depois negociá-lo no mercado. Os FIIs compram os CRIs, sendo que o patrimônio dos FIIs é composto pelo dinheiro das famílias que alocam a sua poupança nas cotas dos FIIs. Sendo assim, a construção civil tem no CRI um instrumento de funding, ao permitir fazer a rolagem de sua dívida para o longo prazo e conseguir cumprir com as suas obrigações de curto prazo, ao obter o adiantamento dos seus recebíveis por meio do CRI.

Depois das securitizadoras terem arrecadado os seus recursos pela venda do CRI, elas repassam todo o dinheiro para a empresa tomadora do crédito, que tem no CRI um instrumento de funding. Durante a vigência do CRI, a securitizadora realiza a fiscalização dos seus recebíveis, e recebe uma taxa de gestão para esta tarefa, sendo que ao longo da vida da operação, os compradores dos imóveis da construtora passam a pagar diretamente para a securitizadora, que repassa os valores para aqueles que adquiriram o CRI. Caso algum comprador não honre com seu compromisso de pagamento (distrato), a securitizadora executa a garantia que é tomar o imóvel do comprador. Imediatamente a securitizadora coloca o imóvel (apartamento) a venda para compensar o financiamento que não foi pago.

Os FIIs que adquirirem os CRIs, através da aplicação dos seus fundos líquidos, recebem periodicamente rendimentos advindos dos contratos de financiamento lastro da operação do CRI, na forma de juros e amortizações da dívida. A rentabilidade esperada sofre correção monetária mensal, e também é dividida em meses de duração, conforme estabelecido no Termo de Securitização do CRI. Cada cota do FII possui rentabilidade similar, com relação ao resultado obtido pelo FII.

Os CRIs adquiridos pelos FIIs formam o seu ativo financeiro, e possuem certa liquidez e cotação no mercado secundário, sendo comum serem mantidos em posse do FII até seu vencimento. Entre as características gerais, pode-se afirmar que os CRIs são uma operação de renda fixa, pois possuem rentabilidade e correção monetária pré-definidas desde o momento de sua emissão até o seu vencimento, no entanto ele pode ser negociado com ágio ou deságio no mercado secundário, dependendo do valor da venda e o valor presente do título, que é fornecido através do fluxo de caixa futuro trazido a valor presente¹².

O valor presente de um CRI que está na carteira do FII compõe o seu valor patrimonial, ou patrimônio líquido, que é formado pelo valor presente da soma de todos os ativos na carteira do FII menos os seus passivos. A empresa que faz a auditoria contábil garante que todas as informações sobre o balanço e o patrimônio do fundo estejam corretas. Os detalhes e especificidades da operação de um CRI e dos diferentes tipos de FIIs serão remetidos para o próximo capítulo.

Com relação ao circuito F-I-P-F, os CRIs facilitam a captação de recursos para as empresas investidoras tomadoras do crédito, através dos FIIs que aplicam seus fundos em frações dos CRIs, e oferecem rentabilidade mensal às famílias aplicadoras do FII. Vale ressaltar que os FIIs também podem tomar dívida e fazer alavancagem via CRIs, quando a expectativa de retorno sobre o ativo que pretende adquirir é maior do que o custo da dívida via CRI, que formaria o seu passivo.

3.2 A CARACTERIZAÇÃO ESPECÍFICA DOS FIIS NO SISTEMA FINANCEIRO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO

¹² Normalmente quando o fundo tem a intenção de vender o CRI no mercado secundário, é realizada a marcação à mercado do título. Caso a intenção do fundo é manter o CRI em carteira até o seu vencimento, é comum realizar a marcação na curva do título, que vai corresponder ao seu valor patrimonial.

No Brasil, a ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) classifica os FIIs em alguns tipos e segmentos de atuação. A diretriz estabelece que os FIIs devem ser classificados em Mandato e Tipo de Gestão, além de observar o segmento de atuação de cada FII. De acordo com a diretriz de classificação ANBIMA de fundos de investimento imobiliário, os mandatos podem ser:

- a) FII de Desenvolvimento para Renda: fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em desenvolvimento/incorporação de empreendimentos imobiliários em fase de projeto ou construção, para fins de geração de renda com locação ou arrendamento;
- b) FII de Desenvolvimento para Venda: fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em desenvolvimento de empreendimentos imobiliários em fase de projeto ou construção, para fins de alienação futura a terceiros;
- c) FII de Renda: fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em empreendimentos imobiliários construídos, para fins de geração de renda com locação ou arrendamento;
- d) FII de Títulos e Valores Mobiliários: fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em Título e Valores Mobiliários tais como ações, cotas de sociedades, Fundos de Investimento em Participação (“FIPs”) e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (“FIDC”) cujas políticas ou propósitos se enquadre entre as atividades permitidas aos FII, cotas de FII, fundos de investimento em ações setoriais, Certificado de Potencial Adicional de Construção (“CEPAC”), Certificado de Recebíveis Imobiliários (“CRI”), Letras Hipotecárias (“LH”), Letra de Crédito Imobiliário (“LCI”) ou qualquer outro valor mobiliário abarcado pela legislação vigente; e
- e) FII Híbrido: fundos cuja estratégia de investimento não observe nenhuma concentração das classificações acima mencionadas, conforme definido em seu regulamento.

Os FIIs também devem ser classificados pelo segmento de atuação, tais como:

- I. Agências: fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir acima de $2/3$ (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em imóveis destinados a agências bancárias;
- II. Educacional: fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir acima de $2/3$ (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em imóveis destinados a atividades educacionais;
- III. Híbrido: fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir, direta ou indiretamente, em imóveis relacionados a mais de um segmento;
- IV. Hospital: fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de $2/3$ (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis destinados a receber instalações hospitalares;
- V. Hotel: fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de $2/3$ (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis destinados a atividades hoteleiras, incluindo unidades integrantes de flats que tenham a mesma atividade;
- VI. Lajes Corporativas: fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de $2/3$ (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis destinados a escritórios;
- VII. Logística: fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de $2/3$ (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis provenientes do segmento logístico. Imóveis destinados a sediar instalações de centros de distribuição, armazenamento e logística;
- VIII. Residencial: fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de $2/3$ (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis residenciais;
- IX. Shoppings: fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de $2/3$ (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis destinados a sediar centros comerciais - Shoppings centers;
- X. Títulos e Valores Mobiliários: fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de $2/3$ (dois terços) do seu patrimônio líquido em ações, cotas de sociedades, FIP e FIDC cujas políticas ou

propósitos se enquadre entre as atividades permitidas aos FII, cotas de FII, fundos de investimento em ações setoriais, CEPAC, CRI, LH, LCI ou qualquer outro valor mobiliário permitido pela legislação vigente; e

XI. Outros: fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis destinados a segmentos não listados acima.

Com relação aos FIIs que pertencem ao segmento de Títulos e Valores Mobiliários, os CRIs que compõem a sua carteira podem ser lastreados em diferentes tipos de recebíveis, formando diferentes tipos de estruturas de operação e agentes envolvidos. Uma opção é o lastro por meio do financiamento ao setor residencial, que pode ser feito através da CCI (Cédula de Crédito Imobiliário) e CCB (Cédula de Crédito Bancário). Os CRIs com lastro no financiamento residencial possibilitam o funding para o desenvolvimento de empreendimentos imobiliários às empresas da construção civil. Estes CRIs podem ser de loteamentos ou de condomínios, que financiam os lotes ou os imóveis em si. Cada tipo de lastro traz consigo diferentes tipos de riscos, que podem ser mitigados com garantias, fiança, fundo de reserva, etc.

A CCI como lastro da emissão do CRI proporciona agilidade aos emissores (securitizadoras) para o registro do Termo de Securitização nos Cartórios de Imóveis. Já a CCB é um título de crédito em favor de uma instituição financeira, e para que a CCB sirva de lastro para a emissão do CRI, é necessário que os recebíveis vinculados ao CCB sejam originados de operações de financiamento a empreendimentos imobiliários (ANBIMA, 2015).

Vale ressaltar que os CRIs podem possuir múltiplos devedores, característico de um CRI pulverizado, ou ser um CRI concentrado, em que haja um único devedor, ou que um devedor represente mais de 20% da dívida do CRI. Em um CRI concentrado, avalia-se o risco do devedor individual, já no CRI pulverizado realiza-se uma avaliação da carteira de recebíveis do título, como por exemplo a existência de imóveis performados¹³ ou não e o grau de inadimplência dos devedores.

Como forma de ilustração da dinâmica dos CRIs, será apresentado o caso específico da construtora Montserrat, que está disponível na página da securitizadora Opea Capital¹⁴. A securitizadora emitiu este CRI em 15/12/2020 com vencimento em 25/01/2036, que teve por

¹³ Imóveis performados referem-se àqueles que já foram entregues. Já os não performados referem-se aos imóveis em que a sua entrega ainda não aconteceu.

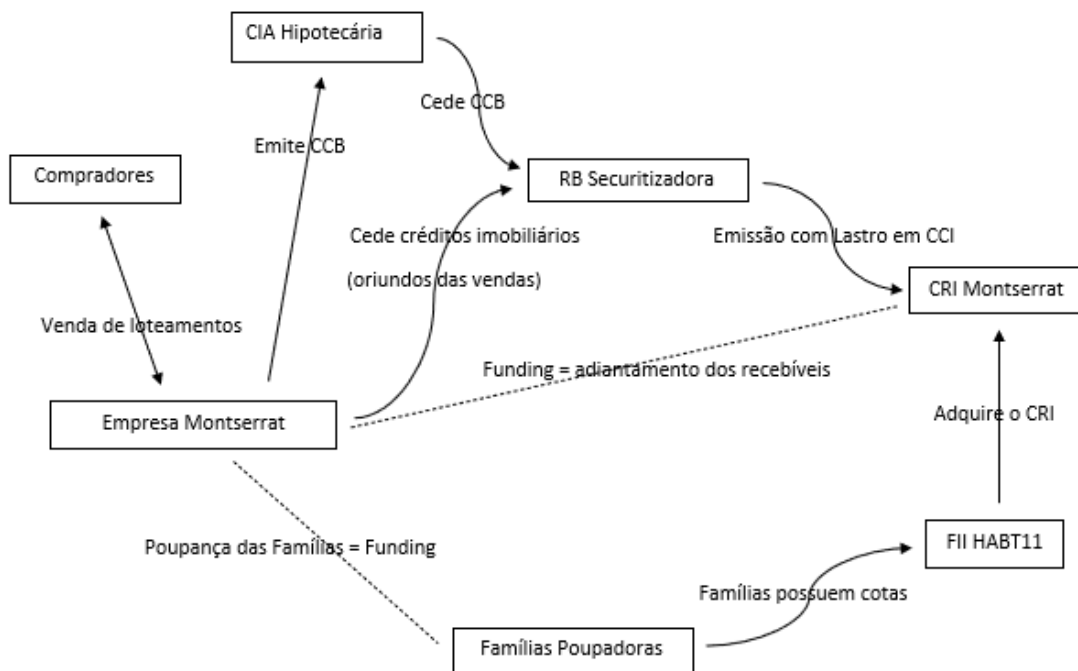
¹⁴ <https://opeacapital.com/emissoes/0:10240/20L0871063> (Acesso em: 02 jun. 2022).

objetivo adiantar os valores da venda dos loteamentos para a incorporadora do empreendimento. O esquema da operação está representado na Figura 2.

Para esta operação, a empresa Montserrat emitiu uma CCB em favor de uma companhia hipotecária no valor de R\$ 3 milhões, sendo que esta CCB e os créditos imobiliários da venda dos loteamentos no valor de R\$ 29.267.215,63 foram cedidos à securitizadora, que emitiu 315 CCIs com valor nominal total de R\$ 32.267.215,63 através da CCB e dos créditos imobiliários das vendas das unidades dos lotes. Após isso, a securitizadora vinculou a totalidade dos créditos imobiliários representados pelas CCIs ao CRI.

Neste processo foram emitidas 5 séries do CRI no valor total de R\$ 32.000.000,00, com a primeira série no valor de R\$ 11.100.000,00, sendo que as demais séries foram liberadas à empresa da construção civil à medida que as séries anteriores foram integralizadas, e exclusivamente de acordo com as regras estipuladas no contrato de cessão e na CCB.

Figura 2 - Esquema da Operação CRI Montserrat



Fonte: Opea Capital. Elaboração Própria.

Conforme a Figura 2, para adiantar o valor de seus recebíveis e obter dinheiro em caixa para terminar as suas obras, a Montserrat cedeu uma CCB à uma CIA Hipotecária, que automaticamente cede esta CCB à securitizadora. Além disso, em conjunto a Montserrat também cedeu os créditos imobiliários advindos da venda das unidades do empreendimento à

securitizadora. A securitizadora utilizou a CCB para a emissão de uma CCI que representa o Crédito Imobiliário CCB, e também utilizou a carteira de créditos imobiliários cedida para a emissão de 314 CCIs denominadas Crédito Imobiliário Unidades. As 315 CCIs serviram de lastro para a emissão das 5 séries do CRI pela securitizadora.

Neste exemplo o agente que fez a distribuição do CRI ao mercado não foi a própria securitizadora, mas uma empresa que faz parte do mesmo grupo empresarial RB (RB Investimentos). O FII Habitat Recebíveis Pulverizados (HABT11¹⁵) possui este CRI em sua carteira, sendo o principal agente responsável pelo funding, pelo adiantamento dos recebíveis à construtora Montserrat. Conforme as últimas informações divulgadas pelo FII HABT11, no momento a obra do loteamento já está finalizada, e as vendas já alcançam os 87%.

O adiantamento dos recebíveis à construtora teve como origem os recursos em caixa do FII HABT11 que comprou o CRI, sendo que o caixa do FII advém do dinheiro das famílias poupadoras, completando o circuito para que o funding fosse realizado. Vale mencionar que a decisão de comprar este CRI foi realizada pela equipe de gestão do FII, e as famílias poupadoras procuram aplicar o seu dinheiro em ativos financeiros que trazem rentabilidade e segurança no longo prazo. Atualmente o FII HABT11 possui em sua carteira mais de 40 CRIs com característica semelhante de crédito pulverizado.

Os recursos do CRI foram liberados à Montserrat em tranches através do Fundo de Obras, que continha os recursos necessários para a conclusão das obras do empreendimento, cumpridas todas as cláusulas do contrato. É importante reforçar que este é um CRI pulverizado, pois possui como lastro os recebíveis ou receitas da venda dos loteamentos à prazo pela construtora à vários compradores. Algumas das garantias da operação do CRI Montserrat são: Cessão Fiduciária dos Recebíveis; Promessa de Cessão Fiduciária das vendas futuras; Alienação Fiduciária de 100% das quotas da SPE; Fundo de Obra e Fundo de Reserva.

Neste exemplo, as vendas dos loteamentos concretizadas relativas aos créditos imobiliários são diretamente repassadas à securitizadora em patrimônio separado (sob o regime fiduciário), ou seja, os compradores dos loteamentos que adquiriram os lotes à prazo pagam diretamente para uma conta em separado da securitizadora mensalmente, que depois repassa os valores para o FII. Com o cumprimento do pagamento mensal devido ao detentor do CRI, o valor que sobra é devolvido para a incorporadora. Caso não haja o cumprimento dos

¹⁵ O ticker, ou código do FII Habitat Recebíveis Pulverizados em negociação na bolsa é “HABT11”, sendo que o final “11” refere-se aos Fundos Imobiliários.

pagamentos mensais devidos ao detentor do CRI, as garantias da operação costumam ser executadas.

Sob o regime fiduciário, o papel do agente fiduciário é importante, ao administrar os ativos e patrimônio do título em separado e defender os interesses dos detentores do CRI no caso de surgimento de algum problema com a securitizadora. Ele acompanha a empresa securitizadora, e comunica sobre os eventos ocorridos no fluxo de recebíveis do título ao FII que possui este CRI em sua carteira.

Sendo assim, este esquema representa um caso concreto e prático, de como a construtora teve êxito em fazer funding por meio do CRI, ao receber o adiantamento dos seus recebíveis de longo prazo pela venda dos loteamentos à prazo aos compradores. Com isto, a construtora teve recursos financeiros em caixa para terminar as obras, e cumprir com as suas obrigações de curto prazo. Portanto, a Figura 2 mostra como o mercado financeiro imobiliário permite dinamizar o funding imobiliário, através da atuação dos seus vários agentes.

4 OS REITS NO SISTEMA FINANCEIRO IMOBILIÁRIO NORTE-AMERICANO E COMPARAÇÃO COM OS FIIS POR MEIO DE DADOS

4.1 BREVE APRESENTAÇÃO DOS REITS E COMPARAÇÃO DO SEU TAMANHO DE MERCADO E SETORES DE ATUAÇÃO COM OS FIIS

O mercado norte-americano possui mais de 140 milhões de investidores em REITs, enquanto que o número de investidores em FIIs chega aos mais de 1,7 milhões, com o valor de mercado dos FIIs brasileiros que ultrapassam a soma dos R\$ 140 bilhões, enquanto que o valor de mercado dos REITs norte-americanos chegou aos US\$ 1,5 trilhão, conforme relatório mensal de FIIs divulgado pela B3 e dados consultados na Nareit.

A aprovação no congresso americano do Real Estate Investment Trust Act em 1961 permitiu com que os REITs (Real Estate Investment Trusts) fossem criados e entrassem em funcionamento (MORAES, 2016). Após este momento simbólico, o mercado imobiliário se tornou mais dinâmico, ao permitir que aplicadores pudessem alocar suas poupanças em imóveis de diferentes cidades. Com isto, juntou o tradicional mercado imobiliário com a agilidade do mercado de capitais. O que possibilitou uma nova e mais ampla forma de financiamento de ativos imobiliários, inclusive residências.

No Brasil, os FIIs foram instituídos em 1993, e são regulamentados pela CVM. É importante ressaltar que, desde o momento da criação dos REITs e dos FIIs, houve um crescimento diferenciado destes dois instrumentos específicos do mercado imobiliário, em seus respectivos territórios nacionais onde atuam. Pode-se dizer que, de certa forma, o modelo de FIIs brasileiros se espelhou no modelo dos EUA.

Os fundos Imobiliários nos EUA são divididos em: (i) Equity REITs, que investem em imóveis físicos, (ii) Mortgage REITs, são os fundos que investem em títulos securitizados de hipotecas, e (iii) Hybrid REITs, que investem em ambos imóveis físicos e títulos securitizados. A preferência dos investidores recai sobre os Equity REITs, que respondem por 92% da capitalização de mercado (Li & Chow, 2015 apud MORAES, 2016).

Os Equity REITs são divididos em: Industrial REIT; Office REIT; Retail REIT, este que se subdivide em: Shopping Centers, Regional Malls e Free Standing; Residential REITs, este que se subdivide em: Apartments, Manufactured Homes e Single Family Homes; Diversified REIT; Lodging/Resorts REIT; Health Care REIT; Self Storage REIT; Timber REIT; Infrastructure REIT; Data Centers REIT e Specialty REIT. Já os Mortgage REITs são

divididos em: Home Financing REIT e Commercial Financing REIT. Os Hybrid REITs investem tanto em Mortgage quanto em Equity REITs (Nareit).

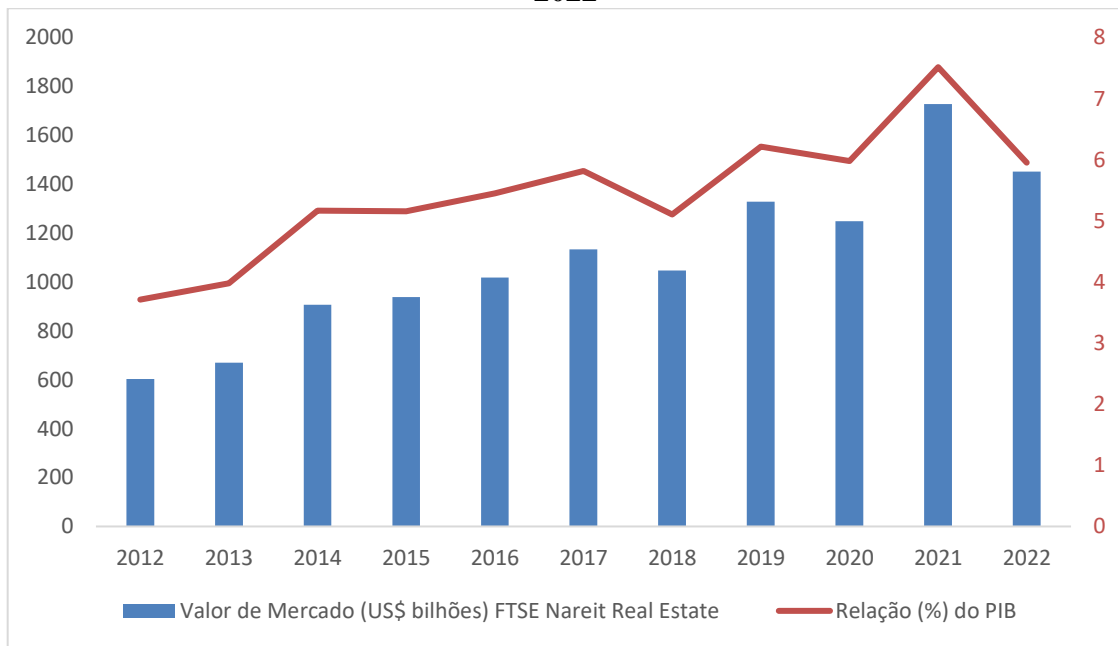
Nos EUA os títulos de financiamento imobiliário são separados por tipo de devedor, com os Mortgage Backed Securities (MBS) separados em Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) destinados para propriedades residenciais, e Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) destinados para propriedades comerciais (Nareit). No Brasil, os CRIs são definidos de forma similar pela sua natureza, se destinado ao crédito corporativo ou residencial, sendo individualmente estruturados de forma única. De certa forma, o modelo brasileiro de CRIs segue o modelo norte-americano dos títulos de crédito imobiliário. O processo de transformar recebíveis em títulos mobiliários começou nos anos 1970 nos EUA, através do processo de “securitization” (JOBST, 2008 apud RIBEIRO, 2021).

Nos EUA existem cerca de 180 REITs que compõem os índices FTSE Nareit All Equity REITs¹⁶ e FTSE Nareit Mortgage REITs, já no Brasil o número dos FIIs listados e negociados em bolsa já ultrapassa os 400, conforme boletim mensal da B3 e dados da Nareit. Mesmo que no Brasil haja mais FIIs em número, nos EUA os REITs são consolidados em uma quantidade menor, com o tamanho de patrimônio e mercado muitas vezes maior do que todo o mercado de FIIs brasileiro.

No Gráfico 1 a seguir é apresentado a dimensão do mercado imobiliário norte-americano em um período de tempo de 10 anos, entre os anos de 2012 e 2022, através do valor de mercado dos REITs que compõem os índices FTSE Nareit All Equity REITs e FTSE Nareit Mortgage REITs.

¹⁶ O índice FTSE Nareit All Equity REITs inclui os Infrastructure e Timber REITs. Os Infrastructure e Timber REITs não participam do índice FTSE Nareit Equity REITs (Nareit).

Gráfico 1 - Valor de Mercado (US\$ bilhões) FTSE Nareit All Equity REITs e FTSE Nareit Mortgage REITs e Comparação (%) com o PIB norte-americano entre 2012 e 2022

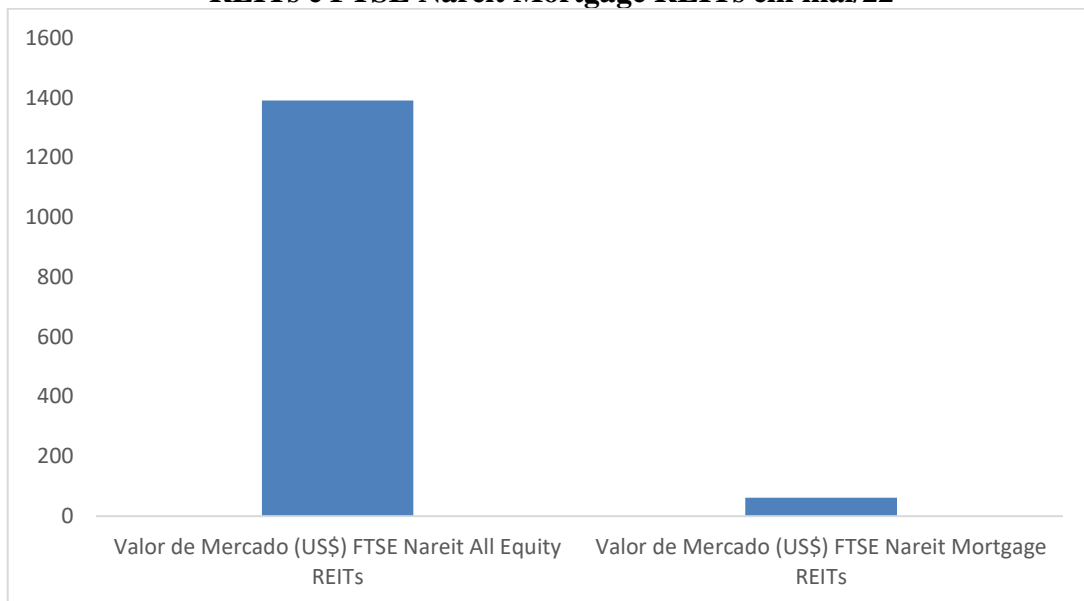


Fonte: FTSETM, Nareit® e Bureau of Economic Analysis. Elaboração Própria.

O Gráfico 1 mostra o volume de recursos monetários no mercado de REITs norte-americano, composto pelos valores de mercado dos REITs que fazem parte dos índices FTSE Nareit All Equity REITs e FTSE Nareit Mortgage REITs. O volume total ultrapassa a marca do trilhão de dólares em 2016, sendo que no final do ano de 2021 havia superado os US\$ 1,7 trilhão, e atualmente está mais próximo dos US\$ 1,5 trilhão, este valor que quando comparado representa cerca de 5,9% do valor do PIB norte-americano em valores correntes no período.

No Gráfico 2 a seguir são apresentados os valores de mercado dos REITs que compõem os índices FTSE Nareit All Equity REITs e FTSE Nareit Mortgage REITs separadamente para o período de maio de 2022. Os REITs que possuem mais de 50% dos seus ativos totais em ativos imobiliários qualificados, como por exemplo em imóveis e não hipotecas garantidas por imóveis, compõem o índice FTSE Nareit All Equity REITs. Os REITs que possuem mais de 50% de seus ativos totais em empréstimos hipotecários ou em MBS garantidos por interesses em imóveis, compõem o índice FTSE Nareit Mortgage REITs. Ambos os índices são ponderados pela capitalização de mercado e ajustados por flutuação livre (Nareit).

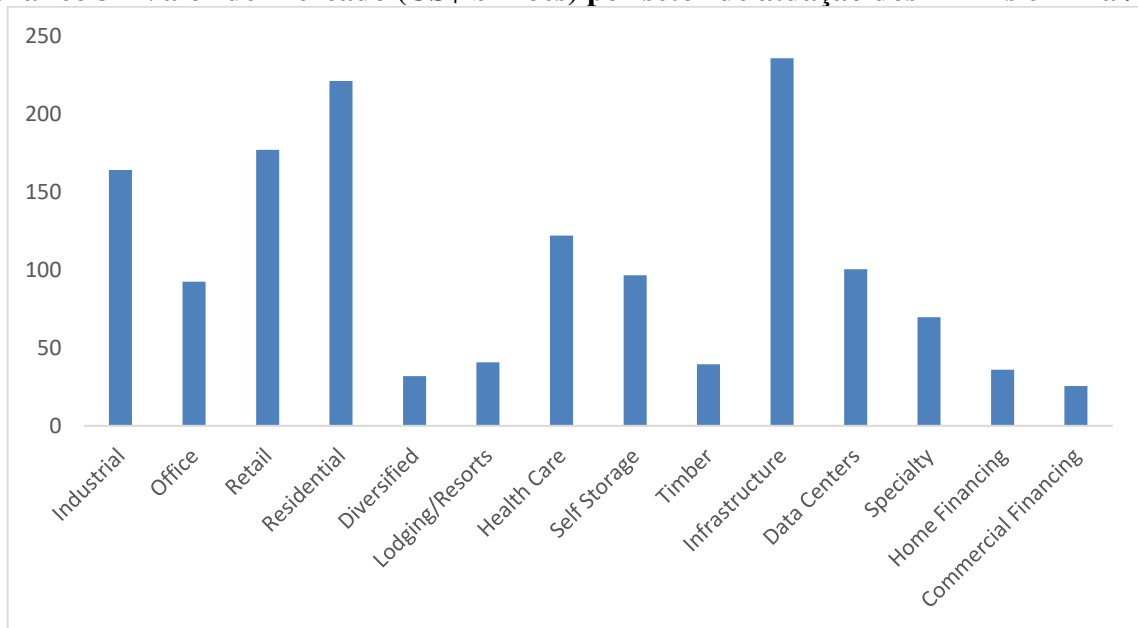
Gráfico 2 - Comparação Valor de Mercado (US\$ bilhões) FTSE Nareit All Equity REITs e FTSE Nareit Mortgage REITs em mai/22



Fonte: FTSETM, Nareit®. Elaboração Própria.

Conforme o Gráfico 2, os Mortgage REITs representam um volume monetário de mais de US\$ 60 bilhões, no entanto seu valor é pequeno se for comparado com o valor de mercado dos All Equity REITs, com mais de US\$ 1,39 trilhão em maio de 2022. Pode-se dizer que a crise financeira de 2008 deve ter afetado o volume de recursos monetários aplicados nos REITs, principalmente nos Mortgage REITs, pois foi uma crise do setor de crédito imobiliário. No entanto, vale ressaltar que investigar esta causa não é o objetivo deste trabalho, mas apenas inferir que a alocação de recursos neste tipo de investimento imobiliário pode ter sido afetada.

No Gráfico 3 é apresentado os diferentes segmentos de atuação para os REITs norte-americanos que compõem os índices FTSE Nareit All Equity REITs e FTSE Nareit Mortgage REITs, com os seus valores de mercado em maio de 2022. No segmento de Retail estão os shopping centers, enquanto que no segmento de Timber estão os REITs que investem em madeira. Os Mortgage REITs são representados pelos segmentos de Home Financing e Commercial Financing.

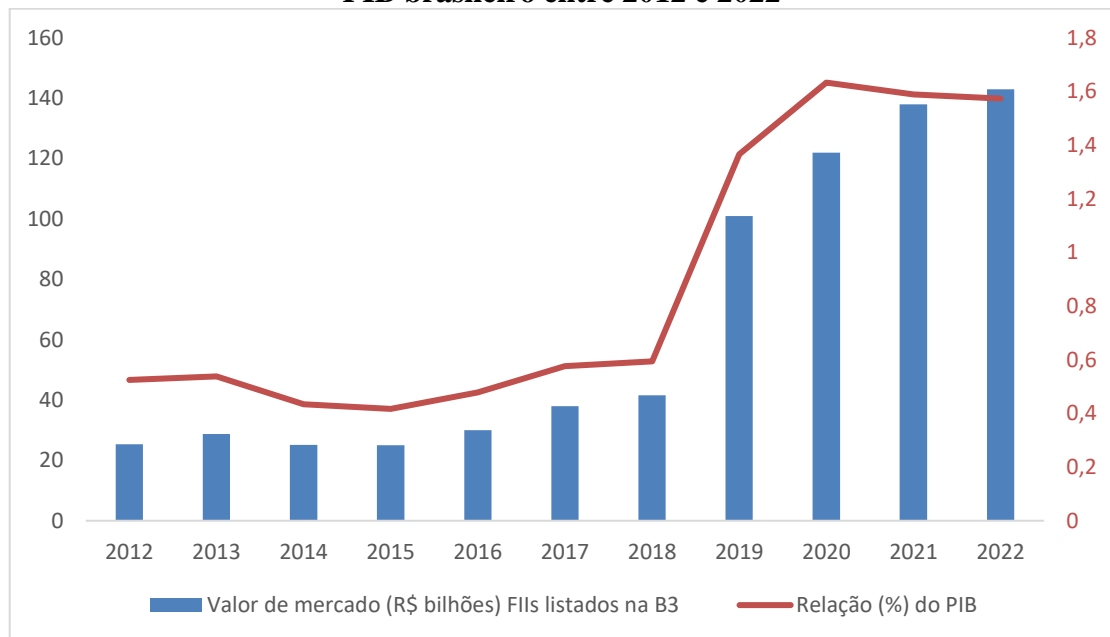
Gráfico 3 - Valor de Mercado (US\$ bilhões) por setor de atuação dos REITs em mai/22

Fonte: FTSETM, Nareit®. Elaboração Própria.

No caso dos EUA, no Gráfico 3 é possível observar uma maior quantidade de recursos monetários destinados aos REITs de infraestrutura e residencial, que passam dos US\$ 200 bilhões em valor de mercado para cada, apesar de que os REITs destinados ao financiamento ou mortgage de residências e comércio estão entre os últimos lugares, com cerca de US\$ 50 bilhões em valor de mercado juntos.

Neste momento será feita uma breve apresentação do volume e segmentos de atuação do mercado de FIIs brasileiro. No Gráfico 4 é apresentado o valor de mercado dos FIIs listados na bolsa de valores brasileira, no período de 2012 à 2022, para mostrar que o seu volume é bem inferior em quantidade de recursos monetários quando comparado com o mercado de REITs norte-americano.

Gráfico 4 - Valor de Mercado (R\$ bilhões) FIIs listados na B3 e Comparação (%) com o PIB brasileiro entre 2012 e 2022

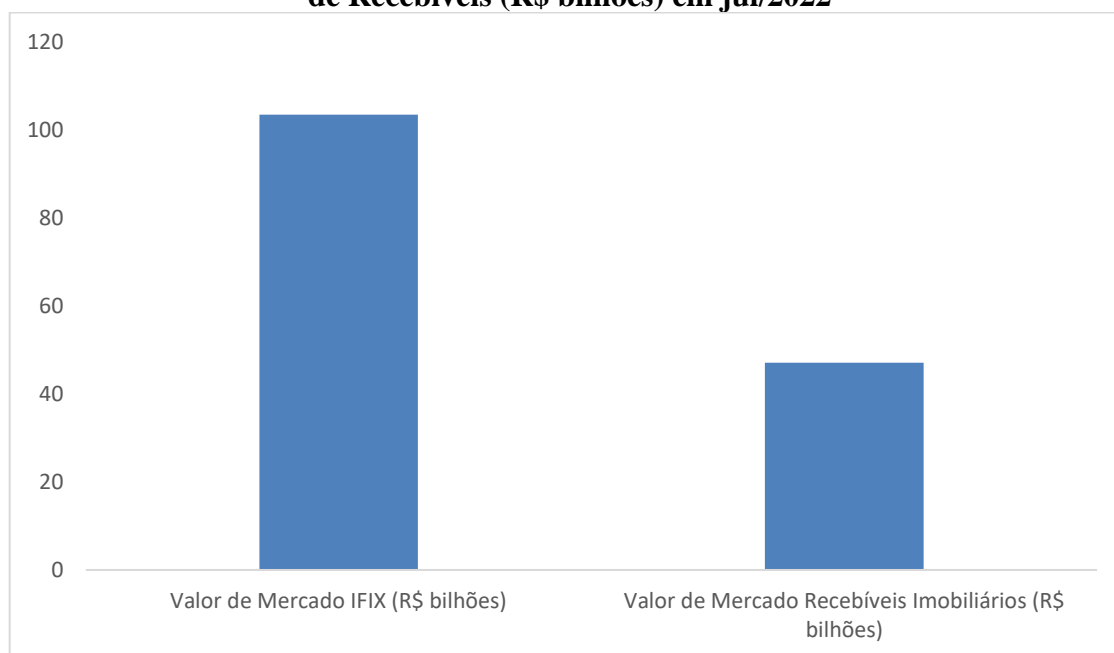


Fonte: Boletim Mensal B3 (FIIs) e IBGE. Elaboração Própria.

O Gráfico 4 mostra que atualmente o volume de recursos monetários no mercado dos FIIs brasileiros que estão listados na B3 ultrapassa o valor de R\$ 140 bilhões em valor de mercado, valor que quando comparado representa cerca de 1,5% do valor do PIB brasileiro em valores correntes em 2022. No final do ano de 2021 o mercado dos FIIs estava com um volume total de R\$ 138 bilhões em valor de mercado, sendo que ultrapassou a marca dos R\$ 100 bilhões em valor de mercado no ano de 2019.

O Gráfico 5 apresenta o valor de mercado do IFIX (Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários) e também o valor de mercado do segmento dos Recebíveis Imobiliários que compõem este índice para o período de julho de 2022. O segmento dos Recebíveis Imobiliários é composto pelos FIIs que investem em CRIs, ou contratos de crédito e financiamento.

Gráfico 5 - Comparação do Volume de Mercado do IFIX e Volume de Mercado dos FIIs de Recebíveis (R\$ bilhões) em jul/2022



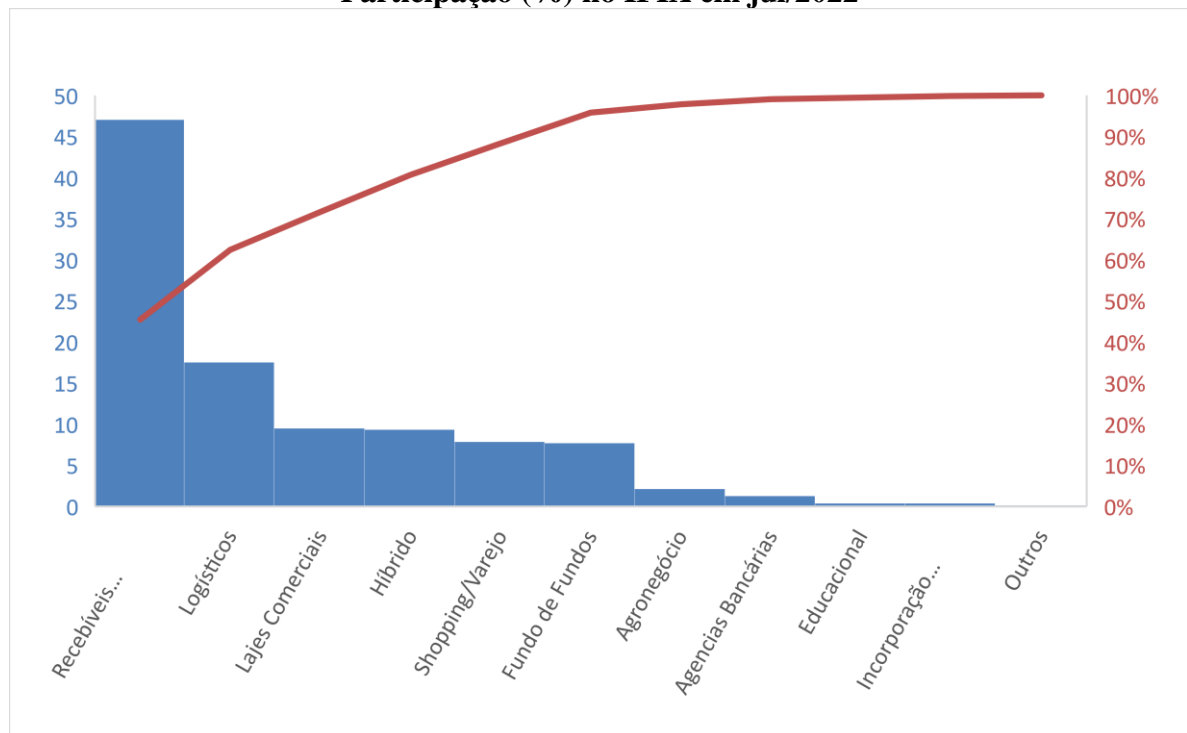
Fonte: Clube FII. Elaboração Própria.

O Gráfico 5 mostra que o valor de mercado dos FIIs que compõem o índice IFIX possuem valor de mercado maior que R\$ 100 bilhões, sendo que apenas a participação dos FIIs que aplicam em CRIs representam mais de R\$ 45 bilhões para julho de 2022. O IFIX¹⁷ é o índice dos FIIs que possuem maior negociabilidade e liquidez na bolsa de valores brasileira, ou seja, é composto pelos maiores FIIs do mercado brasileiro, e tem o objetivo de ser o indicador do desempenho médio das cotações dos FIIs negociados nos mercados de bolsa e balcão organizado da B3.

No Gráfico 6 é apresentado os valores de mercado por segmento de atuação dos FIIs que compõem o índice IFIX, com as suas respectivas porcentagens de participação no índice. O segmento de Fundo de Fundos refere-se àquele que investe primariamente em cotas de outros FIIs, e os FIIs Híbridos investem tanto em CRIs quanto em imóveis físicos, ou seja, investem em mais de um segmento.

¹⁷ O IFIX é o resultado de uma carteira teórica de ativos, elaborada de acordo com os critérios estabelecidos em uma metodologia própria. O IFIX utiliza procedimentos e regras constantes do Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da B3.

Gráfico 6 - Valor de Mercado (R\$ bilhões) por Segmento de atuação do FII e Participação (%) no IFIX em jul/2022



Fonte: Clube FII. Elaboração Própria.

Portanto, no Gráfico 6 é possível observar novamente que o segmento dos FIIs que aplicam em títulos e valores mobiliários, mais especificamente em recebíveis imobiliários ou CRIs, é o maior do mercado com o seu valor de mercado superior a R\$ 45 bilhões, e ainda com mais de 40% de participação no IFIX em julho de 2022. Se somados os valores de mercado dos FIIs de logística, com mais de R\$ 17 bilhões, e lajes corporativas, com cerca de R\$ 9,5 bilhões, respectivamente o segundo e terceiro maior setor do IFIX, ainda não chegam no valor de mercado dos FIIs de CRI.

Neste momento é possível fazer uma comparação dos REITs com o mercado de FIIs brasileiro. Os Infrastructure REITs, os maiores REITs do mercado norte-americano com mais de US\$ 200 bilhões em valor de mercado em maio de 2022, possuem em sua carteira de ativos cabos de fibra, torres para conexão wireless, torres de telecomunicação e dutos de energia. No Brasil já existem expectativas para o significativo crescimento dos fundos que apliquem seus recursos em antenas e torres de telecomunicação, mas ainda está em estágio inicial.

Os REITs destinados ao setor residencial, o segundo maior segmento dos Equity REITs para maio de 2022, possuem em seu portfólio diversos imóveis residenciais que alugam para locatários. Os imóveis incluem apartamentos residenciais, casas estudantis e casas

familiares. Estes REITs são diferentes dos Mortgage REITs, que são destinados ao financiamento ou mortgage residencial e comercial, e possuem em sua lista de ativos títulos securitizados. No Brasil, o segmento de investimento em imóveis residenciais, que é diferente também do segmento de títulos e valores mobiliários que investe em CRIs, possui apenas um FII que faz parte do IFIX para julho de 2022.

O segmento dos Retail REITs são o terceiro maior setor dos REITs, com cerca de US\$ 170 bilhões em valor de mercado de acordo com os dados apresentados para maio de 2022. Este setor é composto principalmente pelos shopping centers, setor que foi duramente afetado durante a crise de 2020 que impediu as pessoas de frequentarem o seu espaço. No Brasil este setor é o quinto maior do IFIX em julho de 2022, e após a crise de 2020 tem apresentado boas perspectivas de crescimento novamente.

Os REITs que aplicam em centros logísticos e de distribuição são classificados como Industrial REITs e possuem mais de US\$ 150 bilhões, o quarto maior segmento conforme os índices FTSE Nareit All Equity e Mortgage REITs para maio de 2022. No Brasil, este segmento se denomina como FIIs logísticos, e possuem cerca de R\$ 17 bilhões em valor de mercado para julho de 2022, o segundo maior do IFIX. Este setor de atuação é importante para o desenvolvimento e ligação da indústria com o comércio.

Os Office REITs, que aplicam seus recursos em lajes corporativas possuem mais de US\$ 70 bilhões de valor de mercado para maio de 2022. No Brasil, os FIIs de lajes corporativas possuem cerca de R\$ 9,5 bilhões de valor de mercado, o terceiro maior setor do IFIX em julho de 2022. Este setor de atuação ocupa papel importante através do aluguel de salas e prédios comerciais para grandes empresas, como por exemplo grandes empresas do setor financeiro que ocupam os imóveis corporativos e comerciais da Avenida Faria Lima na cidade de São Paulo.

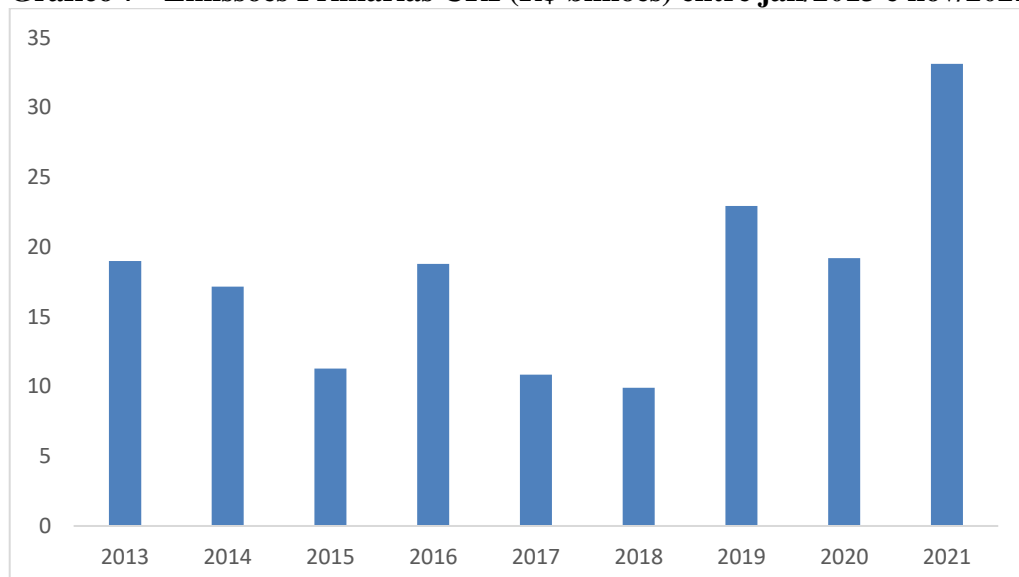
Os Data Centers REITs são proprietários de instalações utilizadas para a armazenagem de dados, por sua segurança física e fontes de alimentação de energia ininterruptas, o que requer um grande investimento em instalações. Já os Timberland REITs possuem imóveis florestais e são especializados na colheita e venda de madeiras, e os Specialty REITs possuem propriedades que não se enquadram nas outras classificações dos REITs, como teatros, cassinos e terras agrícolas. No Brasil estes setores ainda estão em estágio incipiente, no entanto o setor de FIIs especializados no setor do agronegócio, como no investimento em terras agrícolas, já está em pleno desenvolvimento.

Os Gráficos 1 e 4 possuem o objetivo de mostrar a diferença do volume e dimensão do mercado dos REITs e dos FIIs em um período de tempo de 10 anos (entre 2012 e 2022), conforme os FIIs listados na B3 e os REITs que compõem os índices FTSE Nareit All Equity REITs e FTSE Nareit Mortgage REITs. A diferença do valor de mercado brasileiro e norte-americano, de centenas de bilhões de dólares, mostra que o mercado de FIIs ainda possui espaço para crescimento se comparado com o volume dos REITs.

Os Gráficos 2 e 5 mostram que, atualmente no Brasil a proporção dos FIIs que aplicam em financiamento imobiliário e funding é maior do que a proporção, embora não em volume absoluto, dos Mortgage REITs nos EUA quando comparados com os respectivos valores de mercado total dos FIIs do IFIX e dos REITs do FTSE All Equity representados nos gráficos. No Brasil, mais de 40% dos FIIs que participam do IFIX possuem o principal objetivo de obter lucro por meio de suas aplicações em contratos de crédito, já nos EUA a proporção dos Mortgage REITs que aplicam neste tipo de operação não chega a 5%, se comparado com o índice FTSE Nareit All Equity, apesar de que o volume de recursos monetários dos REITs é muito maior do que o volume dos FIIs.

O Gráfico 7 apresenta a quantidade de emissões primárias de CRI no Brasil para o período de janeiro de 2013 à novembro de 2021. O ano de 2021 teve o maior número de emissões de CRI neste período, que pode ter sido incentivado pela taxa Selic em mínimas históricas. Os dados mostram o tamanho deste mercado e a sua contribuição para o funding imobiliário no país.

Gráfico 7 - Emissões Primárias CRI (R\$ bilhões) entre jan/2013 e nov/2021



Fonte: Quatá Imob. Elaboração Própria.

Segundo dados da Quatá Imob, que é uma consultora imobiliária especializada em CRIs, no Gráfico 7 é possível observar a trajetória de crescimento do mercado de CRIs no Brasil. Em 2013 o número de emissões primárias pairava na marca dos R\$ 18 bilhões, sendo que até 2015 houve uma desaceleração significativa, para cerca de R\$ 11 bilhões em emissões. O mercado aumentou o número de emissões em 2016, porém em 2017 e 2018 o número diminuiu novamente para a marca dos R\$ 9,9 bilhões. No ano de 2019 o número de emissões primárias voltou a subir, diminuiu pelo impacto da crise em 2020, e subiu mais fortemente em 2021, com mais de R\$ 30 bilhões em emissões primárias de CRI no ano.

No ano de 2021 houve em média mais de R\$ 2 bilhões em emissões de CRI ao mês, o maior número dos últimos anos. Conforme dados da ANBIMA apresentados pelo relatório da S&P Global Ratings, no ano de 2021 foram emitidas um volume total de R\$ 34 bilhões em operações envolvendo CRIs, sendo um crescimento significativo quando comparado com os anos anteriores.

4.2 PERSPECTIVAS DE CRESCIMENTO DO MERCADO DE FIIS E RECEBÍVEL IMOBILIÁRIO BRASILEIRO

Segundo dados da Abrainc (Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias) e da Fipe (Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas), em 2021 os lançamentos de novos empreendimentos pelas empresas de construção civil ultrapassaram a média dos últimos anos. Por parte disso, pela necessidade de refinanciamento e gestão de endividamento das construtoras, é esperado que o mercado de CRIs cresça ainda mais nos próximos anos.

Pelo lado das empresas da construção civil, a alta da taxa selic em 2022 pode dificultar o financiamento das empresas que começarem os seus empreendimentos imobiliários neste ano, cenário que deve melhorar para elas quando a inflação for controlada pelo Bacen (Banco Central do Brasil) e a taxa Selic voltar a diminuir novamente. Pelo lado dos compradores dos imóveis da construtora, a variação do INCC (Índice Nacional de Custo de Construção) pode afetar as parcelas de financiamento do imóvel pagas por elas, e se o índice não for devidamente controlado pode aumentar os riscos de inadimplência e distrato. Pelo lado dos FIIs que investem em CRIs, o cenário atual pode ser favorável para os seus cotistas, pois os CRIs costumam ser

mensalmente corrigidos pela inflação, e a taxa selic mais alta faz com que os novos CRIs originados paguem uma taxa de juros mais alta também, apesar de que esta situação aumenta o risco das empresas tomadoras do crédito via CRI não pagarem a sua dívida.

A expectativa de controle da inflação e queda da taxa selic no futuro pelo Bacen pode melhorar o cenário para as empresas investidoras e compradores de imóveis, e de certa forma a procura por FIIs que investem em contratos de crédito e CRIs como alternativa de investimento às famílias poupadoras tenderá a diminuir com a realização deste cenário no futuro, já que os CRIs por serem títulos de renda fixa são emitidos e moldados de acordo com a taxa de juros de mercado vigente e costumam ser corrigidos mensalmente pela inflação. Ou seja, com a taxa básica de juros menor, os FIIs de CRI passariam a pagar menores rendimentos aos cotistas.

Como dito anteriormente, mais de 40% dos FIIs que participam do IFIX são FIIs de recebíveis imobiliários, ou FIIs de CRI. Já nos EUA a proporção dos REITs que aplicam em contratos de crédito não chega a 5%, se comparados os valores de mercado dos REITs que compõem os índices FTSE Nareit Mortgage REITs e FTSE Nareit All Equity. Se pensar na comparação da proporção dos investimentos neste tipo de operação no Brasil e nos EUA, o Brasil já ultrapassou os EUA, apesar de que em volume de recursos monetários o mercado dos EUA é muito maior. Como dito também anteriormente, a crise financeira de 2008 deve ter afetado em alguma parte considerável o investimento no setor dos Mortgage REITs nos EUA.

De modo geral, quando comparados os mercados do sistema financeiro imobiliário do Brasil e dos EUA, primordialmente dirigidos pelo mercado de capitais, foi possível perceber a diferença de tamanho e magnitude dos dois mercados, com o modelo norte-americano que ultrapassa a marca do trilhão de dólares, enquanto que o modelo brasileiro ainda permanece na faixa das dezenas de bilhões de reais. Pode-se dizer que de certa forma o modelo brasileiro copia o modelo norte-americano, no que diz respeito aos títulos securitizados e na forma de constituir o fundo imobiliário, que teve início primeiramente nos EUA por meio dos MBS e dos REITs respectivamente, que se tornaram os CRIs e os FIIs no Brasil, instrumentos financeiros que mais se aproximam da forma de funcionamento daqueles.

5 CONCLUSÃO

Como apresentado na Introdução, a proposição principal do trabalho foi descrever a institucionalidade do sistema financeiro imobiliário no Brasil e sua comparação com o mesmo sistema nos EUA. Foram apresentados os principais instrumentos de financiamento, como os CRIs, e os papéis dos fundos de investimentos imobiliários, FIIs e REITs.

Os investimentos nos vários segmentos do setor imobiliário, como por exemplo nos empreendimentos logísticos, comerciais, residenciais, shoppings e loteamentos, requerem um grande volume de recursos para financiar as suas unidades. Portanto, procurou-se investigar o processo de financiamento das diversas unidades imobiliárias. A opção como referencial teórico foi a teoria pós-keynesiana do circuito financiamento-investimento-poupança-funding. Este referencial foi utilizado para caracterizar a institucionalidade dos agentes financeiros do setor imobiliário no Brasil.

De acordo com a teoria pós-keynesiana do funding, ou financiamento de longo prazo, existe a necessidade do setor imobiliário em adiantar os seus recursos monetários em caixa das suas vendas que são de longo prazo, e cumprir com as suas despesas que são de curto prazo, por isto foi utilizado o sistema F-I-P-F neste trabalho. Portanto, a formação de uma institucionalidade no mercado financeiro imobiliário, por meio dos seus agentes envolvidos como securitizadoras, FIIs, CRIs, famílias poupadoras, permite aos empresários investidores obter recursos monetários necessários (financiamento) e no tempo necessário (funding) para financiar e assim prosseguirem com os seus empreendimentos imobiliários. Por exemplo, as construtoras vendem as suas unidades residenciais à prazo à vários compradores, mas precisam de dinheiro em prazo menor para completar o empreendimento. Precisam, portanto, de um esquema financeiro que lhes adiantem o dinheiro do valor das vendas à prazo. A institucionalidade, formada por várias agentes com características e funções específicas, do sistema financeiro imobiliário que o trabalho descreveu a partir do referencial teórico de financiamento e funding.

Do lado da aplicação da poupança e sua relação com o sistema financeiro imobiliário, pode ter como referencial que as famílias poupadoras buscam segurança e liquidez em ativos financeiros com rentabilidade no longo prazo, a alocação de sua poupança presente e acumulada. De outro lado, os FIIs visam captar estas poupanças oferecendo cotas de seus fundos no mercado financeiro. Após o FII captar a poupança presente e passada das famílias no mercado de capitais, por convencerem as famílias poupadoras de que farão um bom negócio

com o seu dinheiro, o FII aplica estes recursos monetários em caixa em diferentes empreendimentos imobiliários, de acordo com o seu segmento de atuação e política de investimento. Os FIIs que aplicam a maior parte dos seus fundos líquidos em CRIs participam do segmento de títulos e valores mobiliários conforme a definição da CVM, ou seja, aplicam a maior parte dos seus recursos em contratos de crédito com rentabilidade no longo prazo. Assim, quando os FIIs compram os CRIs estão transferindo recursos monetários para a construtora, de um lado, e assumindo um título de mais longo prazo que faz parte de seu fundo, o que caracteriza o funding do setor imobiliário. Portanto, de acordo com o referencial teórico, as poupanças das famílias fazem o funding dos investimentos imobiliários. Na prática, há a necessidade de uma institucionalidade do SFI (Sistema Financeiro Imobiliário) que permita que haja a possibilidade de casamento entre os empresários que desejam investir, com as famílias que desejam poupar. Esta institucionalidade, as características das instituições que as compõem, que o trabalho descreveu visando entender a funcionalidade do sistema financeiro imobiliário tendo como referencial teórico o circuito financiamento-funding.

É importante ressaltar que a institucionalidade dos FIIs é muito ampla e regulamentada no Brasil, com controle e legislação pela CVM, que possui a responsabilidade de fiscalizar as operações do mercado de capitais, como os seus mecanismos de financiamento de longo prazo. De outro lado, pode-se dizer que o mercado norte-americano dos REITs também é bastante regulamentado, porém possui muitas diferenças com relação à regulamentação dos FIIs no Brasil.

Apesar de ter feito uma comparação entre o sistema financeiro imobiliário do Brasil e dos EUA, a comparação se limitou ao volume de recursos monetários envolvidos no esquema financeiro. Não houve intenção, o que é uma limitação do trabalho, em descrever semelhanças e diferenças entre os dois esquemas de financiamento. Apesar de reconhecer que o modelo brasileiro segue o modelo americano de financiamento imobiliário através dos fundos imobiliários.

Como resumo e possível contribuição do trabalho, foi realizado uma apresentação do esquema institucional do SFI para o financiamento imobiliário, ao considerar que os FIIs que compram CRIs possibilitam o funding para os investimentos imobiliários, que exigem grande quantidade de recursos monetários para o financiamento de longo prazo às empresas investidoras. Para cumprirem com as suas obrigações de curto prazo, o SFI e o seu esquema institucional permitem às empresas investidoras o adiantamento do seu dinheiro em caixa por meio do próprio funding, que possui como fonte primária de recursos o dinheiro das famílias

poupadoras. O objetivo principal é apresentar, a partir de descrição e caracterização, o mercado dos FIIs ao leitor leigo, e demonstrar a sua classe específica de ativo financeiro, com as suas características próprias. Vale ressaltar que os FIIs são classificados como ativos de renda variável, no entanto os CRIs que estão na carteira de determinados FIIs são ativos de renda fixa, baseados no crédito privado.

Neste trabalho foi apresentado especificamente o setor de financiamento de construção de loteamentos residenciais, com característica de crédito pulverizado. Este tipo de operação de CRI é mais complexa do que os CRIs com crédito corporativo, pois enquanto no CRI do tipo residencial pulverizado existe uma carteira de múltiplos devedores, no CRI do tipo corporativo concentrado normalmente existe apenas uma empresa devedora. Por este motivo, os CRIs com crédito residencial exigem maior trabalho na fiscalização do pagamento dos devedores, e normalmente há a contratação de um agente específico para desempenhar este serviço que é o Servicer. Este trabalho não teve por objetivo descrever minuciosamente todos os agentes envolvidos no esquema de securitização e funcionamento do CRI, mas dar uma ideia geral sobre o seu processo ao leitor leigo.

O financiamento de investimentos imobiliários através de FIIs tem amplo espaço para crescimento, e também espaço para mais comparações. Uma sugestão para trabalhos futuros é o funding do agronegócio por meio dos FIAGROs (Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais), que financiam imóveis e empreendimentos rurais. O setor do agronegócio está em alto crescimento e demanda no Brasil, principalmente no que se refere à necessidade de financiamento e funding às empresas que participam direta ou indiretamente deste setor. Os FIAGROs possuem significativa expectativa de evolução nos próximos anos, principalmente através do seu investimento nos CRAs (Certificados de Recebível do Agronegócio), instrumento que possui características básicas semelhantes aos CRIs, porém destinados ao setor do agronegócio. Espera-se que os FIAGROs venham a contribuir para o maior desenvolvimento da cadeia agro-industrial no Brasil, especialmente devido à alta capacidade brasileira para a produção de commodities.

Além disso, sugere-se para pesquisas e trabalhos futuros uma mais ampla comparação do sistema de financiamento imobiliário no Brasil e nos EUA. Problemas de regulamentação dos REITS foram identificados como uma das causas, principalmente títulos de crédito securitizados como os MBS, da crise financeira e econômica de 2008. A ideia deste trabalho foi uma caracterização mais específica dos FIIs e os seus setores de atuação, sendo que uma análise histórica com maior base de dados sobre os mercados dos FIIs e dos REITs são outra

sugestão para pesquisas futuras. Um estudo mais técnico do termo de securitização, e a apresentação detalhada das funções de todos os agentes envolvidos na operação de um CRI também é sugestão para trabalhos futuros.

De maneira geral foi apresentado o amplo setor dos FIIs, e os principais componentes da estrutura de financiamento imobiliário por meio dos FIIs que investem em títulos e valores mobiliários, ou CRIs. Este setor é um universo no que se refere às formas de concessão e estruturação do crédito, sendo que neste trabalho foi apresentado um pequeno retrato de como ele está atualmente, e não teve como objetivo contar uma história de seu crescimento e evolução ao longo do tempo.

Mesmo com as limitações do método comparativo, em vista de que a regulamentação dos REITs e dos FIIs se difere em grande parte, como por exemplo na diferença de alavancagem¹⁸, espera-se que o mercado brasileiro dos FIIs e seus setores de atuação ainda possuem espaço para crescimento, quando comparados com o volume de mercado dos REITs, que ultrapassa o trilhão de dólares, enquanto que o valor de mercado dos FIIs ainda está na primeira centena de bilhão de reais.

¹⁸ Apesar de que os FIIs podem tomar dívida via CRI e se alavancar, os REITs se comportam como empresas, e não possuem restrições para tomarem mais dívidas e acelerarem os seus negócios.

REFERÊNCIAS

- Abrainc (Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias). **Indicador ABRAIN|Fipe aponta alta de 24,6% nos lançamentos de imóveis**. Disponível em: <https://www.abrainc.org.br/indicadores/2022/02/01/dezembro-2021/>. Acesso em: 02 abr. 2022.
- Anbima 2015. Estudos Especiais Produtos de Captação. **Certificados de Recebíveis Imobiliários**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estudos/mercado-de-capitais/produtos-de-captacao/produtos-de-captacao.htm. Acesso em: 24 mai. 2022.
- Anbima 2015. Conselho de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento Deliberação Nº 62. **Diretrizes de Classificação Anbima de Fundos de Investimento Imobiliário**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/9F/21/46/B7/FBC575106582A275862C16A8/DeliberacaoN_2062_ClassificacaoFII_1.pdf. Acesso em: 06 jun. 2022.
- Bacen. Banco Central do Brasil. **Informações do Mercado Imobiliário**. Disponível em: [Banco Central do Brasil \(bcb.gov.br\)](http://www.bcb.gov.br). Acesso em: 02 abr. 2022.
- Bolsa de Valores B3. **Boletim Mensal**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundos-de-investimentos/fii/boletim-mensal/. Acesso em: 02 abr. 2022.
- Bolsa de Valores B3. **Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX B3)**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-segmentos-e-setoriais/indice-de-fundos-de-investimentos-imobiliarios-ifix.htm#:~:text=O%20IFIX%20%C3%A9%20o%20resultado,Procedimentos%20dos%20%C3%8Dndices%20da%20B3. Acesso em: 08 jul. 2022.
- CARDIM DE CARVALHO, Fernando J. et al. Economia Monetária e Financeira: teoria e política. Editora Campus. Rio de Janeiro, 2001.
- CASTELLO BRANCO, Carlos Eduardo; MONTEIRO, Eliane de Mello Alves Rebouças. Estudo sobre a indústria de fundos de investimentos imobiliários no Brasil. 2003.
- Clube FII. **Glossário**. Disponível em: <https://clubefii.com.br/glossario>. Acesso em: 07 jul. 2022.
- CVM. Portal do Investidor. **Regulamento, Prospecto e Lâmina de Informações Essenciais**. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/fundos_investimentos/regulamento_antigo.html. Acesso em: 24 mai. 2022.
- DAVIDSON, PAUL. Finance, Funding, Saving and Investment. Journal of Post Keynesian Economics, New York, v. 9, n. 1, p. 101-110, 1986.

DE MORAES, Arthur Vieira; SERRA, Ricardo Goulart. Diversificação dos fundos de investimento imobiliário brasileiros. *BASE-Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos* (ISSN: 1984-8196), v. 14, n. 1, p. 63-73, 2017.

JOBST, Andreas. Back to Basics-What Is Securitization?. *Finance & Development*, v. 45, n. 3, p. 48, 2008.

KEYNES, J. M. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, Editora Atlas SA, S. 1992.

KEYNES, John Maynard. The "ex-ante" theory of the rate of interest. *The Economic Journal*, v. 47, n. 188, p. 663-669, 1937.

MINSKY, Hyman P.; KAUFMAN, Henry. *Stabilizing an unstable economy*. New York: McGraw-Hill, 2008.

MORAES, Arthur Vieira de. *Diversificação dos fundos de investimento imobiliário brasileiros*. 2016.

Nareit. **145 million americans own Reit Stocks**. Disponível em: <https://www.reit.com/data-research/research/nareit-research/145-million-americans-own-reit-stocks>. Acesso em: 02 abr. 2022.

Nareit. **REIT Sectors**. Disponível em: <https://www.reit.com/what-reit/reit-sectors>. Acesso em: 02 abr. 2022.

Opea Capital. **Emissões**. Disponível em: <https://opeacapital.com/emissoes/0:10240/20L0871063>. Acesso em: 02 jun. 2022.

Opea Capital. **Termo de Securitização**. Disponível em: file:///C:/Users/Mateus%20Hintz/Downloads/CRI_Loteamento_MT_Termo_de_Securitizac%C3%A3o.pdf. Acesso em: 02 jun. 2022.

PAULA, Luiz Fernando de. Financiamento, crescimento econômico e funcionalidade do sistema financeiro: uma abordagem pós-keynesiana. *Estudos Econômicos* (São Paulo), v. 43, n. 2, p. 363-396, 2013.

Quatá Imob. **Monitor CRI**. Disponível em: <https://quataimob.com.br/monitor-cri/>. Acesso em: 02 abr. 2022.

RIBEIRO, Felipe. **Guia Definitivo para Entender FII de CRI**. Fundos Imobiliários de Certificados de Recebíveis Imobiliários. 1ª edição. UICLAP. 2021.

S&P Global Ratings. **Quais são os riscos dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) para 2022?**. Disponível em: [https://www.spglobal.com/ratings/pt/pdf-articles/2022-04-04-quais-sao-os-riscos-dos-certificados-de-recebiveis-imobiliarios-para-2022#:~:text=Webinar-Quais%20s%C3%A3o%20os%20riscos%20dos%20Certificados,Imobili%C3%A1rios%20\(CRIs\)%20para%202022%3F&text=O%20volume%20de%20emiss%C3%B5es%20de,R%24%2034%20bilh%C3%B5es%20em%202021](https://www.spglobal.com/ratings/pt/pdf-articles/2022-04-04-quais-sao-os-riscos-dos-certificados-de-recebiveis-imobiliarios-para-2022#:~:text=Webinar-Quais%20s%C3%A3o%20os%20riscos%20dos%20Certificados,Imobili%C3%A1rios%20(CRIs)%20para%202022%3F&text=O%20volume%20de%20emiss%C3%B5es%20de,R%24%2034%20bilh%C3%B5es%20em%202021). Acesso em: 10 abr. 2022.

GLOSSÁRIO

ASSEMBLEIA: Reunião dos cotistas de um fundo para decidir sobre algum assunto. A assembleia é a reunião dos cotistas de um fundo imobiliário para decidir alguma questão importante para aquele FII. Pode ser a compra ou venda de um imóvel, a mudança do administrador, alteração nas estratégias do fundo, a análise de uma questão em que o gestor pode estar em conflito de interesse, etc. Ela é normalmente convocada pelo administrador, mas é possível que um grupo de cotistas que represente, pelo menos, 5% das cotas totais solicite a realização de uma assembleia. Cada cota vale um voto e muitas coisas são decididas por maioria simples. Porém algumas questões mais relevantes necessitam de um mínimo de votos, ou "Quórum Qualificado" (Clube FII).

ASSEMBLEIA GERAL EXTRAORDINÁRIA: Reunião de cotistas de um Fundo Imobiliário para decidir questões que são importantes para o futuro daquele investimento. Tem que ser convocada com, no mínimo, 15 dias de antecedência. A votação é feita considerando a quantidade de cotas que cada cotista possui no dia da convocação (Clube FII).

AMORTIZAÇÃO: A devolução do capital social do fundo aos seus cotistas. Um Fundo Imobiliário pode distribuir um valor além dos seus lucros. Pode ser o caso da venda de um imóvel em que o Fundo não pretende comprar outro, ou um fundo que está realmente encerrando as suas atividades. Essa distribuição é chamada de amortização e, para fins de imposto de renda, os valores recebidos devem ser deduzidos dos preço de aquisição na ficha de Bens e Direitos (Clube FII).

CERTIFICADO DE RECEBÍVEL IMOBILIÁRIO: É um título de renda fixa, baseado no crédito privado. É o principal produto financeiro de funding imobiliário negociado no mercado dos FIIs.

CONDOMÍNIO FECHADO: Os FIIs são constituídos sob a forma de condomínio fechado, e portanto não permitem o resgate das cotas pela solicitação do cotista.

COTA: A menor unidade em que se divide o capital de um fundo. As cotas são as pequenas partes que compõem um Fundo Imobiliário. Não é possível negociar valores menores que uma cota. A negociação deve se dar sempre em números inteiros de cota (Clube FII).

COTISTA: É o possuidor de uma cota, é representado por cada um que é detentor de pelo menos uma cota (Clube FII).

DIREITO DE PREFERÊNCIA: É a prioridade dos cotistas em subscrever em uma Oferta Pública. Quando um Fundo Imobiliário vai fazer uma nova emissão de cotas, é comum que os cotistas atuais tenham a possibilidade de adquirir as cotas antes de serem disponibilizadas ao mercado, assim podem manter a sua mesma participação percentual com relação ao patrimônio total do FII. Caso não queira exercer esse seu direito, pode vendê-lo na bolsa de valores, se permitido pelo regulamento do FII (Clube FII).

FAMÍLIAS POUPADORAS: As famílias poupadoras acumulam poupança e aplicam os seus recursos em ativos financeiros com expectativa de rentabilidade futura ou ganho de capital e liquidez.

FIAGRO: Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais. O Fundo está sujeito à regulamentação da CVM. Em 13 de julho de 2021, a CVM publicou a Resolução CVM nº 39, que regulamenta, em caráter provisório e experimental, os fundos de investimentos nas cadeias produtivas do agronegócio. Até que futura regulamentação da CVM sobre os Fiagro seja editada, o Fundo deverá observar provisoriamente a Instrução CVM 472. O FIAGRO pode investir em uma ampla variedade de ativos, tais como direitos creditórios, imóveis, valores mobiliários, ações ou cotas de sociedades, sempre no contexto das atividades integrantes da cadeia produtiva agroindustrial. A normativa atual já indica o “FIAGRO Imobiliário”. Por exemplo, podem investir em imóveis rurais e arrendar ou alienar os imóveis rurais que venham a adquirir (Clube FII).

FOLLOW-ON: Oferta Pública Subsequente ao IPO. Os Fundos Imobiliários realizam novas emissões de cotas para aumentar o seu patrimônio e realizar aquisições de novos imóveis, títulos como os CRIs, ou cotas de outros FIIs. Os cotistas recebem os direitos de preferência de subscrição, pois tem preferência na compra dessas novas cotas (Clube FII).

FTSE Nareit All Equity REITs: Os REITs que possuem mais de 50% dos seus ativos totais em ativos imobiliários qualificados, como por exemplo em imóveis e não hipotecas garantidas por imóveis, compõem o índice FTSE Nareit All Equity REITs. O índice é ponderado pela capitalização de mercado e ajustado por flutuação livre (Nareit).

FTSE Nareit Mortgage REITs: Os REITs que possuem mais de 50% de seus ativos totais em empréstimos hipotecários ou em MBS garantidos por interesses em imóveis, compõem o índice FTSE Nareit Mortgage REITs. O índice é ponderado pela capitalização de mercado e ajustado por flutuação livre (Nareit).

IFIX: Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários. O IFIX é o resultado de uma carteira teórica de ativos, elaborada de acordo com os critérios estabelecidos em uma metodologia própria. O IFIX utiliza procedimentos e regras constantes do Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da B3.

INSTRUÇÃO CVM 472: É a principal norma sobre a criação e funcionamento dos fundos imobiliários. A Instrução CVM 472 (ICVM 472) contém as principais regras sobre os Fundos de Investimentos Imobiliários, desde a constituição de um fundo e informações que deverão constar no Regulamento, passando pelas normas sobre a divulgação de informações ao mercado e sobre organização de assembleias, e indo até as obrigações e direitos de cada participante (Clube FII).

EMPRESÁRIO INVESTIDOR: O empresário investidor é o agente que aplica o dinheiro em investimento produtivo.

LEI 8.668 DE 1993: A Lei Federal 8.668/1993 estabelece as regras principais, como a necessidade de um administrador autorizado pelo Banco Central, a fiscalização da CVM, as proteções aos cotistas, informações obrigatórias do regulamento e até a obrigatoriedade da distribuição de 95% do resultado semestral. Todas as demais normas e instruções da CVM sobre os FIIs vêm a partir dessa lei (Clube FII).

LIQUIDAÇÃO: É a venda de todos os ativos de um fundo e distribuição do valor aos cotistas. A liquidação é o encerramento do Fundo Imobiliário. Ela pode se dar por decisão dos cotistas em assembleia ou o Fundo pode ter um prazo para encerramento definido em seu regulamento. Em qualquer que seja a situação, o administrador deve providenciar a venda de todos os ativos que o fundo tenha (como seus imóveis) e distribuir o valor da venda entre os cotistas na proporção das suas cotas. O valor apurado na venda dos ativos pode ser maior ou menor que o preço da cota. Depois da liquidação do fundo, os cotistas não têm direito a receber mais nenhum valor (Clube FII).

LIQUIDEZ: Volume de Negócios de um Fundo Imobiliário. A quantidade de negócios ou o volume total negociado em um determinado período. Quanto maior a liquidez de um fundo, mais fácil para comprar, mesmo que em grande quantidade, e menor o risco de não ter comprador se um dia quiser se desfazer da posição (Clube FII).

PROSPECTO: O Prospecto é o documento que apresenta de forma destacada as principais informações relevantes para o investidor contidas no regulamento, tais como as relativas à política de investimento do fundo, às taxas de administração e aos principais direitos e responsabilidades dos cotistas e administradores, assim como quaisquer outras necessárias para uma tomada de decisão mais consciente por parte dos investidores, como os riscos envolvidos (Portal do Investidor. CVM).

RECIBO DE SUBSCRIÇÃO: É o registro que comprova que o direito de subscrever o ativo foi exercido pelo seu titular. O investidor recebe o recibo que, posteriormente, após o encerramento da oferta, será convertido em cotas (Clube FII).

REGULAMENTO: O Regulamento é o documento de constituição do fundo. Nele estão estabelecidas todas as informações e as regras essenciais relacionadas, entre outras estabelecidas no capítulo IV da instrução CVM 409:(i) à administração; (ii) à espécie, se aberto ou fechado; (iii) ao prazo de duração, se determinado ou indeterminado; (iv) à gestão; (v) aos prestadores de serviço; (vi) à política de investimento, de forma a caracterizar a classe do fundo; (vii) à taxa de administração e, se o caso, às taxas de performance, entrada e saída; (ix) às condições de aplicação e resgate de cotas.. As alterações no regulamento dependem de prévia aprovação da assembleia geral de cotistas e devem ser comunicadas à CVM. É importante saber

que as alterações feitas no regulamento do Fundo de Investimento implicam modificações nas condições de funcionamento do Fundo. Portanto, o cotista deve analisar as modificações propostas de acordo com seus interesses como investidor (Portal do Investidor. CVM).

RENDIMENTO: É a distribuição dos “lucros” do fundo aos seus cotistas. Um Fundo Imobiliário tem um funcionamento, normalmente, muito simples de acompanhar: recebe os aluguéis ou outras receitas e paga algumas despesas (como taxa de administração, auditoria e taxas da bolsa). O que sobra é o chamado Resultado do fundo. E, assim como, nas empresas, a distribuição do lucro é chamada de Dividendo, a distribuição desse "lucro" do FII para os cotistas é chamada tecnicamente de Rendimento (Clube FII).

SECURITIZAÇÃO: É o processo de coordenação, estruturação e emissão de títulos lastreados em direitos creditórios. Securitização é o processo realizado por uma empresa (securitizadora) credenciada pelos órgãos reguladores. O processo consiste na coordenação, estruturação e emissão de títulos lastreados em direitos creditórios. Um dos títulos de securitização mais conhecidos são os CRIs (Certificados de Recebíveis Imobiliários). Dessa forma, o processo de securitização consegue, por exemplo, transformar uma série de recebíveis imobiliários em um único título padronizado e negociável no mercado financeiro (Clube FII).

SECURITIZADORA: É a instituição credenciada e responsável por analisar, viabilizar e estruturar uma operação de securitização. É ela que recebe os créditos do tomador e os disponibiliza no mercado para os investidores, por meio da emissão dos Certificados de Recebíveis Imobiliários, por exemplo. A securitizadora também é responsável pelo monitoramento e administração de toda a operação após emitidos os CRIs. Também efetua o pagamento aos investidores de juros e principal (Clube FII).

ANEXO – TABELAS

Tabela 1 - Valor de Mercado FTSE Nareit Real Estate (US\$ bilhões) e Comparação (%) com o PIB norte-americano (US\$ bilhões) entre 2012 e 2022

Ano	Valor de Mercado (US\$ bilhões) FTSE Nareit Real Estate	Comparação (%) com o PIB	PIB em valores correntes (US\$ bilhões)
2012	603	3,712411099	16.254,0
2013	670	3,979850028	16.843,2
2014	907	5,170309446	17.550,7
2015	939	5,15682742	18.206,0
2016	1019	5,449181336	18.695,1
2017	1134	5,81992238	19.479,6
2018	1048	5,103673662	20.527,2
2019	1329	6,21733528	21.372,6
2020	1249	5,978770156	20.893,7
2021	1728	7,516229063	22.996,1
2022	1452	5,954906516	24.386,7

Fonte: FTSETM, Nareit® e Bureau of Economic Analysis.

Tabela 2 - Valor de Mercado (R\$ bilhões) FIIs listados na B3 e Comparação (%) com o PIB brasileiro (R\$ bilhões) entre 2012 e 2022

Ano	Valor de mercado (R\$ bilhões) FIIs listados na B3	Comparação (%) com o PIB	PIB acumulado 12 meses em valores correntes (R\$ bilhões)
2012	25,3	0,525467521	4815
2013	28,7	0,538298029	5332
2014	25,1	0,434334732	5779
2015	25	0,416959442	5996
2016	30	0,47861665	6269
2017	38	0,576348384	6585
2018	41,6	0,59393436	7004
2019	101	1,366872505	7389
2020	122	1,63372077	7468
2021	138	1,589955249	8679
2022	143	1,574701355	9081

Fonte: Boletim Mensal B3 (FIIs) e IBGE.

Tabela 3 - Comparação Valor de Mercado (US\$ bilhões) FTSE Nareit All Equity REITs e FTSE Nareit Mortgage REITs em mai/22

Valor de Mercado (US\$ bilhões) FTSE Nareit All Equity REITs	Valor de Mercado (US\$ bilhões) FTSE Nareit Mortgage REITs
1390,798718	61,40646881

Fonte: FTSETM, Nareit®.

Tabela 4 - Valor de Mercado (US\$ bilhões) por segmento de atuação FTSE Nareit All Equity REITs e FTSE Nareit Mortgage REITs em mai/22

Segmento de atuação	Valor de Mercado (US\$ bilhões)
Industrial	164,0327107
Office	92,43462079
Retail	176,9715859
Residential	221,0605845
Diversified	31,99312416
Lodging/Resorts	40,80887984
Health Care	121,998391
Self Storage	96,4628135
Timber	39,39672736
Infrastructure	235,6520205
Data Centers	100,413526
Specialty	69,57373423
Home Financing	35,9479
Commercial Financing	25,45854488

Fonte: FTSETM, Nareit®.

Tabela 5 - Comparação Valor de Mercado IFIX (R\$ bilhões) e Valor de Mercado Recebíveis Imobiliários (R\$ bilhões) em jul/22

Valor de Mercado IFIX (R\$ bilhões)	Valor de Mercado Recebíveis Imobiliários (R\$ bilhões)
103,4694509	47,06501

Fonte: Clube FII.

Tabela 6 - Valor de Mercado (R\$ bilhões) por segmento de atuação do FII e Participação (%) no IFIX em jul/22

Segmento	Valor de Mercado (R\$ bilhões)	Participação IFIX (%)
Agencias Bancárias	1,273097609	1,25%
Agronegócio	2,155767438	2,41%
Educacional	0,398468947	0,38%
Fundo de Fundos	7,73365512	7,60%
Híbrido	9,366865187	8,98%
Incorporação Residencial	0,389310972	0,40%
Lajes Comerciais	9,50456446	9,49%
Logísticos	17,55090588	17,23%
Outros	0,144868172	0,13%
Recebíveis Imobiliários	47,06501257	44,55%
Shopping/Varejo	7,886934598	7,59%

Fonte: Clube FII.

Tabela 7 - Emissão Primária total CRI (R\$ bilhões) entre jan/13 e nov/21

Ano	Emissão Total CRI (R\$ bilhões)
2013	18,99529482
2014	17,14311072
2015	11,28390571
2016	18,77103507
2017	10,84867515
2018	9,914008465
2019	22,92410574
2020	19,20016861
2021	33,12560838

Fonte: Quatá Imob. Elaboração Própria.