

## **EFEITOS DE EVENTUAL TÉRMINO DA ISENÇÃO DO IMPOSTO DE RENDA DENTRO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**

### **THE END OF THE INCOME TAX EXEMPTION WITHIN REAL ESTATE FUNDS**

Amanda Pina Ferreira<sup>1</sup>  
Alexandre Gonzales<sup>2</sup>  
Fernando de Almeida Santos<sup>3</sup>

#### **RESUMO**

Recentemente a Medida Provisória de número 694 tramitou pelo congresso, no ano de 2015 e tratava sobre o fim da isenção tributária concedida a determinados fundos de investimento imobiliários (FIIs). Apesar de não ter sido convertida em lei, o assunto pode voltar à pauta do congresso nacional. Portanto, o objetivo do trabalho foi verificar de que forma o fim da isenção do imposto de renda impactaria na rentabilidade do investidor dentro dos FIIs, e observar se a sua repercussão seria tão significativa a ponto de propor que os investidores migrem para outros tipos de investimentos. A metodologia do estudo foi qualitativa, por meio de simulação da rentabilidade dos fundos no cenário atual, considerando a isenção do IR (Imposto de Renda), assim como no possível novo cenário, sem considerar a citada isenção. Para esta parte do estudo foram analisados os resultados dos fundos de investimentos imobiliários mais rentáveis, de acordo com o *ranking* do *site* Club FII. Foram consideradas como informações principais nas demonstrações contábeis de 2017, o lucro líquido, a distribuição de dividendos, o *dividend yield* e a mudança do PL (Patrimônio Líquido) do início ao final do ano. O artigo, ainda, explorou o possível impacto com utilização de questionário a investidores. Concluiu-se primeiramente que a tributação do IR sobre os rendimentos faz diminuir a rentabilidade do investidor no mínimo em 1,31 pontos percentuais. Concluiu-se, também, com base na pesquisa, que 62,5 por cento dos investidores entendem como catastrófico o impacto, caso aprove lei nos moldes da medida provisória 694.

**Palavras chave:** Fundo. Investimento imobiliário. Imposto. Dividendos.

#### **ABSTRACT**

Recently the Provisional Measure number 694 was processed by Congress in the year 2015 and was about the end of the tax exemption granted to certain FII (real estate investment funds). Although it has not been converted into law, the matter may return to the agenda of the national congress. Therefore, the objective of the study was to verify how the end of the income tax exemption would impact the investor's profitability within the IFIs and to see if its repercussion would be so significant as to propose that investors <sup>4</sup>migrate to other types of investments. The methodology of the study was qualitative, by means of simulation of the profitability of the funds in the current scenario, considering the IR exemption, as well as in the possible new scenario, without considering the aforementioned exemption. For this part of the study we analyzed the results of the 10 most profitable real estate investment funds, according to the ranking of the Club FII website. The main information included in the financial statements for 2017 was net income, dividend distribution, dividend yield and change from the beginning of the year to the end of the year. The article also explored the possible impact with the use

<sup>1</sup> Mestranda em Ciências Contábeis e Atuariais pela PUC-SP. E-mail: amanda@elglobal.com.br.

<sup>2</sup> Professor do Mestrado em Ciências Contábeis e Atuariais pela PUC-SP. E-mail: alexandre@gonzales.com.br.

<sup>3</sup> Professor do Mestrado em Ciências Contábeis e Atuariais pela PUC-SP. E-mail: fernando@fernandoasantos.com.br.

of a questionnaire to investors. It was first concluded that IR taxation on income reduces the investor's profitability by at least 1.31 percentage points. It was also concluded, based on the survey, that 62.5 percent of investors consider the impact as catastrophic if they approve the law in the form of the provisional measure 694.

**Keywords:** Real estate investment. Fund. Income tax. Dividend distribution.

## 1 INTRODUÇÃO

Houve nos últimos 50 anos a criação de diversos instrumentos de investimento, com o objetivo de fomentar recursos para o mercado imobiliário. No mercado brasileiro em particular foram desenvolvidos vários fundos imobiliários com estratégias de remunerar os ativos em diversificados segmentos, como shopping centers, galpões logísticos, escritórios comerciais, empreendimentos residenciais, dentre outros. (SALLES, 2014)

Segundo Ferreira (2011), vários motivos propiciaram o aumento no número de fundos imobiliários no país como:

- a) A estabilidade da atividade econômica desde a década de 90, principalmente com o controle da inflação;
- b) Melhoras nas leis que regulam o setor imobiliário como a Lei nº 9.514/97 que criou o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), a Lei nº 10.931/2004 a qual instituiu a regulação do patrimônio de afetação e a Lei 12.112/2009, conhecida como “Lei do Inquilinato” que regulamentou os contratos de locação comerciais e residenciais;
- c) Os investimentos estrangeiros que aumentaram nos últimos anos devido ao crescimento da atividade econômica do Brasil como uma economia em desenvolvimento.

Portanto, todos estes fatores juntos criaram condições e demandas de investimentos com determinadas características.

Os FIIs são considerados ambientes de investimento com uma maior proteção pois o aumento da inflação impacta diretamente no reajuste de alugueis, aluguel este, que consiste no lastro para fundos. Ou seja, em momentos de dificuldade econômica, os investimentos que possuem lastros em imóveis sofrem um impacto menor do que outros ativos de renda variável, comparando assim com o investimento em ações por exemplo, onde a variação pode ser significativa (SOLA, 2014).

É devido a esta conjuntura que aparecem os fundos de investimento imobiliário, denominado FIIs, eles são preparados para absorverem demandas de investidores que tem interesse em um modelo de poupança com investimentos de longo prazo e com certa estabilidade. Os fundos são como condomínios de investidores sendo estes administrados por instituições financeiras e regulados pela Comissão de Valores Imobiliários (CVM). Sola (2014) destaca que os típicos investidores de fundos buscam objetivos importantes nos FIIs como:

- a) Renda mensal com o lastro imobiliário, neste caso, o aluguel;
- b) Investimento de longo prazo;
- c) Pouco envolvimento com a administração;

- d) Baixo risco de vacância;
- e) Baixa inadimplência;
- f) Valor de quota acessível.

Entretanto, apesar dos fundos de investimento imobiliário terem contribuído para a diversificação e aumento de investidores no mercado de capitais, este instrumento estava prestes a sofrer uma derrota significativa. Destaca-se que tramitou dentro do congresso nacional, durante o ano de 2015, a Medida Provisória nº 694, que em seu artigo 33 estabelecia que poderia fixar a alíquota de imposto sobre a renda para os rendimentos dentro de fundos imobiliários em 17,50%, segundo Medeiros, 2016). Mesmo a medida provisória não tendo sido convertida em lei, atualmente, há o risco de o assunto voltar para a pauta do congresso nacional. Portanto surge a seguinte problematização: A possível mudança estrutural poderá impactar na rentabilidade dos investidores deste tipo de ativo? Logo, esta pesquisa tem como objetivo responder esta pergunta, simulando não só o impacto da nova alíquota na rentabilidade dos fundos analisados, mas também entrevistando investidores de fundos imobiliários para entender de que forma a tributação poderá impactar nos futuros investimentos.

Um dos principais motivos e incentivos de investimento dentro de FIIs se deve ao fato que existe a isenção de impostos tais como, PIS, COFINS, Imposto sobre a Renda (IR) e CSLL nos ganhos de capital sobre a venda de imóveis ou sobre a renda. As receitas financeiras dos ativos financeiros com lastro imobiliário também estão isentas de impostos dentro dos fundos de investimento imobiliário. (SOLA, 2014).

Medeiros (2018) afirma que há uma certa insegurança por parte dos investidores, pois tem-se visto uma movimentação dentro do congresso nacional no sentido de criação de uma lei que tributaria o rendimento via fixação de uma alíquota do imposto de renda. Em 2015 este fato quase se concretizou via Medida Provisória (MP) 694, a qual estabelecia no artigo 33 que iria fixar a alíquota de imposto de renda para os rendimentos em 17,50%, e no seu art. 47 inciso V, que revogaria a isenção dos Fundos Imobiliários, prevista na Lei 11.033/2004.

Caso os fundos venham a ser tributados, o valor das quotas irá cair e o valor das distribuições também. Se este valor de distribuição for comparado ao valor investido e obtiver um retorno menor do que o esperado haverá a possibilidade de uma saída maciça de investidores deste mercado provocando assim a inviabilidade econômica de vários projetos do setor.

Portanto, o objetivo do artigo consiste em analisar o impacto do fim da isenção do imposto de renda dentro dos fundos de investimento imobiliário e entender se os investidores permanecerão ou não investindo neste tipo de ativo.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

O mercado financeiro e o mercado de capitais brasileiro têm se desenvolvido ao longo dos últimos anos, e também, tonaram-se complexos à medida que novos produtos ganharam importância. Dentro deste contexto, esta pesquisa foi baseada nos fundos imobiliários, veículo este que possibilita a muitas empresas financiarem seus projetos.

## 2.1 Histórico dos FIIs

Conforme Sola (2014), os FIIs foram criados no Brasil em 1993 tendo como referência os *Real Estate Investment Trust (REITs)*, produto americano constituído em 1960. Este tipo de instrumento sofreu muitas alterações e é hoje o modelo de maior capitalização em mercado global. Devido ao sucesso dos REITs, muitos outros países introduziram o modelo para tentarem fomentar os seus mercados, um deles foi o Brasil (SOLA, 2014). Na época, foram instituídos pela Lei nº 8.668 em 25/06/1993, como forma de condomínios fechados de investidores, com destino exclusivo a aplicações de investimentos imobiliários.

De acordo com Bailey (1996), nos Estados Unidos, a organização de fundos para investimento em imóveis iniciou em 1850 em *Massachussets*. Nesta época, as empresas não podiam por lei possuir imóveis para fins de investimento. Como forma de contornar o problema foram estruturados fundos de investimento que possuíam características semelhantes às próprias empresas, como por exemplo: tinham responsabilidade limitada, captavam recursos de forma pulverizada, seus certificados de propriedade eram transferíveis, tinham uma gestão centralizada e de longa duração. A prática continuou até 1912 quando o Estado alterou a lei e permitiu que as empresas investissem em imóveis.

Sobre panorama legal dos fundos,

A regulamentação dos FIIs é realizada pela Comissão de Valores Imobiliários (CVM) através das Instruções Normativas nº 205/94 e nº 206/94, ambas de 14/01/1994 e posteriormente modificada pela Instrução Normativa nº 472/08 de 31/10/2008, a qual sofreu a introdução de alterações pelas instruções 478/09, 498/11, 517/11 e 528/12. A tributação dentro do ambiente dos fundos imobiliários é regida pela lei 9.779/99 de 9/01/99 e a tributação dos cotistas pelas leis 11.033 de 21/12/2004 e 11.196 de 21/11/2005. Além disso, os fundos imobiliários estão sujeitos à Lei Federal 8.245/91 conhecida como a “Lei do Inquilinato” que regulamenta os contratos de locação residenciais e comerciais, a qual foi modificada por alterações introduzidas pela Lei 12.112 de 09/12/09, conhecida como a “Nova Lei do Inquilinato (SOLA, 2014, p.1).

Moraes (2016) afirma que na medida em que este modelo de fundos imobiliários se expandiu pelo resto do mundo, o mercado imobiliário passou de local, para nacional e, posteriormente, internacional. Tal fato permitiu que os investidores aloquem seus recursos em outras regiões por meio deste instrumento negociado em bolsa. Assim como nos Estados Unidos, o regulamento dos FIIs obriga a uma alta distribuição de lucros em troca da isenção tributária.

O Quadro 1 mostra a lista de países aonde os fundos imobiliários são utilizados.

Quadro 1- Visão Geral dos Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) no mundo

País	Sigla	Criação	Distribuição de lucros
Estados Unidos	REIT	1960	90% do lucro líquido
Holanda	FBI	1969	100% do lucro líquido
Austrália	UNIT TRUST	1971	Geralmente 100% do lucro líquido
Porto Rico	REIT	1972	90% do lucro líquido
Chile	FII	1989	30% do lucro líquido
Tailândia	PFPO	1992	90% do lucro líquido
Brasil	FII	1993	95% do lucro líquido
Canadá	MFT	1994	100% do lucro líquido
Bélgica	SICAFI	1995	80% do lucro líquido
Turquia	REIC	1995	Mínimo de 20%
Costa Rica	REIF	1997	Livre
Grécia	REIC	1999	35% do lucro líquido
Singapura	S-REIT	1999	90% do lucro líquido
Japão	J-REIT	2000	90% do lucro líquido
Coréia do Sul	REIC	2001	90% do lucro líquido
Malásia	MREIT	2002	90% do lucro líquido
África do Sul	PROPERTY UNIT TRUST	2002	Ganho de capital deve ser reinvestido 85% de lucros não tributados, 50% de ganho da capital
França	SIIC	2003	90% do lucro líquido
Hong Kong	HK-REIT	2003	90% do lucro líquido
Taiwan	REIT/REAT	2003	Livre
México	FIBRA	2004	95% do lucro líquido
Israel	REIF	2006	90% do lucro líquido
Dubai	REIT	2006	80% do lucro líquido
Alemanha	G-REIT	2007	90% do lucro líquido
Itália	SIQ	2007	85% da receita oriunda da locação de imóveis
Reino Unido	UK-REIT	2007	90% do lucro líquido
Nova Zelândia	PIE	2007	Livre
Lituânia	REIT	2008	Livre
Paquistão	PAKISTAN REIT	2008	90% do lucro líquido
Finlândia	FINNISH REIT	2009	90% do lucro líquido
Espanha	SOCIMI	2009	90% da receita oriunda da locação de imóveis

Fonte: Moraes (2016, p. 12)

Portanto, entende-se que os FIIs foram implantados em diferentes nacionalidades com o objetivo de abranger as opções de investimento no mercado financeiro. Sua longa história, relevância e interesse dos investidores é menos conhecida do que se imagina, e é importante que mais estudos acadêmicos se dediquem sobre o tema considerando o grande potencial de crescimento no mercado.

## 2.2 Características dos Fundos Imobiliários

Inicia-se as características dos fundos, pela classificação.

### 2.2.1 Classificação

De acordo com Sola, Luiz Felipe, nos EUA os REITS são divididos em três tipos, os *Equity REITS*, os *Mortgage REITS* e os *Hybrid REITS*. Os *Equity REITS* operam portfólios para a renda como apartamentos residenciais, shopping centers, lajes corporativas, hotéis e empreendimentos de Built To Suit. Já os *Mortgage REITS* estão envolvidos com o financiamento de imóveis no financiamento de hipotecas ou na securitização de títulos hipotecários lastreados em imóveis gerando receitas de juros. Os *Hybrid REITs* investem tanto em ativos reais quanto em hipotecas. Hoje 92% do mercado dão preferência aos *Equity REITs* (SOLA, 2014).

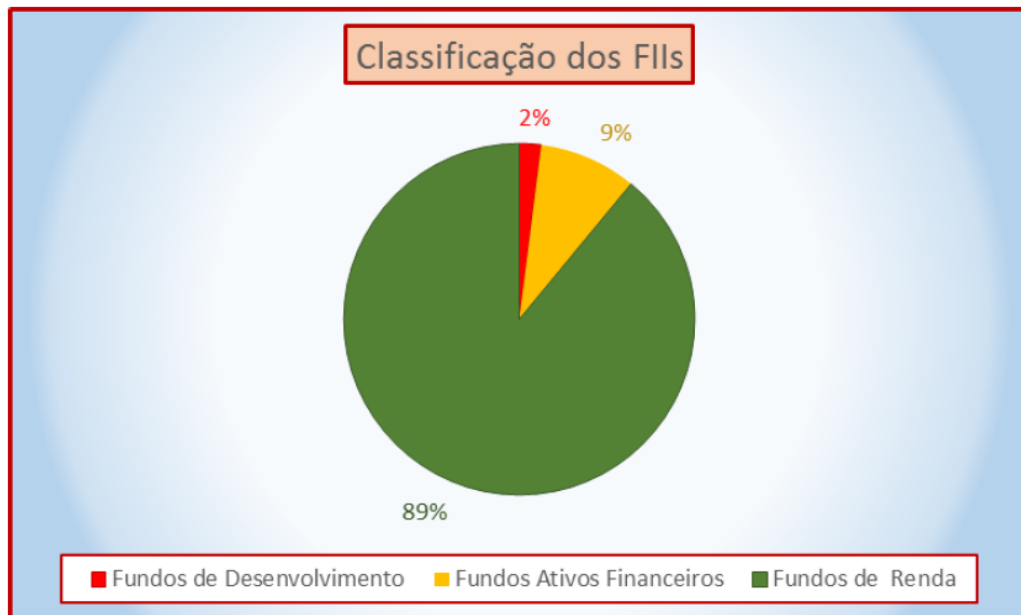
Já no Brasil não foi encontrada uma classificação específica dos fundos imobiliários de acordo com o portfólio inicial. Porém, algumas instituições financeiras, com o objetivo de levar mais transparência aos investidores, criaram uma classificação similar aos REITs. O Itaú BBA por exemplo criou uma classificação ordenando os fundos em categorias conforme relevância de seu portfólio em Fundos de Renda, Fundos de Desenvolvimento e Fundos de Ativos Financeiros.

De acordo com o relatório do Itaú (2013, p. 4):

- a) Os Fundos de Renda são a maioria no mercado brasileiro. Possuem as propriedades e podem operá-las diretamente ou através de terceiros, de maneira a obter receitas de alugueis. Sua estratégia é a de adquirir propriedades prontas para serem alugadas. Em geral se especializam em investir num portfólio de propriedades dentro de um mesmo setor da economia. Podem possuir um único ativo ou muitos ativos, e contar com um único ou vários locatários.
- b) Os Fundos de Desenvolvimento são caracterizados pela sua participação em uma ou mais fases do processo de incorporação de um edifício. Como regra esses fundos assumem um risco maior e assim, devem oferecer maiores retornos. A estratégia pode ser variada, desde a possibilidade de manter a propriedade e se tornar um fundo de locação, até o desinvestimento antes ou após a abertura do edifício.
- c) Os Fundos de Ativos Financeiros investem em ativos imobiliários financeiros, tais como Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), Letras de Crédito Imobiliário (LCI) ou Letras Hipotecárias (LH), bem como em outros fundos imobiliários ou ações de outras empresas do setor imobiliário.

A Figura 1 mostra a classificação destes fundos conforme volume de capitalização no mercado.

Figura 1- Classificação dos Fundos Imobiliários pelo volume de capitalização em mercado



Fonte: Itaú (2013, p. 4)

Ou seja, a maior parte dos fundos são fundos de renda que tem como objetivo principal auferir renda obtendo a receita de alugueis através de propriedades de terceiros.

### 2.2.2 Estrutura Organizacional

Se faz a regulamentação e a fiscalização dos FIIs pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e é obrigatório que a administração seja feita por uma instituição financeira, a qual recebe uma taxa de administração pelos serviços prestados. Os bens e ativos da carteira do FII ficam sob a administração da instituição financeira em caráter fiduciário (FERREIRA, 2011).

Os direitos do patrimônio dos FIIs, assim como seus bens e rendimentos, não têm nenhuma relação com o patrimônio da administradora. Os empreendimentos pertencem ao FII, porém é a administradora quem é a proprietária fiduciária (FERREIRA, 2011).

A administradora também tem certos limites, pois, o art. 12 da Lei nº 8668/93 estabelece que a administradora não pode fazer nenhuma operação de empréstimo, de securitização adiantando a renda aos quotistas, abrir créditos, ser fiador, dar aval, aceitar ou coobrigar-se em operações. Não pode também aplicar recursos no exterior, aplicar recursos na aquisição de quotas do próprio fundo, vender em prestações as quotas do fundo nem prometer rendimento determinado (FERREIRA, 2011).

Dentro da estrutura organizacional, os investidores também possuem seus deveres. O artigo 13 da Lei nº 8668/93 determina que o titular das quotas do empreendimento não pode exercer direito real sobre os imóveis ou sob qualquer ativo integrante do patrimônio do fundo. O mesmo também não responde pessoalmente por obrigações legais ou contratuais (FERREIRA, 2011).

Há dentro dos fundos dois documentos de bastante importância em sua estrutura. O primeiro deles é o regulamento que estabelece as regras para a operação do FII. Qualquer

alteração no mesmo deve ser deliberada em assembleia geral de quotistas e comunicada à CVM. O segundo é o prospecto, um documento que apresenta ao investidor informações sobre a política de investimento do fundo e sobre os riscos envolvidos na operação (FERREIRA, 2011).

Desde sua criação em 1993, várias leis e instruções da CVM foram agregando e substituindo critérios inicialmente estabelecidos dentro dos fundos de investimento imobiliário. De acordo com Ferreira (2011, p. 45), ao longo da citação cronológica criada abaixo, será possível encontrar várias leis e instruções criadas para dar suporte a análise.

Após a constituição e regulamentação dos fundos de investimento imobiliário no Brasil, durante estes dezoito anos, a sua estrutura sofreu modificações e inclusões importantes através de leis e instruções da CVM que deram assim, mais segurança não só aos administradores e gestores, mas, principalmente, aos seus investidores.

### 2.2.3 A alocação do Patrimônio

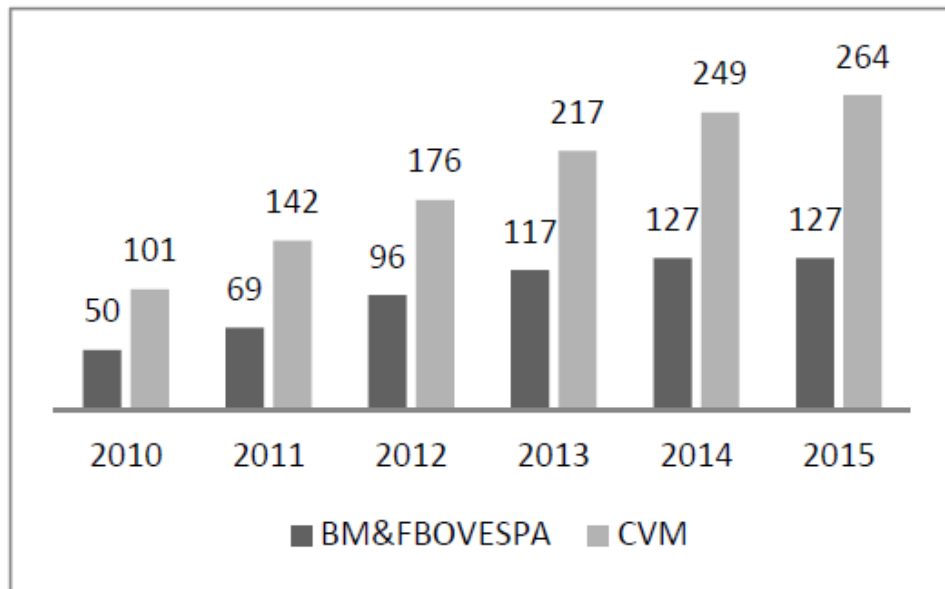
O patrimônio dos fundos no Brasil não precisa ser alocado especificamente em imóveis. Conforme regulamentação da CVM é possível alocar o capital dos cotistas em outros títulos e valores imobiliários como as letras de créditos imobiliários (LCI), os certificados de recebíveis imobiliários (CRI) e em cotas de outros FIIs. De acordo com a instrução da CVM os ativos permitidos são transcritos a seguir de acordo com o artigo 45 da Instrução CVM 472/08.

- 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 imobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimentos, 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 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 seu 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

Nos anos de 2011e 2012, segundo Moraes (2016), as listagens de FIIs foram expressivas. De 2010 a 2012 o total de fundos registrados na Comissão de Valores Imobiliários passou de 101 para 176 (ver Figura 2).



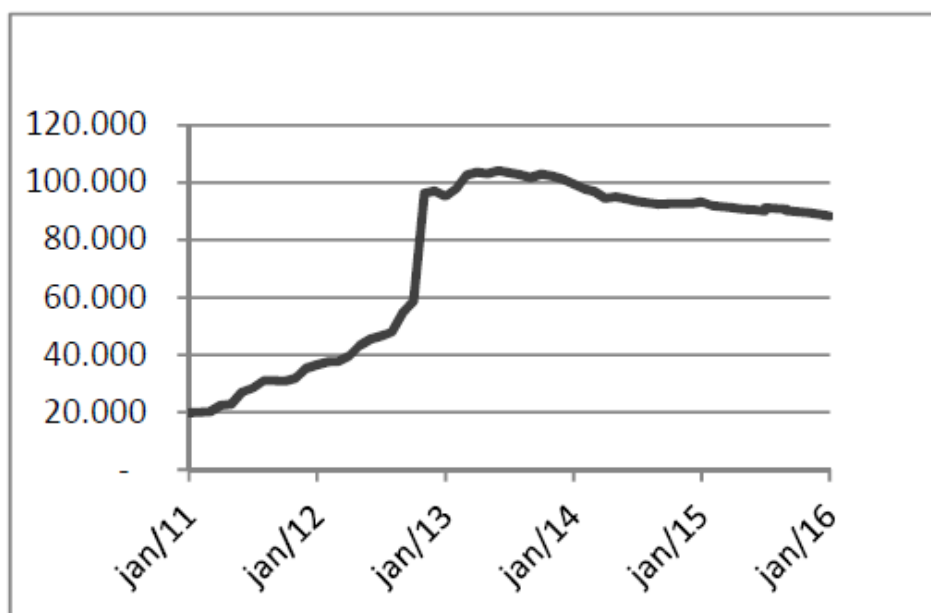
Figura 2 - Evolução do número de fundos de investidores em FII na BM&FBOVESPA



Fonte: Boletim do Mercado Imobiliário nº 43, BM&FBOVESPA. 2015

Já o número de investidores cresceu de 20.000 em 2011 para cerca de 100.000 em 2012, como pode ser observado na Figura 3. Após 2013 e com o advento da crise econômica no Brasil, houve a diminuição do número de investidores para 89.000 em 2016 (MORAES, 2016).

Figura 3 - Evolução do número de fundos de investidores em FII na BM&FBOVESPA



Fonte: Boletim do Mercado Imobiliário nº 43, BM&FBOVESPA. 2016

No ano de 2015 a CVM editou a Instrução nº 571 alterando a Instrução nº 472, ampliando a transparência e dando mais poderes aos cotistas. Esta mudança tende a melhorar as relações entre FIIs e investidores, e também a dar mais segurança jurídica à operação. (MORAES, 2016).

Com o passar do tempo os FIIs se tornaram uma importante ferramenta de financiamento para as incorporadoras, que demandam recursos de longo prazo, e também para os investidores e gestores.

De acordo com Moraes, (2016), de forma obrigatória os fundos são estruturados como condomínio fechado e eles não permitem resgates. As cotas são valores imobiliários negociados na bolsa e no mercado de balcão organizado. Apesar dos mesmos serem negociados na B3 com as mesmas regras e parâmetros das ações no mercado à vista, é fato que cotas do FII e de ações são dois valores imobiliários representativos de estruturas societárias diferentes. Enquanto o FII representa a fração ideal de um simples condomínio de investidores, a segunda representa a fração ideal do capital social de uma sociedade anônima de capital aberto.

No que tange à forma de gestão dos recursos, os fundos são estruturas menos sofisticadas e mais controladas que as ações. O administrador do FII por exemplo não pode tomar recursos emprestados o que torna a alavancagem, tão comum em companhias abertas, uma exceção.

A negociação na Bolsa de Valores de São Paulo (B3) também ocorre de forma diferente pois as cotas do FII são admitidas apenas para negociações à vista, ou seja, estratégicas com emissões de derivativos arbitragem ou alavancagem são impossíveis.

### **2.3 A tributação dentro de fundos imobiliários**

Quando comparados com uma empresa do setor imobiliário, segundo Medeiros (2016), os fundos de investimento apresentam diferenças importantes:

- a) Isenção de impostos do veículo de investimento;
- b) Distribuição mensal de resultados;
- c) Distribuição mínima de 95% do lucro apurado segundo o regime caixa;
- d) Vedação em contrair dívidas;
- e) Vedação no investimento em imóvel cujo o incorporador, construtor ou cotista seja cotista com mais de 25,0% das cotas do fundo; e,
- f) Economia com impostos de empregados e encargos trabalhistas.

De acordo com Medeiros, 2016, se comparada com a tributação dentro de uma empresa, os FIIs são tributados da seguinte forma, de acordo com a Tabela 1.

Tabela 1 - A tributação dentro do FII e dentro de uma empresa via Lucro Real

Tributação	FII	Empresas	
Dentro do veículo de investimento (FII ou empresa)	PIS/COFINS	0%	9,25% sobre a receita
	IR	0%	25% sobre o lucro tributável
	CSLL	0%	9% sobre o lucro tributável
	Ativos Financeiros Imobiliários (CRI, LCI e FII)	0%	15% a 22,5% sobre o ganho de capital
	Outros instrumentos financeiros	15% a 22,5% sobre o ganho de capital	15% a 22,5% sobre o ganho de capital
Distribuição/dividendos pagos aos investidores	Pessoa Física	0%	0%
	Fundo de Investimento Local	0%	0%
	Investidor Estrangeiro	15%	0%
Ganho da capital na venda de cotas pelos investidores	Pessoa Física	20%	15%
	Fundo de Investimento Local	0%	0%
	Investidor Estrangeiro	0%	0%

Fonte: Medeiros (2016)

Enquanto um empreendimento dentro de uma empresa operando sobre o lucro real teria que pagar 9,25% sobre a renda para o Programa de Integração Social (PIS) e para Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (COFINS), 25% de imposto de renda sobre o lucro tributável, 9% sobre o lucro tributável de Contribuição Social sobre o Lucro líquido (CSLL), dentro de um FII ele não teria que pagar imposto algum (MEDEIROS, 2016).

A mesma isenção de 100% é considerada para os ativos financeiros imobiliários como para certificados de recebíveis imobiliários (CRI) e para letras de crédito imobiliário (LCI), enquanto em uma empresa os ativos seriam tributados em 15% a 22,5% sobre o ganho de capital. Para outros instrumentos financeiros que não foram citados acima a tributação considerada é de 15% a 22,5% sobre o ganho de capital, tanto nos fundos como nas empresas (MEDEIROS, 2016).

Com relação aos dividendos pagos aos investidores, tanto no FII como nas empresas, não há imposto a ser pago pelas pessoas físicas e nem por fundos de investimento locais. Porém dentro do ambiente do FII, diferentemente de uma empresa, o investidor estrangeiro teria que pagar 15% de imposto sobre tal distribuição de dividendos. No caso da pessoa física, a tributação é isenta considerando que o fundo tenha mais de 50 acionistas e o acionista tenha menos de 10% do fundo. Para o investidor estrangeiro, o imposto retido poderá a princípio ser

utilizado como crédito no país de origem e a tributação sobre o ganho de capital refere-se a venda de ações em mercado aberto com possibilidade de interferência (MEDEIROS, 2016).

No que tange ao ganho de capital na venda de cotas pelos investidores, a pessoa física pagaria 20% de imposto dentro do FII e no mínimo 15% se fosse no ambiente da empresa. A tributação seria de 0% tanto no FII como na empresa para fundos de investimento locais e para investidores estrangeiros (MEDEIROS, 2016).

### 3 MÉTODO

A pesquisa foi desenvolvida seguindo duas metodologias que são: a análise documental para a simulação das rentabilidades com base nas demonstrações de resultado e metodologia de pesquisa com base nos questionários respondidos pelos investidores.

A primeira parte consiste em simulação com alíquota de 17,5% sobre o lucro líquido, tomando como base a DRE de 2017 dos fundos de investimentos imobiliários mais rentáveis, de acordo com o ranking do site Club FII. O Club FII é hoje o maior site de fundos imobiliários no Brasil, nele as pessoas têm acesso a informações sobre como investir em fundos, acesso a matérias e artigos sobre o tema. Além disso fazem o trabalho de assessoria e consultoria na área de fundos imobiliários.

Foram coletadas as DREs dos fundos abertos selecionados, que são as seguintes: Shopping Park Higienópolis, Kinea II Real Estate Equity, Grand Plaza Shopping, Hospital da Criança, Edifício Almirante Barroso, Centro Têxtil Internacional, BB Progressivo, Hospital Nossa Senhora de Lourdes, Square Faria Lima, Parque Dom Pedro Shopping Center e o Europar. Tendo como base o novo resultado, foi calculado os novos valores de quotas e valores distribuídos aos investidores. Dependendo destes novos valores é possível entender se o investidor continuaria no mesmo ativo (fundo) tomando como base o valor investido. É importante destacar que não se obteve-se acesso ao relatório financeiro de 2017 do fundo Kinea II Real Estate Equity pois o mesmo não estava disponível no site da Bmfbovespa e em nenhum outro site. Por isso foi considerado apenas 9 fundos de investimentos imobiliários.

Foram consideradas como informações principais nas demonstrações contábeis: o lucro líquido, a distribuição de dividendos, o *dividend yield* e a mudança do PL do início ao final do ano.

A segunda parte da segunda fase do trabalho teve como objetivo entender por meio de um questionário de cinco perguntas a visão de trinta investidores com relação ao tema, identificando de que forma o fim da isenção do imposto de renda impactaria o investimento dentro de fundos de investimento imobiliário, e conseqüentemente a viabilidade dos projetos dos fundos. Sobre esta seção, as perguntas foram realizadas por do envio do questionário pelo Google Forms.

Com o objetivo de complementar as informações obtidas por meio da análise dos demonstrativos financeiros e da rentabilidade dos fundos após a consideração da alíquota de 17,5% de imposto de renda sobre o lucro líquido, foi realizado um questionário direcionado investidores de FIIs para entender a perspectiva deles com relação ao objeto.

Foi escolhido o questionário, pois possibilita uma amplitude maior de respostas para a análise. Sobre o formato, os questionários foram enviados através do Google Forms.

Com relação ao critério de escolha dos investidores, eles foram indicados por gestores de fundos imobiliários. Estes investidores podem ser caracterizados em relação ao nível de investimento, ao período que investem no tipo de ativo e a natureza do fundo.

Segundo Ferreira (2011), tratando sobre o nível de investimento, a CVM indica como investidor qualificado pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300 mil, porém o estudo também contemplou investidores que investem uma quantia abaixo deste valor.

Já a divisão por período de tempo em que investem em FIIs, considera os principais marcos das alterações: investidores com mais de 5 anos, investidores com mais de 2 a 5 anos, investidores com menos de 2 anos (FERREIRA, 2011). Para este trabalho entrevistou-se investidores nos três períodos.

Sobre a natureza e classificação por tipo de FII que os investidores investem, há vários tipos de lastro dos ambientes de investimento. Existem FIIs específicos e FIIs diversificados, baseados em uma propriedade ou em várias propriedades. Alguns são concentrados em um segmento ou em vários segmentos, focados em uma região do país ou em várias. (FERREIRA, 2011). Para este trabalho também foram considerados diferentes tipos de natureza de fundos de investimento.

Quanto mais o investidor possuir investimentos alocados em todo o universo de análise mais próximo de fornecer evidências para tratar da pergunta ele estará. Não foi possível atingir um número tão expressivo de investidores, sendo 9 no total, com um Patrimônio Líquido (PL) de no mínimo R\$ 4 MM.

O questionário foi elaborado com base em três partes. A primeira delas pede para o investidor caracterizar-se com o nome, empresa, cargo, formação, profissão, com a informação de dimensão do portfólio em PL, ou seja, o quanto já investiu em FIIs, informação de quanto o investimento em FIIs representam no total de investimentos e finalmente a informação sobre o tipo de FII que investem (nome e número de quotas).

A segunda e terceira partes foram baseadas no tema. A segunda parte com perguntas generalistas que tratam sobre a experiência dos investidores com os fundos de investimento imobiliário, e a terceira parte com perguntas focadas no objeto do artigo.

## **4 RESULTADOS E DISCUSSÃO**

Inicia-se os resultados e discussão pela análise da rentabilidade considerando o fim da isenção do imposto de renda.

### **4.1 Análise da rentabilidade considerando o fim da isenção do imposto de renda**

Para esta parte do trabalho foram recolhidas informações com base nas demonstrações financeiras auditadas dos 10 fundos de investimento mais rentáveis, de acordo com o ranking do Club FII 2017.

Dentro deste contexto utilizou-se como base de informação para a análise de rentabilidade *o dividend yield*, em português, o rendimento do dividendo, ou seja, o quanto o dividendo rendeu durante o ano de 2017. Com base nas demonstrações, dividiu-se o valor

distribuído pela diferença do patrimônio líquido do início do ano ao final do ano, conforme apresentado na Tabela 2.

Tabela 2- Dividend Yield sem a isenção do imposto de renda

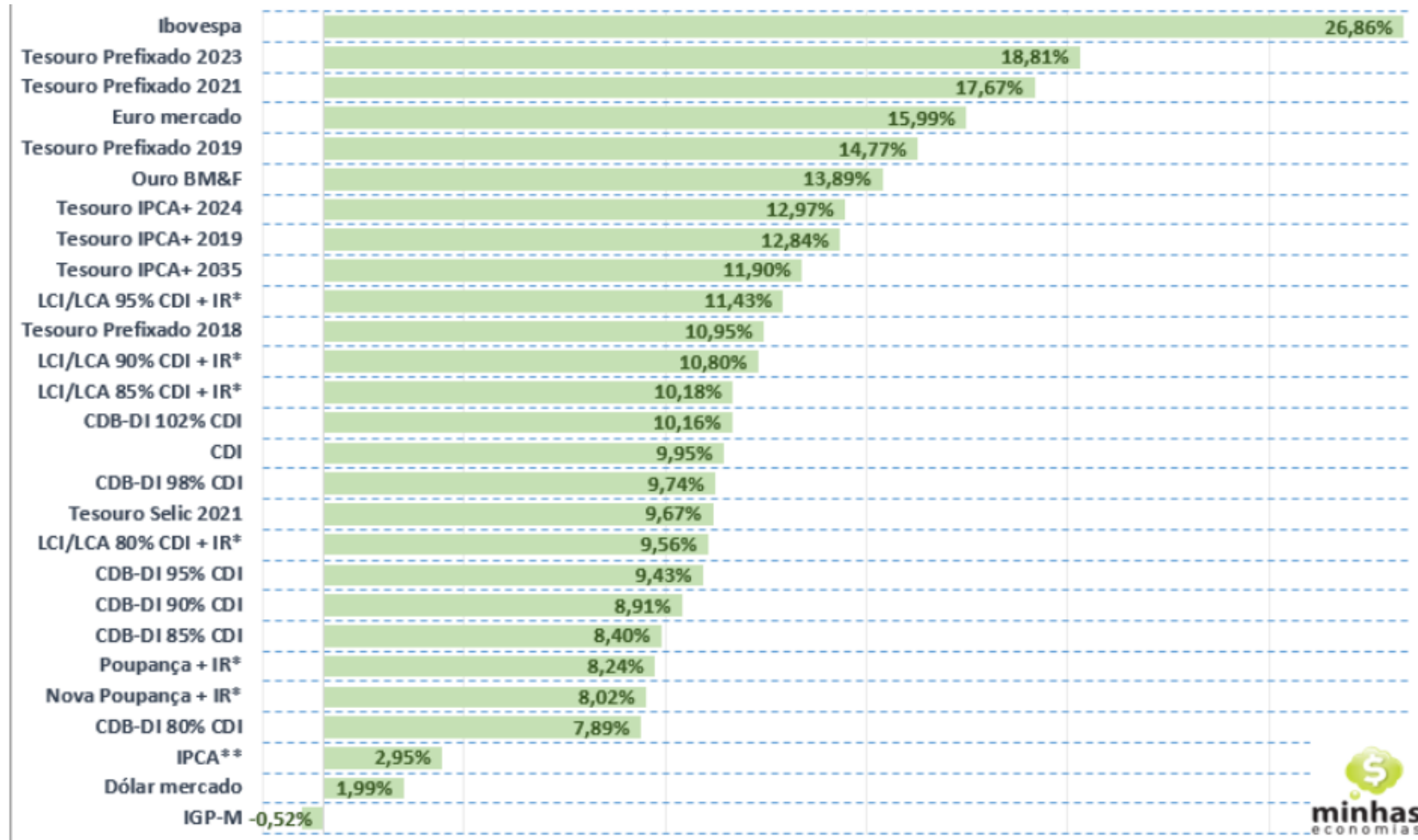
Fundo	1. Patrimônio Líquido início 2017 (em milhares de reais)	2. Patrimônio Líquido final 2017 (em milhares de reais)	3. Rendimento Líquido Pago no exercício (em milhares de reais)	4. Dividend Yield com isenção (% a.a.)
Shopping Pátio Higienópolis	352.038,00	402.893,00	26.255,00	6,96%
Grand Plaza Shopping	676.623,00	783.263,00	61.857,00	8,47%
Hospital da Criança	59.614,00	62.913,00	5.527,00	9,02%
Edifício Almirante Barroso	574.314,00	483.363,00	46.740,00	8,84%
Centro Têxtil Internacional	122.320,00	123.923,00	14.700,00	11,94%
BB Progressivo	474.004,00	349.432,00	31.883,00	7,74%
Hospital Nossa Senhora de Lourdes	219.625,00	236.134,00	21.072,00	9,25%
Square Faria Lima	183.261,00	183.369,00	9.325,00	5,09%
Parque Dom Pedro Shopping	604.079,00	634.974,00	38.354,00	6,19%
Média				8,11%

Fonte: Elaborado pelos autores com base nas demonstrações financeiras dos 9 fundos analisados

A rentabilidade média anual dos fundos analisados variou entre 5,09% e 11,94%, e a média de rentabilidade dos 9 fundos analisados, foi de 8,11% a.a. Entende-se que uma rentabilidade média de 8,11% a.a. seria uma boa rentabilidade para fundos de investimentos imobiliários, caso seja considerado por exemplo o quanto alguns outros ativos renderam no ano de 2017.

Conforme figura 4, investimentos em renda fixa como a poupança renderam 7,89% a.a., e o tesouro prefixado até 2023 rendeu 18,81% no ano de 2017. Como o FII pode ser classificado como um investimento em renda fixa, considera-se, portanto, o rendimento de 8,11% a.a. como relevante.

Figura 4- Rentabilidade acumulada em 2017



Fonte: TERRA (2018, p.1)

Para a análise de rentabilidade com a alíquota de imposto de renda de 17,5% sobre a distribuição de dividendos, estipulou-se o quanto o fundo pagaria de imposto de renda durante o ano de 2017. Para fazer este cálculo tomou-se como base o lucro líquido de cada fundo no ano de 2017 e depois considerou-se a porcentagem do lucro que foi distribuída, sendo obrigatório os fundos imobiliários distribuírem pelo menos 95% do lucro líquido. Um fato importante a ser mencionado é que as demonstrações consideram no lucro líquido o valor justo do ativo, ou seja, o quanto o ativo atrelado a aquele fundo valorizou durante o ano especificado. Porém, como o valor justo não gerar efeito caixa no exercício, não foi considerada a tributação do valor justo na análise. Inseriu-se a alíquota de 17,5% da distribuição que seria, o lucro líquido menos o valor justo vezes a porcentagem de lucro distribuída.

Para chegar na informação do valor justo todos os fundos de investimento fizeram a avaliação dos ativos com alguma empresa especializada. Os valores justos são baseados em valores de mercado, e refletem o valor estimado pelo qual uma propriedade poderia ser negociada na data de avaliação entre partes conhecedoras e interessadas em uma transação sob condições normais de mercado. Na ausência de preços correntes no mercado ativo, as avaliações são preparadas pela consideração do valor dos fluxos de caixa agregados estimados dos aluguéis das propriedades para investimento. A taxa de desconto que reflita determinados riscos inerentes é então aplicada nos fluxos de caixa anuais líquidos para chegar à avaliação da propriedade. (ERNEST YOUNG, 2017)

Sendo assim, na Tabela 3, o cálculo feito para se chegar no imposto de renda que seria pago por cada fundo no ano de 2017. Considerou-se o lucro líquido em 2017, menos o valor justo em 2017, com isso obtém-se o resultado líquido com efeito caixa do fundo. Sobre o resultado considera-se a porcentagem distribuída, e sobre este resultado de distribuição aplicou-se a alíquota de 17,5%.

Tabela 3- Cálculo da alíquota do IR sobre o lucro líquido - 2017 - em milhares de Reais

Fundo	1. Lucro Líquido em 2017	2. Valor justo	3. Lucro Líquido - Valor Justo	4. % do resultado distribuído	5. Distribuição considerando % distribuída	6. Distribuição X 17,5%
Shopping Patio Higienópolis	75.238	48.969	26.269	98%	25.736	4.504
Grand Plaza Shopping	163.379	100.031	63.348	95%	60.181	10.532
Hospital da Criança	8.838	3.300	5.538	100%	5.538	969
Edifício Almirante Barroso	-44.801	93.391	-138.192	95%	-131.282	-22.974
Centro Têxtil Internacional	16.343	1.425	14.918	100%	14.897	2.607
BB Progressivo	-88.597	126.560	-215.166	95%	-204.408	-35.771
Hospital Nossa Senhora de Lourdes	37.733	16.400	21.333	99%	21.214	3.712
Square Faria Lima	9.433	-	9.433	95%	8.961	1.568
Parque Dom Pedro Shopping	69.353	14.024	55.329	95%	52.723	9.227

Fonte: Elaborado pelos autores com base nas demonstrações financeiras dos 9 fundos analisados

Para a análise de rentabilidade considerando o fim da isenção do imposto de renda deve-se ter como informação o imposto de renda a ser pago. Com esta informação foi subtraído o imposto de renda do valor distribuído. O novo *dividend yield*, ou seja, o novo rendimento sem



a isenção do imposto de renda, seria o valor a ser distribuído dividido pela média do patrimônio líquido no início do ano ao final do ano (ver Tabela 4).

Tabela 4- Dividend Yield considerando o fim da isenção do imposto de renda sobre o lucro líquido (em milhares de Reais)

Fundo	1. Patrimônio Líquido início 2017	2. Patrimônio Líquido final 2017	3. Distribuição considerando % distribuída	4. Imposto de renda	5. Distribuição em 2017 considerando IR de 17,5%	7. Dividend Yield com isenção	8. Dividend Yield sem isenção
Shopping Pátio Higienópolis	352.038	402.893	25.736	4.504	21.232	6,96%	5,62%
Grand Plaza Shopping	676.623	783.263	60.181	10.532	49.649	8,47%	6,80%
Hospital da Criança	59.614	62.913	5.538	969	4.569	9,02%	7,46%
Edifício Almirante Barroso	574.314	483.363	-131.282	-22.974	-108.308	8,84%	-20,48%
Centro Têxtil Internacional	122.320	123.923	14.897	2.607	12.290	11,94%	9,98%
BB Progressivo	474.004	349.432	-204.408	-35.771	-168.636	7,74%	-40,96%
Hospital Nossa Senhora de Lourdes	219.625	236.134	21.214	3.712	17.501	9,25%	7,68%
Square Faria Lima	183.261	183.369	8.961	1.568	7.393	5,09%	4,03%
Parque Dom Pedro Shopping	604.079	634.974	52.723	9.227	43.496	6,19%	7,02%
Média						8,11%	6,80%

Fonte: Elaborado pelos autores com base nas demonstrações financeiras dos 9 fundos analisados

É possível observar que: a rentabilidade final sem considerar a isenção do imposto de renda cai em média 1,31% pontos percentuais em comparação com o cenário antigo, em um contexto de isenção de imposto de renda. A média de rentabilidade final calculada ficou em

6,80% a.a., abaixo da rentabilidade da poupança em 2017. Ou seja, caso considere a tributação do IR, o resultado irá impactar significativamente o ganho do investidor, e provavelmente o mesmo não iria investir em um fundo de investimento imobiliário considerando que até um investimento em poupança renderia mais.

#### 4.2 Resultado dos Questionários

A primeira parte da pesquisa tratou sobre a caracterização dos investidores. Como nem todos autorizaram a divulgação dos resultados não irá ser demonstrado o nome, cargo e empresa que trabalham.

A primeira pergunta tratou sobre a formação dos entrevistados e foram obtidas as respostas apresentadas na Tabela 5.

Tabela 5- Formação

Formação	Porcentagem
Ensino médio completo	0,0%
Ensino superior completo	75,0%
Ensino superior completo com MBA/ Mestrado/Doutorado ou Pós Graduação	25,0%

Fonte: Elaborado pelos autores

A segunda pergunta trata sobre a dimensão do portfólio em investimento, ou seja, o total de investimentos em fundos imobiliários com base no PL, Tabela 6.

Tabela 6 - Dimensão do Portfólio de Investimentos (PL)

Valor do Investimento em PL (em reais)	Porcentagem
Até R\$ 10.000,00	10,0%
De R\$ 10.000,00 a R\$ 300.000,00	20,0%
Acima de R\$ 300.000,00	30,0%
A pessoa não quis responder	40,0%

Fonte: Elaborado pelos autores

É possível perceber, portanto, que a maior parte dos entrevistados não quis responder. Porém obteve-se uma amostra expressiva, com mais de R\$ 4 MM em PL investidos.

Tabela 7- Participação dos FIIs no total de investimentos (em porcentagem)

Participação dos FIIs no total de investimentos	Porcentagem
Menos que 20% dos investimentos	75,0%
De 20% a 50% dos investimentos	12,5%
De 50% a 70% dos investimentos	0,0%
Mais que 70% dos investimentos	12,5%

Fonte: Elaborado pelos autores.

Conforme a Tabela 7, a maior parte dos investidores entrevistados não aloca tanto recurso nos fundos de investimento imobiliário, tendo 75% deles respondido que investem menos de 20% nos FIIs.

Sobre os tipos de portfólios, foram citados ativos da Vinci, XP LOG, PQPD 11, Mérito, GGR Covepi, SAAG 11, FIGS 11, BR CR11 e 500 VISC11.

Com relação à segunda parte do questionário, sobre as perguntas generalistas, a primeira pergunta foi em relação a quando os entrevistados haviam ouvido falar a primeira vez sobre fundos de investimentos imobiliários. A maioria respondeu a partir do ano de 2000, ou seja, anos após este tipo de investimento já estar regulamentado. Conforme observou-se no início desta pesquisa, isso aconteceu no ano de 1993.

A segunda pergunta foi em relação a quando os investidores haviam iniciado os investimentos nos FIIs e obteve-se respostas desde 2012 até o ano de 2017.

A terceira pergunta é importante para a pesquisa, pois foi questionado se quando os investidores iniciaram os investimentos em FIIs, levaram em conta que dentro dos fundos havia a isenção de imposto de renda sobre a distribuição de dividendos. O resultado foi que 100% dos entrevistados disseram que levaram este fato em consideração.

A quarta pergunta procurou analisar se quando o investidor optou pela escolha de investir em fundos, comparou a rentabilidade do mesmo com outros ativos de renda fixa como tesouro direto ou em outros ativos de renda variável. As respostas são apresentadas na Tabela 8.

Tabela 8- Quando optou pela escolha fez a comparação de rentabilidade junto a outros ativos como outros fundos de renda fixa como o tesouro direto e outros ativos de renda variável?

Resposta	Porcentagem
Sim	75,0%
Não	12,5%
Talvez	0,0%
Outro	12,5%

Fonte: Elaborado pelos autores

A maior parte dos investidores comparou sim a rentabilidade do FII com outros ativos antes de iniciarem os investimentos.

A quinta pergunta da segunda parte foi aberta e pediu para os investidores comentarem sobre os pontos mais positivos e negativos em se investir em fundos de investimento imobiliário. Como principais pontos positivos foram comentados primeiramente sobre a isenção do IR, em segundo lugar sobre o pagamento do rendimento mensal como um fator relevante, e em terceiro lugar sobre a boa rentabilidade. Outro fator positivo apontado foi o possível investimento em imóveis com pouco capital. Como principais fatores negativos foi apontado a baixa liquidez do ativo, a baixa valorização e a desvalorização da cota que pode ser acentuada fazendo desaparecer o rendimento da distribuição mensal.

A terceira parte do trabalho tentou analisar a pergunta que envolve o objeto da pesquisa, no sentido de identificar se o fim da isenção do IR dentro dos fundos impactaria nos investimentos das pessoas físicas neste tipo de ativo (ver Tabela 9).

Tabela 9 - Perguntas sobre o objeto da pesquisa

Pergunta	Sim	Não	Talvez
Você tem conhecimento sobre a medida provisória que tramitou no congresso em 2015? MP 694 e seu art. 33 que tratava sobre o fim da isenção do IR para os rendimentos dentro dos fundos de investimento imobiliário? (alíquota proposta de 17.50%)	50,0%	50,0%	0,0%
Mesmo com a Medida Provisória tendo deixado de existir perdendo seu efeito jurídico, acredita que o tema irá voltar a ser apreciado no congresso nos próximos 2 anos?	75,0%	25,0%	0,0%
Você entende que este assunto é delicado para o fundo em que atua?	100,0%	0,0%	0,0%
Caso uma nova MP ou lei seja aprovada, entende que terá um impacto negativo para a criação de outros fundos imobiliários no Brasil?	100,0%	0,0%	0,0%
Com a lucratividade dos projetos sendo impactada, e respectivamente os rendimentos, entende que isso irá encarecer a operação nos fundos, e que você como investidor poderá migrar para outras operações financeiras como o investimento em renda variável ou em renda fixa?	100,0%	0,0%	0,0%

Fonte: Elaborado pelos autores

Pode-se observar que todas as respostas direcionaram para a conclusão que, primeiramente o tema não é tão conhecido entre os investidores, e em segundo lugar os investidores entendem que se o tema pode sim voltar a ser pauta no congresso nos próximos 2 anos. Conclui-se também que o tema é de extrema importância para 100% da amostra e que caso uma nova lei fosse aprovada nos mesmos moldes da Medida Provisória nº 694 que o impacto seria extremamente negativo para a criação de novos fundos de investimento e que sendo assim, os investidores iriam migrar para outros tipos de ativos.

A última pergunta foi feita sobre o impacto para os fundos já existentes, questionando se os investidores percebem o possível cenário como: 1. Catastrófico, ou seja, as pessoas físicas não vão querer mais investir em FIIs; 2. Negativo, com as pessoas físicas continuando a investir, mas colocando menos recursos; ou, 3. Como não havendo mudanças (Tabela 10).

Tabela 10- Que tipo de impacto é esperado caso aconteça de criarem uma lei que retire a isenção do imposto sobre a renda em fundos imobiliários?

Resposta	Porcentagem
Catastrófico (as pessoas não irão querer investir mais nos FIIS)	62,5%
Negativo (as pessoas vão continuar a investir colocando menos recurso)	37,5%
Não haverá mudanças sobre o nível de investimento	0,0%

Fonte: elaborado pelos autores

Concluindo, a maior parte dos investidores entendem que o possível cenário será catastrófico (62,5%) dos investidores e citam que as pessoas físicas não vão querer mais investir nos fundos. Esta conclusão é importante dado que o setor mal se consolidou no Brasil e já pode ter grandes perdas.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com o desenvolvimento desta pesquisa observou-se que o impacto sobre o possível fim da isenção do imposto de renda dentro dos fundos de investimentos seria bastante negativo. Chegou-se a esta conclusão pelas das respostas obtidas no questionário realizado com os investidores, e com a simulação com base nos demonstrativos financeiros dos 9 fundos de investimento que mais renderam no ano de 2017.

Sobre a simulação da rentabilidade para o novo cenário, com o fim da isenção do IR, os resultados demonstraram que os fundos perdem em média 1,31 pontos percentuais de sua rentabilidade. Ou seja, para os fundos imobiliários que já possuem rentabilidade menor que outros ativos de renda fixa como tesouro direto, o impacto seria devastador, fazendo este investimento se igualar à rentabilidade da poupança por exemplo, investimento este que rende pouco se comparado a outros tipos de investimento. Ainda sobre a poupança, este investimento pode ser considerado mais seguro pois possui menos risco frente aos riscos de inadimplência e vacância que um fundo imobiliário possui.

A respeito do questionário, as respostas demonstraram que o mercado de fundos de investimento imobiliário ainda não está consolidado no Brasil, porém que os investidores estão cada vez mais entusiasmados com esta forma de investimento. Outra informação importante é que 100% das pessoas físicas que responderam ao questionário disseram que ao investirem, levaram em conta que há a isenção do IR dentro dos fundos de investimento. Considerando a

importância do tema para o mercado de capitais brasileiro, a pesquisa concluiu que 62,5% dos investidores admitem a possibilidade de mudança para outros tipos de investimento caso uma lei no modelo da Medida Provisória 694 seja aprovada.

Provavelmente a indústria de fundos imobiliários deve se preocupar com o assunto tratado, porque há e continuará existindo o interesse do governo tributar os fundos de investimento imobiliário. O mercado precisa se organizar e verificar estas demandas, se elas justificam alterações nos ambientes de investimento existentes, ou a criação de novos ambientes de investimento.

Juntas as duas formas de pesquisa podem compor uma conclusão demonstrando o quão negativo será o impacto de um possível fim na isenção do IR sobre fundos, e juntas podem compor uma estratégia dentro do mercado imobiliário. Caso não haja mais viabilidade para financiar projetos dentro dos fundos de investimento, outras estratégias já devem ser pensadas por parte das grandes incorporadoras, gestores de fundos e bancos de investimento. Além disso, o conhecimento dos aspectos tributários inerentes às operações de fundos de investimento imobiliário é estratégico e essencial em um mercado cada vez mais competitivo.

## 6 REFERÊNCIAS

ANDERSON, R. I.; BENEFIELD, J. D; HURST, M, E. (2012). Property-type diversification and REIT performance: Na analysis of operating performance and abnormal returns *Journal of Economics and Finance* 39(1), 48-74. Acesso em 04 de Maio de 2018.

BAILEY, E. N. **Real estate investment trusts: An Appraisal** *The Appraisal Journal*, p. 4. 1996. Disponível em: <<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=5357266&lang=pt-br&site=ehost-live>>. Acesso em: 13/05/2018.

BANCO ITAÚ BBA. **O (Re)nascimento dos Fundos Imobiliários**. São Paulo, 2013. 30 p. 4-5, Disponível em: <[https://ww69.itaubr.com.br/files/relatorios/FUNDOS\\_IMOBILIARIOS\\_20130812.pdf](https://ww69.itaubr.com.br/files/relatorios/FUNDOS_IMOBILIARIOS_20130812.pdf)>. Acesso em: 13/05/2018.

BRASIL. Presidência da República. **Lei nº 8.668**, de 25 de junho de 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 28 jun. 1993. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L8668.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8668.htm)>. Acesso em 25 de Março de 2018.

CAPOZZA, D; LEE, S (1995). Property type size and REIT value. *Journal of Real Estate Research*, 10 (4), 363-379 disponível em: <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=4478112&lang=pt-br&site=ehost-live>. Acesso em 13 de Maio de 2018.

ERNEST YOUNG, **Fundo do Investimento Imobiliário Shopping Parque Higienópolis**. 2017. Disponível em: <[https://www.clubefii.com.br/fundo\\_imobiliario.aspx?cod=SHPH11](https://www.clubefii.com.br/fundo_imobiliario.aspx?cod=SHPH11)> Acesso em: 13/05/2018.

EUROPEAN COMMISSION EUROSTAT. **Housing Statistics**. Luxembourg: Eurostat, 2011. Paginação irregular. Disponível em: <[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics\\_explained/index.php/Housing\\_statistics](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Housing_statistics)>. Acesso em 15 de Março de 2018.

FERREIRA, M. F. **Fundos de Investimento Imobiliário: Governança Corporativa**. São Paulo: NRE – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2011. P. 44 . Disponível em: <<http://docplayer.com.br/8754736-Fernanda-maria-ferreira-fundos-de-investimento-imobiliario-governanca-corporativa.html>> Acesso em 13 de Maio de 2018.

GUIMARÃES, J. G. M. (2013). Persistência na performance de fundos de investimento imobiliário brasileiros entre 2008 e 2012 (Dissertação de mestrado). Fundação getúlio Vargas, Rio de Janeiro, RJ, Brasil. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/11359/Persist%C3%Aancia>. Acesso em 15 de Maio de 2019.

MEDEIROS, R. C. **A tributação e os FIIs**. 2016. Disponível em: <<http://www.desmistificandofii.com/2016/01/19/a-tributacao-e-os-fiis/>> . Acesso em 04 abril 2018.

MINHAS ECONOMIAS. Guia de Investimentos. **Melhores investimentos em 2017 10 de janeiro de 2018**. Disponível em: <<http://minhaseconomias.com.br/blog/investimentos/melhores-investimentos-2017>>. Acesso em 10 de junho de 2018.

MORAES, A. V. **Diversificação dos fundos de investimento imobiliário brasileiro**. São Paulo, 2016: Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado, FECAP, p. 12. Disponível em: <<http://pergamum.fecap.br/biblioteca/imagens/00002d/00002d9b.pdf>> Acesso em 10 de junho de 2018.

OLIVEIRA, A. S. L. **O básico sobre fundos de investimento imobiliário 27 DE MAIO 2014**. São Paulo, 2014: Disponível em: <<https://dinheirama.com/blog/2014/03/12/basico-fundos-investimento-imobiliario-fii/>>. Acesso em: 04 abril. 2018.

SOLA, L. F.. **Condições para a estruturação de fundos imobiliários com renda proveniente de locações residenciais**. São Paulo: NRE – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2014. 27, P . Disponível em: <[http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/Monografias\\_de\\_MBA/mono\\_luisfelipe\\_sola.pdf](http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/Monografias_de_MBA/mono_luisfelipe_sola.pdf). > Acesso em 10 de junho de 2018.

UPDEGRAVE, W. Are REITs a safe investment for one's retirement years?. **Money Magazine**. [S.l.]. 24 Apr. 2012. 1p. Disponível em: <<http://money.cnn.com/2012/04/24/pf/expert/REITs-retirement.moneymag/>>. Acesso em 10 de Março de 2018.

Wheat, F.M., & Armstrong, A.O (1961). Regulation of securities of real estate investment trusts. *The Business Lawyer*, 16 (4), 919-934. Disponível em: [https://www.jstor.org/stable/40683564?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/40683564?seq=1#page_scan_tab_contents). Acesso em 08 de Junho de 2018.