

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

TIJOLOS DE PAPEL:

DIMENSÕES TERRITORIAIS DA ISENÇÃO TRIBUTÁRIA DOS FUNDOS DE
INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO NO BRASIL

Fernando Túlio Salva Rocha Franco

SÃO PAULO
2019

FERNANDO TÚLIO SALVA ROCHA FRANCO

TÍJOLOS DE PAPEL:

**DIMENSÕES TERRITORIAIS DA ISENÇÃO TRIBUTÁRIA DOS FUNDOS DE
INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO NO BRASIL**

Trabalho de Conclusão apresentado à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Gestão e Políticas Públicas.

Linha de pesquisa: finanças públicas federais
Orientador: Prof. Dr. Ciro Biderman

SÃO PAULO
2019

Franco, Fernando Tulio Salva Rocha.

Tijolos de papel: dimensões territoriais da isenção tributária dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil / Fernando Tulio Salva Rocha Franco. - 2019.

122 f.

Orientador: Ciro Biderman.

Dissertação (mestrado profissional MPGPP) – Fundação Getulio Vargas, Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Fundos de investimento - Brasil. 2. Investimentos imobiliários - Brasil. 3. Política tributária - Brasil. 4. Impostos - Isenção. 5. Política urbana - Brasil. I. Biderman, Ciro. II. Dissertação (mestrado profissional MPGPP) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Fundação Getulio Vargas. IV. Título.

CDU 336.767(81)

FERNANDO TÚLIO SALVA ROCHA FRANCO

TIJOLOS DE PAPEL:

DIMENSÕES TERRITORIAIS DA ISENÇÃO TRIBUTÁRIA DOS FUNDOS DE
INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO NO BRASIL

Trabalho de Conclusão apresentado a Escola
de Administração de Empresas de São Paulo
da Fundação Getulio Vargas, como requisito
para a obtenção do título de Mestre em Gestão
e Políticas Públicas
Linha de pesquisa: finanças públicas federais

Data da Aprovação
02/04/2019

Banca examinadora:

Prof. Dr. Ciro Biderman

Profa. Dra. Paula Freire Santoro

Prof. Dr. Roberto Quiroga Mosquera

Rafael George [Oxfam Brasil]

AGRADECIMENTOS

À toda equipe do Laboratório Espaço Público e Direito à Cidade (LabCidade/FAU-USP), responsável pela incubação desta pesquisa, especialmente para Raquel Rolnik (pela provocação inicial), Paula Santoro (co-orientadora), Aluizio Marino (pela fundamental contribuição no tratamento e mapeamento dos dados), Kaique Xavier (pela colaboração no desenvolvimento da cartografia), Regina Lins, Martim Ferraz, Isabel Martin, Pedro Mendonça, Damany Eliotério dos Santos, Fernanda Accioly, Thalita Sandes e Talita Gonsales.

À Oxfam Brasil, em especial ao Rafael George e à Tauá Lourenço Pires.

Ao Ciro Biderman (orientador) e à sua equipe do Centro de Estudos de Política e Economia do Setor Público (CEPESP/FGV), em especial ao Frederico Roman Ramos e à Tainá Pacheco.

Aos colaboradores Diogo Coutinho, Camila De Caso, Luciana Royer, Marcela Ferreira, Eduardo de Rezende Francisco e Mariana Chiesa. Ao Flavio Soares, responsável pela raspagem de dados, imprescindível para este trabalho.

Aos entrevistados, Luciana Pires Dias (FGV), Roberto Quiroga e Rodrigo Pará Diniz (Mattos Filho Advogados), Augusto Martins (Credit Suisse Hedging-Griffo) e Erica Fernandes Campos Veríssimo (Lacaz Martins, Pereira Neto, Gurevich & Schoueri Advogados).

Aos colegas do Instituto de Arquitetos do Brasil, pelas trocas.

À Mariana Valente, pela revisão e todo restante.

Aos familiares e amigos pelas conversas e pelo carinho.

RESUMO

Este trabalho explora as dimensões tributárias e territoriais em torno dos Fundos de Investimento Imobiliário (FII) no Brasil. Por meio da retrospectiva do arcabouço legal é apresentada uma periodização e, em seguida, uma caracterização geral, com base na raspagem de dados realizada no sistema da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Diante da reflexão sobre a configuração do sistema tributário brasileiro são analisadas as regras aplicáveis aos FIIs. Com o processamento dos dados calcula-se o valor das renúncias fiscais para os últimos dois anos. Verifica-se, em seguida, com base em dados estatísticos e no mapeamento realizado, a ocorrência de padrões de distribuição territorial dos imóveis beneficiados por isenções tributárias, incluindo o cruzamento com variáveis como a renda nominal média dos domicílios particulares e a rentabilidade dos imóveis.

Diante dos resultados obtidos são apresentadas considerações e alternativas para formulação de políticas públicas, visando aproximar mecanismos de justiça tributária e de desenvolvimento urbano.

PALAVRAS-CHAVE

Fundos de Investimento Imobiliário; Política Urbana; Justiça Tributária.

ABSTRACT

This work explores the tax and territorial dimensions around the Real Estate Investment Trusts (REITs) in Brazil. Through a retrospective of the legal framework, a periodization is presented, followed by a general characterization, based on data scraping carried out in the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) system. A reflection on the configuration of the Brazilian tax system leads to an analysis of the rules applicable to the REITs. The data processed allows for calculating the total value of the tax waivers for the last two years. Then, based on statistical data and mapping, the occurrence of territorial distribution patterns of properties benefiting from tax exemptions, including crossing with variables such as the average nominal income of private households and the profitability of the real estate, is verified. In view of the results obtained, considerations and alternatives for the development of public policies are presented, aiming to approximate tax justice and urban development mechanisms.

KEY WORDS

Real Estate Investment Funds; Urban Policy; Tax Justice.

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 01: Classificação de FIIs de acordo com mandato

Tabela 02: Classificação dos FIIs de acordo com tipo de gestão

Tabela 03: Marco regulatório da primeira fase dos FIIs (1993-2004)

Tabela 04: Marco regulatório da segunda fase dos FIIs (2004-2008)

Tabela 05: Marco regulatório da terceira fase dos FIIs (2008-2015)

Tabela 06: Marco regulatório da quarta fase dos FIIs (a partir de 2015)

Tabela 07: Valor dos ativos imobiliários (em outubro de 2018)

Tabela 08: Valor dos ativos mobiliários (em outubro de 2018)

Tabela 09: Composição da carga tributária, por tipo de impostos (em %), OCDE e Brasil - 2015

Tabela 10: Evolução das alíquotas do imposto de renda da pessoa física (em %) em países selecionados (2003-2015)

Tabela 11: Imposto de Renda sobre Fundos de Investimento

Tabela 12: IR aplicável a carteira em FIIs

Tabela 13: Imposto de Renda aplicável aos cotistas de Fundos de Investimento Imobiliário

Tabela 14: Incidência mensal do Imposto Sobre a Renda das Pessoas Físicas (IRPF)

Tabela 15: Imposto sobre a Renda sobre Pessoas Jurídicas (IRPJ)

Tabela 16: Valor passível de arrecadação com IRPF por alíquota (em R\$)

Tabela 17: Valor passível de arrecadação com a tributação da carteira de ativos por alíquota (em R\$)

Tabela 18: Soma do valor dos FIIs passível de tributação: carteira de ativos e cotistas pessoas físicas

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 01: Campanha publicitária da XP Investimentos

Figura 02: Ano de constituição dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil

Figura 03: Mensagem do robô FIIzinho no grupo de Telegram Fala FII

Figura 04: Segmentos dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil (3o tri/2018)

Figura 05: Mandato dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil (3o tri/2018)

Figura 06: Mandato dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil (3o tri/2018)

Figura 07: IFIX x Taxa Selic

Figura 08: Variação dos indicadores selecionados para representar alugueis, inflação, movimentos das cotas dos FIIs e a taxa referencia de juros a partir de 2016 indicados pela leitura de 12 meses ex-post, descontada a inflação pelo IPCA

Figura 09: Nuvem de palavras sobre conjuntura econômica presente nos informes anuais dos Fundos de Investimento Imobiliário de 2016

Figura 10: Nuvem de palavras sobre as perspectivas para o próximo período (2018) presente nos informes anuais dos Fundos de Investimento Imobiliário de 2017

Figura 11: FIIs para renda no Brasil por Região Metropolitana (2017)

Figura 12: Segmento dos FIIs para renda nas Regiões Metropolitanas brasileiras (2017)

Figura 13: Frequência da isenção de IRPF de imóveis de FIIs para renda nas Regiões Metropolitanas brasileiras (2017)

Figura 14 e 15: Diagrama de caixa da isenção de IRPF, em 2017, e do rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (em salários mínimos), em 2010, dos imóveis de FIIs para renda localizados nas Regiões Metropolitanas brasileiras

Figura 16: Dispersão entre isenção de IRPF dos FIIs para renda nas regiões metropolitanas brasileiras, em 2017 x rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (em salários mínimos), em 2010

Figura 17: Relatório de regressão

Imagens 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24 e 25: Dispersão da isenção de IRPF x Vacância, Inadimplência, Rentabilidade do FII, Rentabilidade dos imóveis, Yield (rentabilidade das cotas), Investidores estrangeiros, Distribuição mensal de alugueis (R\$), R\$/m2 de imóveis de FIIs para renda em 2017

ÍNDICE DE MAPAS

Mapa 01: FIIs para renda construídos no Brasil (2017)

Mapa 02: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: logística (2017)

Mapa 03: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: hotéis (2017)

Mapa 04: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: shoppings (2017)

Mapa 05: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: lajes corporativas (2017)

Mapa 06: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: agências bancárias (2017)

Mapa 07: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: residencial (2017)

Mapa 08: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: comércio e varejo (2017)

Mapa 09: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: educativo (2017)

Mapa 10: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: agrário (2017)

Mapa 11: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: arena esportiva (2017)

Mapa 12: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: não identificados (2017)

Mapa 13: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de Porto Alegre

Mapa 14: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de Florianópolis

Mapa 15: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de Curitiba

Mapa 16: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana da Baixada Santista

Mapa 17: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de Campinas

Mapa 18: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana do Rio de Janeiro

Mapa 19: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de Vitória

Mapa 20: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de Salvador

Mapa 21: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de Maceió

Mapa 22: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de Recife

Mapa 23: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de João Pessoa

Mapa 24: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de Natal

Mapa 25: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de Fortaleza

Mapa 26: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de Teresina

Mapa 27: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de São Luís

Mapa 28: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de Belém

Mapa 29: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de Manaus

Mapa 30: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de Belo Horizonte

Mapa 31: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana do Distrito Federal

Mapa 32: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de Goiania

Mapa 33: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de São Paulo

Mapa 34: Percentual médio de isenção de IRPF dos imóveis para renda de FIIs, em 2017, na Região Metropolitana de São Paulo

Mapa 35: Significant Moran's do percentual de isenção de IRPF dos imóveis de FIIs para renda na Região Metropolitana de São Paulo, em 2017

Mapa 36: Moran's cluster do percentual de isenção de IRPF dos imóveis de FIIs para renda na Região Metropolitana de São Paulo, em 2017

Mapa 37: FIIs para renda acabados e os processos de reestruturação urbana na RMSP (2017)

Mapa 38: Política territorial da Lei de Fomento às Periferias

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	13
1. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO NO BRASIL	14
2. O SISTEMA TRIBUTÁRIO	43
2.1. Política tributária no Brasil	43
2.2. A tributação dos FIIs	48
Tributação dos ativos	49
Tributação sobre o resgate das cotas	52
FIIs e a injustiça tributária	53
2.3. Isenção de FIIs em números	55
3. AS ISENÇÕES NO TERRITÓRIO	59
3.1. Contexto	59
3.2. FIIs para renda no Brasil	60
3.3. FIIs para renda nas Regiões Metropolitanas do Brasil	68
A Região Metropolitana de São Paulo (RMSP)	96
Os FIIs e os processos de reestruturação urbana	101
4. CONSIDERAÇÕES PARA FORMULAÇÃO DE POLÍTICAS PÚBLICAS	103
CONSIDERAÇÕES FINAIS	107
BIBLIOGRAFIA	110
ANEXO 01: METODOLOGIA	116

INTRODUÇÃO

O mercado de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) mobiliza, ao redor do mundo, cerca de 3,5 trilhões de dólares.¹ Para além da abstração financeira, tal fenômeno impacta significativamente, também, os processos de reestruturação urbana. Esta pesquisa pretende analisar estes fundos a partir dos efeitos das isenções tributárias dadas aos FIIs no Brasil, se há ocorrência de determinados padrões de distribuição territorial.

O trabalho organiza-se em 4 capítulos. No primeiro, apresenta-se a periodização dos FIIs a partir da constituição do marco regulatório aplicável, os dados estatísticos e uma breve análise da dimensão macroeconômica. No segundo, faz-se um resumo do sistema tributário brasileiro, da proposta de Reforma Tributária Solidária, do modelo aplicável aos FIIs e, ao final, quantifica-se o volume de recursos que se beneficiam das renúncias fiscais. No terceiro, analisa-se a correlação entre o percentual da isenção tributária dos imóveis para renda acabados de 2017, inscritos nas regiões metropolitanas constituídas no Brasil, e outras variáveis, em especial a renda nominal média dos domicílios particulares, proveniente do CENSO de 2010, e a rentabilidade dos fundos e dos imóveis. No quarto, aborda-se um conjunto de reflexões preliminares para o desenvolvimento de políticas públicas que aproximem mecanismos de justiça tributária e de desenvolvimento urbano. No Anexo 1 é apresentada a metodologia da raspagem de dados do sistema Fundos.Net da CVM e dos cálculos desenvolvidos.

Para além desta fonte de informações, a pesquisa baseou-se no levantamento da legislação aplicável, em entrevistas com especialistas e na literatura selecionada que aborda o tema.

Em virtude dos resultados obtidos, afere-se (i) o estado da arte do mercado brasileiro de FIIs, do ponto de vista quantitativo e legal; (ii) o sistema tributário aplicável aos FIIs, especialmente em comparação com as alíquotas pagas sobre o rendimento de pessoas físicas; (iii) o valor das renúncias fiscais; (iv) os padrões territoriais dos imóveis de fundos beneficiados com a isenção tributária, e realiza-se uma proposta preliminar de política pública.

Conclui-se registrando a necessidade de aproximação entre as agendas das reformas urbana e tributária solidária como forma de alavancar a incidência de ambas, a partir de alternativas de políticas públicas.

¹ Dados da EPRA (European Public Real Estate Association) *apud* Carta 53-18 do NRE-POLI. “Fundos de Investimento Imobiliários – Saindo da infância: a onda de 2018-2018” de Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr., p. 1.

1. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO NO BRASIL

Um relevante passo na direção da conformação do complexo imobiliário-financeiro no Brasil deu-se com a constituição dos Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs), por meio da Lei Federal nº 8.668/1993. O conceito de complexo imobiliário-financeiro foi cunhado por Aalbers (2014) para ilustrar a associação “em triângulo” entre Estado, mercado imobiliário e agentes e práticas ligados ao mundo das finanças globalizadas. O autor propõe que seja feita uma leitura associada do circuito financeiro ao imobiliário. A conexão entre capital financeiro e imobiliário no Brasil, principalmente em metrópoles como São Paulo, Belo Horizonte e Rio de Janeiro, se deu através de alguns marcos regulatórios, essenciais para a constituição de ativos imobiliário-financeiros e de estruturas que articulam estes com o capital financeiro nacional e internacional, como por exemplo, os FIIs (SANTORO e ROLNIK, 2017).

Os Fundos de Investimento Imobiliários são caracterizados pela comunhão de recursos, captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários, destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários. São condomínios fechados cujos ativos são divididos em cotas, frações ideais do patrimônio, que não reservam aos cotistas qualquer direito real sobre os bens imóveis em si.²

Os FIIs são constituídos por administradoras, previamente habilitadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM),³ responsáveis pelo funcionamento e manutenção do fundo, por meio de ato em que também deve ser aprovado seu regulamento. Neste devem constar informações como o objeto do fundo, a política de investimento, o prazo de duração, a taxa de administração,⁴ o número de cotas e a possibilidade de novas emissões, entre outras.

Na maioria dos casos⁵, as decisões relativas ao fundo são tomadas pelas assembleias gerais de cotistas. As deliberações são tomadas pela maioria dos votos dos presentes, a quem compete um voto por cota. A convocação da assembleia deve ser feita pela administradora, também

² Portanto, os cotistas não respondem por nenhuma obrigação legal ou contratual do administrador ou relativa aos imóveis.

³ Segundo art. 28 da Instrução CVM 462/2008 “a administração do fundo compete, exclusivamente, a bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, bancos de investimento, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores mobiliários, sociedades de crédito imobiliário, caixas econômicas e companhias hipotecárias”.

⁴ As administradoras são remuneradas por uma parcela variável calculada em função do desempenho do fundo ou por um indicador relevante, como o IFIX. O regulamento dos FIIs pode ainda estabelecer remuneração mínima.

⁵ Nos fundos com gestão ativa parte das decisões sobre os ativos pode recair sobre a administradora.

responsável pela divulgação à CVM de informes mensais, trimestrais e anuais, além de, anualmente, demonstrações financeiras, relatórios do auditor independente e dos representantes de cotistas, documentos das assembleias, e outros documentos sobre informações eventuais, tal como definido nas instruções normativas da CVM.⁶

A autorização, regulamentação e fiscalização da constituição, do funcionamento e da administração dos FIIs é de responsabilidade da CVM. Desde 1993, foram editadas 11 Instruções, 4 das quais foram revogadas, estando 7, portanto, vigentes. Com a edição, em 2015, da Instrução CVM 472, foram aprimorados os mecanismos de transparência, o que fez com que dados passassem a ser divulgadas periodicamente, a maioria destes em formatos padronizados.

Além do direito real sobre bens imóveis, vinculado à construção ou aquisição de imóveis para locação ou venda (ativos vulgarmente denominados “tijolos”), o patrimônio dos FIIs também pode ser composto por “papeis”, o que tem permitido o aprofundamento da relação do setor financeiro com o imobiliário. Instrumentos como os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI),⁷ as Letras de Crédito Imobiliário (LCI),⁸ as Letras Hipotecárias (LH),⁹ as Letras Imobiliárias Garantidas (LIG),¹⁰ o Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPAC) e as cotas de outros FIIs que podem, portanto, compor a carteira de ativos dos FIIs. Os fundos podem também investir em valores mobiliários, tais como títulos públicos, privados, de renda fixa, ações e debêntures.

⁶ Ver Instrução CVM Nº 472, de 31 de outubro de 2008.

⁷ Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) são títulos de renda fixa provenientes da captação de recursos destinados a financiar transações do mercado imobiliário lastreados em créditos imobiliários, tais como: financiamentos residenciais, comerciais ou para construções, contratos de aluguéis de longo prazo, entre outros. São emitidos, exclusivamente, por sociedades securitizadoras. Não possuem garantia do Fundo Garantidor de Créditos (FGC). Foram instituídos na Lei Federal nº 9.514/1997, que disciplina o Sistema Financeiro Imobiliário.

⁸ Letras de Crédito Imobiliário (LCI) são títulos de renda fixa lastreados em créditos imobiliários garantidos por hipotecas ou por alienação fiduciária de um bem imóvel que dão aos seus tomadores o direito de crédito pelo valor nominal, juros e, se for o caso, atualização monetária nelas estipulados. São emitidas por entidades expressamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil, como bancos comerciais e a Caixa Econômica Federal. Foram instituídas pela Lei Federal nº 10.931/2004.

⁹ Letras Hipotecárias (LH) são títulos de renda fixa lastreados em créditos imobiliários emitidos por instituições financeiras (bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário, companhias hipotecárias, associações de poupança e empréstimo e sociedades de crédito imobiliário) que emprestam recursos do Sistema Financeiro de Habitação (SFH). Foram instituídas pela Lei Federal nº 7.684/1988.

¹⁰ Letras Imobiliárias Garantidas (LIG) são títulos de renda fixa com lastro mercado imobiliário emitidos por bancos comerciais, garantido por Carteira de Ativos, submetida ao regime fiduciário, que podem ser compostas por créditos imobiliários, títulos de emissão do Tesouro Nacional, instrumentos derivativos e outros ativos que venham a ser autorizados pelo Conselho Monetário Nacional. Foram instituídas pela Lei Federal nº 13.097/2015.

A distribuição de rendimentos aos cotistas, se dá por meio dos recursos provenientes: (i) da locação ou arrendamento do imóvel; (ii) dos juros dos títulos mobiliários; e (iii) do ganho de capital obtido na venda dos direitos reais sobre bens imóveis. Em geral os rendimentos são distribuídos mensalmente. A legislação, no entanto, estabelece o prazo mínimo de 6 meses.

Os valores distribuídos podem não ser, em determinadas condições, tributados para o imposto sobre a renda de pessoas físicas (ver capítulo 02). Tal condição tem motivado a campanha publicitária de algumas administradoras (Figura 01). Para além desta “vantagem” o Guia desenvolvido pela CVM com orientações aos investidores apresenta um conjunto de vantagens dos FIIs em relação ao mercado tradicional de imóveis: (i) simplificação, dada responsabilização da administradora pela gestão e manutenção do bem imóvel; (ii) fracionamento do investimento, dada possibilidade de compra e venda de frações de um determinado imóvel; (iii) ganhos de escala, dado nivelamento de condições para pequenos e grandes investidores; e (iv) acesso à produção imobiliária, tanto por meio de ativos como de títulos imobiliários.

Figura 01: Campanha publicitária da XP Investimentos



Fonte: Facebook, 17 de outubro de 2018.

O mesmo documento também elenca um conjunto de riscos¹¹, em linhas gerais, relacionados: (i) às dinâmicas de mercado – alterações no regime e na interpretação do sistema tributário, redução da liquidez das cotas, variação no valor e na rentabilidade dos ativos, flutuação de preços, cotações e dos critérios para precificação; (ii) aos acontecimentos políticos e macroeconômicos relevantes nacionais e internacionais; (iii) ao setor imobiliário – alteração da legislação urbanística, aumento da vacância imobiliária, redução nos valores dos aluguéis e desvalorização dos imóveis.

1.1. Classificação

Com o objetivo de permitir a investidores a diferenciação das estratégias adotadas entre os FIIs, a Agência Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) estabeleceu boas práticas para classificação dos fundos de acordo com: (i) mandato; (ii) tipo de gestão; e (iii) segmento de atuação,¹² que vêm sendo utilizadas pelas administradoras quando de sua constituição na CVM e na disponibilização de informações.

Tabela 01: Classificação de FIIs de acordo com mandato

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.
Desenvolvimento para venda	Fundos que, conforme definido em seu regulamento, objetivam investir acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta

¹¹ Item também presente em diversos documentos dos FIIs, tais como os prospectos de oferta pública de distribuição de cotas.

¹² Deliberação Nº 62 do Conselho de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento.

	ou indiretamente, em desenvolvimento de empreendimentos imobiliários em fase de projeto ou construção, para fins de alienação futura a terceiros.
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.
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.
Híbrido	Fundos cuja estratégia de investimento não observe nenhuma concentração das

	classificações acima mencionadas, conforme definido em seu regulamento.
--	---

Fonte: Elaboração própria, a partir da Deliberação Nº 62 do Conselho de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento da ANBIMA.

Tabela 02: Classificação dos FIIs de acordo com tipo de gestão

Passiva	Fundos que especificam em seus regulamentos o imóvel ou o conjunto de imóveis que comporão sua carteira de investimento, ou, aqueles que têm por objetivo acompanhar um <i>benchmark</i> ¹³ do setor.
Ativa	Fundos que buscam rentabilidade superior à do índice de referência, conferindo ao gestor maior liberdade nas operações. São geralmente acompanhados de maiores riscos e exigem ainda mais atenção dos gestores. Por isso possuem, usualmente, taxas de administração maiores.

Fonte: Elaboração própria, a partir da Deliberação Nº 62 do Conselho de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento da ANBIMA.

No que diz respeito ao segmento de atuação, os FIIs são classificados em função dos objetivos, conforme previsto no regulamento, de investir, direta ou indiretamente, acima de dois terços do seu patrimônio líquido em agências bancárias, educacional, hospital, hotel, lajes corporativas, logística, residencial, shopping, títulos e valores mobiliários, híbrido e outros, como os fundos de fundos. Estes aplicam a maior parte de seus recursos em cotas de outros fundos imobiliários, escolhendo-as como se estivesse escolhendo ações.

¹³ *Benchmarking* é o processo de comparação de produtos, serviços e práticas empresariais utilizado para a gestão das empresas, realizado através de pesquisas que comparam as ações de cada empresa.

1.2. Periodização

Alguns autores já estudaram os fundos de investimento imobiliário sob o viés de seu desempenho, de sua disseminação no Brasil e da diferença entre os FIIs e *os real estate investment trusts* (REITs)¹⁴ (ROCHA LIMA Jr., 2011; ROCHA LIMA JR., 2012; HIRAYAMA, 2014; DIAS E TRONCOSO, 2016), e mais recentemente outros autores têm analisado a expansão dos FIIs, suas tipologias e territorialização e seu papel na construção de novas frentes imobiliário-financeiras no território (SANTORO e ROLNIK, 2017; PEREIRA, 2017; SANFELICI, 2017; PEREIRA et al., 2018; BOTELHO, 2007).

Uma periodização dos FIIs no tempo pode ser feita considerando alguns marcos regulatórios que alteraram a dinâmica dos fundos, em quatro períodos¹⁵: i) de 1993 a novembro de 2004, de constituição do instrumento; ii) de dezembro de 2004 a 2008, de adequações no regime tributário; iii) de 2008 a 2015, de incorporação de ativos financeiros; e iv) de 2015 em diante, de aprimoramento das regras de gestão e transparência (PEREIRA et al., 2018).

Primeira fase (1993-2004)

Em meados da década de 1980, os fundos de pensão começaram a investir em imóveis, inaugurando uma nova forma de incorporação imobiliária, visando ganhos com a renda e valorização patrimonial a longo prazo.

Na década seguinte, foi criada a figura jurídica dos FIIs, por meio da Lei Federal nº 8.668/1993, posteriormente regulamentada pela Instrução CVM 205, de 25 de janeiro de 1994. No cerne dessa produção normativa esteve a intenção dos fundos de pensão de utilizar o novo instrumento como forma de contornar as restrições legais à detenção de imóveis em seus ativos. Com isso, os fundos passaram a investir em títulos imobiliários, o que não era considerado o mesmo que deter um bem imóvel (FIX, 2007; BOTELHO, 2007; SHIMBO, 2010). Um segundo fator foi a perspectiva de se reunirem recursos para investimentos, sem com isso fragmentar a propriedade dos imóveis (FIX, 2007, p. 65), aspecto importante para conferir maior flexibilidade na gestão dos ativos.

¹⁴ Para saber mais, ver Rocha Lima Jr., 2012.

¹⁵ Periodização baseada no depoimento de Alexandre Machado para a equipe de pesquisadores do LabCidade FAUUSP, em 2017, e nos depoimentos de Luciana Pires Dias, Roberto Quiroga, Augusto Martins e Erica Fernandes Campos Veríssimo, realizados em 2018 e 2019 para o autor.

O arcabouço legal instaurado foi também utilizado como meio para reduzir a carga tributária de operações imobiliárias, e não como forma de captação de recursos para produção. Algumas empresas transformaram seus patrimônios em fundos, posto que os FIIs não eram obrigados a distribuir os resultados.¹⁶ Com isso, até 1995 o patrimônio investido nos fundos era aplicado na compra de outros imóveis, por exemplo, em vez de ser distribuído ou utilizado para viabilização de outro empreendimento. Entre 1995 e 1998 a Receita Federal editou normas que criaram barreiras para utilização dos FIIs como instrumento de gerenciamento de patrimonial e tributário.¹⁷

Em 1996 foi constituído e lançado na bolsa de valores o primeiro fundo de investimento imobiliário brasileiro: o FII Memorial Office (FMOF11). Fundo que tinha como único ativo um edifício corporativo, característica central dessa e da próxima etapa, segundo Machado (2017), em que os fundos eram “monoativos”. Suas cotas foram vendidas principalmente para fundos de pensão (HIRAYAMA, 2014). Outros imóveis significativos deste período foram o Panamby e o Shopping Pátio Higienópolis.

Em 1997, a integração do mercado imobiliário com o sistema financeiro ganhou novos instrumentos, que transformaram bens imóveis em títulos imobiliários equivalentes às debêntures, conferindo assim maior liquidez aos ativos. Foi aprovada a Lei Federal nº 9.514/1997, que instituiu o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), complementar ao SFH, criou a alienação fiduciária para bens imóveis e deu origem aos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) (PEREIRA et al., 2015; ROYER, 2009). Com isso, foram criados instrumentos de desintermediação bancária por meio da securitização de créditos imobiliários, garantidos fiduciariamente, a serem emitidos por companhias habilitadas (BOTELHO, 2007, p. 166). As receitas são baseadas nos juros sobre os empréstimos ou outros recebíveis.

Botelho exemplifica:

Uma incorporadora, após vender as unidades de um edifício por ela construído, pode securitizar as dívidas adquirentes e vendê-las no mercado. Receberia, assim, de volta, o capital utilizado para financiar os compradores, e poderia reinvestir esse capital utilizado para financiar os compradores, e poderia reinvestir esse capital em outra atividade ou outro empreendimento. Os juros e a amortização das dívidas diretamente dos adquirentes. Dessa forma, a incorporadora não necessita esperar pelo

¹⁶ Régis Dallagnese, depoimento de 15/05/2002. In BOTELHO, 2007, pp. 173-74.

¹⁷ Régis Dallagnese, depoimento de 15/05/2002. In BOTELHO, 2007, pp. 173-74.

vencimento da dívida dos mutuários para recuperar o capital investido, podendo, assim, acelerar o tempo de locação do capital imobilizado no empreendimento (BOTELHO, 2007, p. 166).

Em seguida, em 1999, os ativos de FIIs passam a se equiparar à propriedade de bens imóveis, segundo o mesmo autor, o que limitou, naquele momento, a aplicação de recursos dos fundos de pensão no setor. Para Botelho (2007), isso foi reflexo de uma política do Governo Federal para direcionar recursos da previdência para projetos de infraestrutura, panorama que se consolidou ao longo dos anos 2000. Como consequência, os investidores do varejo, ou poupadores, ganharam maior importância (DALLAGNESE, 2002, *apud* BOTELHO, 2007, p. 174-75).

As alíquotas aplicáveis sobre os rendimentos e ganhos de capital auferidos pelos FIIs foram, no mesmo ano de 1999, por meio da Lei Federal nº 9.779/1999, reduzidas de 25% para 20%, como forma de incentivar os investidores a escolherem os FIIs como meio de diversificação de seus investimentos.

Em 2001, outro ato normativo reduziu a capacidade de investimento dos recursos das entidades fechadas de previdência privada, nas diversas carteiras que compõem o segmento de imóveis.¹⁸ A Resolução nº 2.829 do Conselho Monetário Nacional reduziu a alíquota vinculada à essa finalidade. Para Fix (2007):

A retirada de cena dos fundos do setor imobiliário, contudo, uma característica do mercado de capitais, mesmo que com menor liquidez, pode ser vista como a contraprova de um certo grau de financeirização na

¹⁸ Dos Limites, Art. 34. “Observado o disposto no art. 35, o total dos recursos da entidade fechada de previdência privada aplicados nas diversas carteiras que compõem o segmento de imóveis não pode exceder: I - 16% (dezesseis por cento), durante os anos de 2001 e 2002; II - 14% (quatorze por cento), durante os anos de 2003 e 2004; III - 12% (doze por cento), durante os anos de 2005 e 2006; IV - 10% (dez por cento), durante os anos de 2007 e 2008; V - 8% (oito por cento), a partir do ano de 2009. Art. 35. Adicionalmente aos limites estabelecidos no artigo anterior: I - no caso da carteira de desenvolvimento, cada investimento não pode representar mais que 25% (vinte e cinco por cento) do empreendimento correspondente; II - o total dos investimentos nas carteiras de aluguéis e renda e de outros investimentos imobiliários não pode exceder: a) 70% (setenta por cento) do total dos investimentos no segmento, durante os anos de 2001 e 2002; b) 60% (sessenta por cento) do total dos investimentos no segmento, durante os anos de 2003 e 2004; c) 50% (cinquenta por cento) do total dos investimentos no segmento, a partir do ano de 2005; III - a rentabilidade líquida proveniente de locação de imóveis não pode ser inferior a 70% (setenta por cento) da taxa média de retorno dos investimentos da entidade fechada de previdência privada no segmento; IV - no caso da carteira de fundos imobiliários, o total das aplicações em um mesmo fundo de investimento imobiliário não pode exceder 25% (vinte e cinco por cento) do patrimônio líquido do fundo; V - no caso da carteira de outros investimentos imobiliários: a) o total das aplicações em um único imóvel não pode representar mais que 4% (quatro por cento) dos recursos da entidade fechada de previdência privada; b) fica vedada a manutenção de aplicações em terrenos a partir do ano de 2005, não podendo as mesmas representar mais que: 1. 2% (dois por cento) dos recursos da entidade fechada de previdência privada, durante os anos de 2001 e 2002; 2. 1% (um por cento) dos recursos da entidade fechada de previdência privada, durante os anos de 2003 e 2004”.

dinâmica imobiliária em São Paulo. Trata-se, porém, de uma financeirização truncada, marcada pelas especificidades próprias da realidade brasileira, na qual os fundos fizeram as vezes do sistema de crédito (FIX, 2007, p. 151).

Entre as causas, para além da disputa dos recursos dos fundos para a viabilização das obras de infraestrutura, conforme levantado anteriormente, se destaca também o financiamento da dívida pública, por pressão do próprio setor público, e a pressão feita pelos bancos, interessados em vender títulos de renda fixa aos fundos de pensão (BOTELHO, 2007, p. 176).

Em agosto de 2004, foi aprovada a Lei Federal nº 10.931 que criou mais um instrumento que futuramente também viria a ser incorporado à carteira dos FIIs: a Letra de Crédito Imobiliário (LCI), títulos de renda fixa lastreados em créditos imobiliários, garantidos por hipotecas ou por alienação fiduciária de um bem imóvel, que dão aos seus tomadores o direito de crédito pelo valor nominal, juros e, se for o caso, atualização monetária nelas estipulados (PEREIRA et al., 2013).

Tabela 03: Marco regulatório da primeira fase dos FIIs (1993-2004)

Ano	Norma	Objeto
1993	Lei Federal nº 8.668	Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências.
1994	Instrução CVM nº 205	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento Imobiliário.
1997-98	Receita Federal	Alterou as normas de distribuição de resultados dos fundos de investimento imobiliários
1997	Lei Federal nº 9.514	Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e cria o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)
1999	Lei Federal nº 9.779	Altera a legislação do Imposto sobre a Renda, relativamente à tributação dos Fundos de Investimento

		Imobiliário e dos rendimentos auferidos em aplicação ou operação financeira de renda fixa ou variável, entre outras providências
1999	Não localizada	Ativos imobiliários passam a ser considerados bens imóveis para os fundos de pensão
2001	Resolução nº 2.829 do Conselho Monetário Nacional	Aprova regulamento estabelecendo as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos das entidades fechadas de previdência privada.
2004	Lei Federal nº 10.931	Dispõe sobre a Letra de Crédito Imobiliário (LCI)

Fonte: elaboração própria.

Segunda fase (2004-2008)

A segunda fase teve início com a aprovação de duas leis que alteraram significativamente o regime tributário dos FIIs e os instrumentos financeiro-imobiliários a ele associados. A Lei Federal nº 11.033/2004 isentou as pessoas físicas de tributação de imposto de renda na fonte sobre a remuneração produzida por Letras Hipotecárias (LH), Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e Letras de Crédito Imobiliário (LCI), instrumentos que futuramente passariam a compor o patrimônio dos FIIs.

A Lei Federal nº 11.196/2005, por sua vez, alterou as leis nº 8.668/1993, nº 11.033/2004 e nº 10.931/2004, e isentou do imposto de renda as pessoas físicas quotistas dos FIIs, cumpridas determinadas condições (ver Capítulo 2, *infra*). Com isso, segundo Alexandre Machado,¹⁹ as pessoas físicas, que já eram um grupo importante na composição dos investidores, passaram a ter maior importância.

Consequentemente, em função da tendência de crescimento da capacidade de investimento em FIIs, surgiram fundos de portfólio (que detêm mais de um imóvel, como forma de diluir riscos) e com gestão ativa. João da Rocha Lima Jr. (2011) classificou esses fundos como “nobres”, em

¹⁹ Depoimento de Alexandre Machado para a equipe de pesquisadores do LabCidade FAUUSP, em 2017 (PEREIRA et al., 2018).

comparação com fundos monoativos, considerados “pobres”. A maior liberdade de gestão para os administradores é também uma forma de se alcançar maior rentabilidade do que aqueles com gestão passiva, já que, em busca de ativos mais vantajosos, administradores poderiam realizar determinadas operações sem necessariamente obter autorização em assembleia geral.

Foi também neste momento que as empresas do mercado imobiliário lançaram suas ações na bolsa de valores, as primeiras IPOs (*Inicial Public Offerings*), episódio marcante da relação do mercado imobiliário com o setor financeiro (SHIMBO, 2010; ROYER, 2009). As ofertas realizadas nesse período captaram mais de R\$ 22 bilhões de reais, o que gerou um crescimento vertiginoso da produção, entretanto, em muitas situações, acabou resultando em perdas, sobretudo por não ter havido uma estrutura de suporte adequada (ROCHA LIMA JR, 2012, p.4).

Tabela 04: Marco regulatório da segunda fase dos FIIs (2004-2008)

Ano	Norma	Objeto
2004	Lei Federal nº 11.033	Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais.
2005	Lei Federal nº 11.196	Altera as leis nº 8.668/1993, nº 11.033/2004 e nº 10.931/2004.

Fonte: elaboração própria.

Terceira fase (2008-2015)

A terceira fase de desenvolvimento dos FIIs no Brasil tem início com a publicação, em 2008, da Instrução CVM nº 472, que revogou as anteriores e trouxe novos parâmetros sobre o funcionamento dos fundos, sendo determinante para seu crescimento. Destaca-se a introdução de novas formas de investimento em empreendimentos imobiliários, para além dos “tijolos”. Foram incorporados à carteira de ativos dos FIIs os títulos de “papéis”, como os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), as Letras Hipotecárias (LH), as Letras de Crédito Imobiliário (LCI), os CEPACs e cotas de outros fundos imobiliários. Conforme pontua Isabel Martin (2017), existem posições divergentes sobre a validade dessa mudança: para João da Rocha Lima Jr. (2011) se trata de uma distorção do objetivo essencial, além de uma prática incomum internacionalmente; para Alexandre Machado (2017), tal inovação, dado contexto do mercado financeiro brasileiro, foi um artifício conveniente.

A entrada dos ativos de papéis foi determinante na proliferação dos FIIs no Brasil (Figura 02). O crescimento acentuado depois de sua introdução deve-se, adicionalmente, à redução da SELIC (que caiu de 17,25, em 18 de janeiro de 2006, para 11,25, em 23 de janeiro de 2008 e, depois de um breve aumento, a 8,75, em 27 de julho de 2009), e à ampliação da segurança jurídica do instrumento da alienação fiduciária, dada jurisprudência alcançada em virtude da tramitação de um conjunto de processos, sobretudo no Tribunal de Justiça de São Paulo (VERISSIMO, 2019). Aliás, as condições macroeconômicas têm sido um referencial importante para a compreensão das oscilações na dinâmica de constituição de FIIs no Brasil envolvendo as maiores rentabilidades esperadas, como a SELIC, mas também a alteração na taxa de juros e a Taxa Interna de Retorno (TIR) aparecem nos comentários de empresas que monitoram o desempenho destes fundos.

Figura 02: Ano de constituição dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil



Fonte: elaboração própria, a partir do sistema Fundos.Net.

No período, foi também constituído o Índice dos Fundos de Investimento Imobiliário (IFIX), carteira teórica de ativos criada em setembro de 2012 pela BM&FBovespa composta pelos FIIs listados nos mercados de bolsa e de balcão organizado da B3. Este, congrega, sob um mesmo indicador, o cômputo de rentabilidades oriundas da variação de preço das cotas e dos rendimentos

distribuídos dos FIIs negociados numa determinada bolsa (UqBAR, 2018, p. 18). Os dados disponibilizados partem de dezembro de 2010. O objetivo foi o de estabelecer um indicador do desempenho médio das cotações. Atualmente, existem 83 fundos vinculados ao índice, que somados atingem o valor de mercado de praticamente R\$ 33 bilhões²⁰.

Com objetivo de ampliar os incentivos para atração de investidores estrangeiros foi publicado, em 2013, o Decreto 7.584, que reduziu a zero a alíquota do imposto sobre operações financeiras (IOF-Câmbio) para os investidores estrangeiros em quotas de FIIs. Estes já gozavam da isenção de rendimentos nas mesmas condições do que os residentes pessoa física – com exceção daqueles que vivem em paraísos fiscais.

Alguns analistas de mercado consideram que entre 2013 e 2015, os FIIs acompanharam o período de crise imobiliária, com negócios estagnados até o final de 2015, aumento da vacância dos imóveis, ajustes patrimoniais fechando em negativo e praticamente sem emissões de novas cotas. Em função do “aumento do custo financeiro de oportunidade e da diminuição das receitas esperadas, os valores de mercado das cotas de FII sofreram forte queda” (UqBAR, 2018, p. 13).

Tabela 05: Marco regulatório da terceira fase dos FIIs (2008-2015)

Ano	Norma	Objeto
2008	Instrução CVM nº 472	Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII.
2009	Lei Federal nº 12.024	Altera a lei 8.668/1993 que instituiu os FIIs
2013	Decreto nº 7.584	Altera o Regulamento do IOF estabelecendo isenção tributária do imposto sobre operações financeiras (IOF-Câmbio) para não residentes.

Fonte: elaboração própria.

²⁰ Dados de outubro de 2018 coletados no dia 20/11/2018: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/outros-indices/indice-bm-fbovespa-fundos-de-investimentos-imobiliarios-ifix-estatisticas-historicas.htm

Quarta fase (a partir de 2015)

A quarta etapa teve início com a publicação, em 2015, da Instrução CVM nº 571, que alterou as normas anteriores em relação à governança e às informações a serem disponibilizadas. Foram criados padrões para publicação dos informes mensais, trimestrais e anuais, que passaram a ser enviadas em formato específico para publicação no site da CVM, por meio do sistema “Fundos.Net”. Com isso, ampliou-se a transparência, o que permitiu que diversos sites e aplicativos com informações em tempo real sobre os FIIs se multiplicassem, entre eles destaca-se o grupo no Telegram “Fala FII”²¹ (Figura 03). Sem o acesso ao sistema não teria sido possível realizar a raspagem de dados que, conforme será descrito adiante, serviu de base para as análises territoriais desta pesquisa.

Figura 03: Mensagem do robô FIIzinho no grupo de Telegram Fala FII



Fonte: Grupo Fala FII no aplicativo Telegram, 2019.

²¹ Grupo com 2.348 membros (em 23 de fevereiro de 2018).

Neste período, foi aprovado um novo instrumento, por meio da Lei Federal nº 13.097/2015: a Letra Imobiliária Garantida (LIG), título de renda fixa com lastro mercado imobiliário emitido por bancos comerciais, garantido por Carteira de Ativos, submetido ao regime fiduciário, que pode ser composto por créditos imobiliários, títulos de emissão do Tesouro Nacional, instrumentos derivativos e outros ativos que venham a ser autorizados pelo Conselho Monetário Nacional. O instrumento também é isento de imposto de renda para pessoas físicas, mas, no momento em que se escreve este trabalho, ainda não foi aplicado, por encontrar-se em fase final de regulamentação.

Outra norma que se destacou no período foi a Medida Provisória nº 694, publicada em setembro de 2015 que, em linhas gerais, dispunha sobre a revogação de alguns benefícios fiscais. Para analisá-la, foi constituída comissão mista do Senado e da Câmara dos Deputados que recebeu 109 emendas. O então presidente da Comissão, deputado Eduardo Cury, designou como relator o Senador Romero Jucá, em substituição ao Senador Eunício Oliveira. Eles apresentaram, em 15 de dezembro de 2015, dias depois da abertura do processo de *impeachment* contra a então presidente Dilma Rousseff,²² um relatório legislativo aprovando parcialmente parte das emendas apresentadas e, em anexo, uma proposta de projeto de lei de conversão. Uma das alterações propostas consistia na previsão de tributação de ativos, entre eles, títulos imobiliários (CRI, LCI, LH, etc.), como medida para enfrentar a crise fiscal em que se encontrava a União, o que exigia “ações em diversas frentes, seja no sentido de diminuir ou se racionalizar despesas, seja no sentido de aumentar a receita” – a MPV 694/15 configurar-se-ia como um dos “instrumentos dessas ações, visando, em particular, ao fortalecimento dos cofres públicos federais”²³.

²² A abertura do processo de impeachment foi feita pelo presidente da Câmara, Eduardo Cunha, em 02 de fevereiro de 2016.

²³ Texto proposto: “CAPÍTULO I - DAS APLICAÇÕES EM TÍTULOS OU VALORES MOBILIÁRIOS EM FUNDOS DE INVESTIMENTOS. Seção I - Das Aplicações Em Títulos ou Valores Mobiliários: Art. 2º Os rendimentos produzidos por aplicações financeiras de renda fixa e de renda variável, auferidos por qualquer beneficiário, inclusive pessoa jurídica isenta, realizadas a partir de 1º de janeiro de 2016, sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda retido na fonte às seguintes alíquotas: I - 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de até 360 (trezentos e sessenta) dias; II - 20% (vinte por cento), em aplicações com prazo de 361 (trezentos e sessenta e um) dias até 720 (setecentos e vinte) dias; III - 17,5% (dezessete inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de 721 (setecentos e vinte e um) dias até 1.080 (um mil e oitenta) dias; IV - 15% (quinze por cento), em aplicações com prazo acima de 1.080 (um mil e oitenta) dias. § 1º As aplicações realizadas por pessoas físicas em Letra de Crédito Imobiliário - LCI, de que trata o art. 12 da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, em Certificado de Recebíveis Imobiliários - CRI, de que trata o art. 6º da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, em Letra Hipotecária - LH, de que trata a Lei nº 7.684, de 2 de dezembro de 1988, e em Letra Imobiliária Garantida - LIG, de que trata o art. 63 da Lei nº 13.097, de 19 de janeiro de 2015, sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda, retido na fonte, às seguintes alíquotas, a partir de 1º de janeiro de 2016: I - 17,5% (dezessete inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de até 360 (trezentos e sessenta) dias;

No dia seguinte da publicação do relatório, o IFIX caiu de 1.441,28 pontos para 1.371,59, registrando a maior oscilação mensal do índice, de quase 20%, desde sua constituição.²⁴

Depois de apresentar novos relatórios em reuniões seguintes, no dia 02 de fevereiro de 2016, o Senador Romero Jucá protocolou outra versão em que a tributação de aplicações em títulos e valores mobiliários e em fundos de investimento não estava mais presente – e assim seguiu, até a versão final de 23 de fevereiro. Com isso, a tributação de tais ativos não passou de um breve ensaio.

Também foi nesta quarta fase que os FIIs começaram a ser incorporados em uma série de operações agenciadas pelo Estado envolvendo ativos públicos (Martin, 2017; SANTORO et al., 2018). No Estado de São Paulo, foram aprovadas duas leis que permitiram ao Estado utilizar o instrumento: a Lei nº 16.338/2016 autorizou a outorga de poderes específicos para constituição de fundos imobiliários visando a alienação de bens públicos contidos em uma listagem anexa, e a Lei nº 16.499/2017 autorizou a participação da São Paulo Previdência (SPPREV) como quotista de Fundos de Investimento Imobiliário, podendo se valer de qualquer imóvel com autorização para alienação. No mesmo ano foi aberta uma concorrência para contratar serviços de estruturação, administração, custódia e operação de um Fundo de Investimento Imobiliário composto por 267 imóveis públicos estaduais (SANTORO et al., 2018; MENDONÇA, 2018; MENDONÇA & ROLNIK, 2018). Vários autores analisam a medida, que pretende ampliar os instrumentos de garantia para os parceiros privados em contratos de parcerias público-privadas (PPPs) estaduais por meio da venda de imóveis, mesmo que eles pudessem ser utilizados para implementação de políticas públicas (SANTORO et al., 2018; MENDONÇA & ROLNIK, 2018).

II - 15% (quinze por cento), em aplicações com prazo de 361 (trezentos e sessenta e um) dias até 720 (setecentos e vinte) dias; III - 12,5% (doze inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de 721 (setecentos e vinte e um) dias até 1.080 (um mil e oitenta) dias; IV - 10% (dez por cento), em aplicações com prazo acima de 1.080 (um mil e oitenta) dias.

§ 2º No caso de aplicações de renda fixa e de renda variável referidos no caput deste artigo e de valores mobiliários referidos no § 1º indexados à taxa de juros de depósito interfinanceiros - CDI ou à taxa de juros equivalente à taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - Selic, independentemente do prazo da operação, a alíquota do imposto sobre a renda, retido na fonte, será de 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento), não se aplicando as alíquotas estabelecidas no caput e no §1º.

§ 3º Excepcionalmente, para os rendimentos produzidos pelos valores mobiliários emitidos no ano-calendário de 2016: I - as alíquotas referidas no § 1º serão reduzidas em 50% (cinquenta por cento); II - a alíquota referida no § 2º será reduzida em 50% (cinquenta por cento) para os rendimentos produzidos pelos valores mobiliários a que se refere o §1º.”

²⁴ Fonte: BM&F Bovespa, disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/outros-indices/indice-bm-fbovespa-fundos-de-investimentos-imobiliarios-ifix-estatisticas-historicas.htm.

Em âmbito nacional, a Lei Federal nº 13.240/2015, complementada pela MP 852/2018, dispôs sobre a administração, a alienação, a transferência de gestão de imóveis da União e seu uso para a constituição de fundos. Em junho de 2017, o Governo Federal anunciou um acordo de cooperação técnica com a Caixa para a elaboração de proposta de estruturação de um FII. Esse fundo terá como lastro parte da carteira de imóveis da União, administrada pela Secretaria do Patrimônio da União (SPU), que atualmente dispõe de cerca de 650 mil imóveis em seu cadastro.²⁵

Outra medida relevante diz respeito à Resolução nº 4.661/2018 do Conselho Monetário Nacional, que estabeleceu novas regras para investimentos em imóveis por meio dos fundos de pensão.²⁶ Foi vedada a aquisição direta de imóveis pelas entidades fechadas de previdência complementar, que ficaram obrigadas a alienar os imóveis de sua propriedade direta até 2030; o limite de participação passou de 8% para 20% e pode dar-se somente por meio de FII, FICFII, CRIs e CCIs. Com isso, criam-se condições para o crescimento do patrimônio dos FIIs, segundo cálculos do autor, algo em torno de R\$ 40 bilhões, volume que tende a ser ainda maior em função da instituição de FIIs de imóveis públicos e do crescimento “natural” do setor.

Tabela 06: Marco regulatório da quarta fase dos FIIs (a partir de 2015)

Ano	Norma	Objeto
2015	Instrução CVM nº 571	Altera dispositivos da Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, e da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.
2015	Lei Federal nº 13.097	Cria a Letra Imobiliária Garantida (LIG).
2015	MP-694 (vigência encerrada)	Altera a Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, para dispor sobre o imposto sobre a renda incidente sobre juros de capital próprio, a Lei nº 10.865, de 30 de abril de 2004, e a Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005, para dispor sobre os benefícios fiscais do Regime Especial da

²⁵ Fonte: <http://www.planejamento.gov.br/noticias/governo-criara-fundo-de-investimento-imobiliario>

²⁶ Fonte: <https://www.valor.com.br/patrocinado/machado-meyer-advogados/inteligencia-juridica/mudanca-nos-investimentos-em-imoveis-pelos>

		Indústria Química e para suspender, no ano-calendário de 2016, os benefícios fiscais de que tratam os arts. 19, 19-A e 26 desta Lei.
2015	Lei Federal nº 13.240	Dispõe sobre a administração, a alienação, a transferência de gestão de imóveis da União e seu uso para a constituição de fundos
2016	Lei Estadual nº 16.338	Autoriza a alienação dos imóveis que especifica e dá outras providências
2017	Lei Estadual nº 16.499	Autoriza a participação da São Paulo Previdência - SPPREV em Fundo de Investimento Imobiliário e dá outras providências

Fonte: elaboração própria.

1.3. Abrangência

A abrangência foi analisada a partir de dados coletados através do método *web scraping* que consiste em técnica empregada para a extração de um grande volume de dados de websites onde os dados são convertidos em tabelas gravadas em um computador local. Os dados consistem em informações constantes nos informes mensais, trimestrais e anuais dos Fundos de Investimento Imobiliários, disponíveis, desde de outubro de 2016 até outubro de 2018, no sistema de Dados Abertos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), denominado sistema Fundos.Net. A metodologia empregada foi trabalhosa e cuidadosa, exigiu coleta e checagem das informações e estratégias de análise de dados, além da ajuda de especialistas neste método. Encontra-se descrita no capítulo 3 e, em detalhes, no Anexo I.

Atualmente estão vigentes no Brasil 256 fundos imobiliários (Fundos.Net, 31 de out. 2018). Dados dos informes mensais da CVM de outubro de 2018 mostram que os FIIs juntos detêm ativos no valor de R\$ 88,35 bilhões e patrimônio líquido de R\$ 66,24 bilhões. Em direitos de bens

imóveis²⁷, os FIIs detêm R\$ 53,21 bilhões (60% e 80% dos ativos e do patrimônio líquido, respectivamente), divididos conforme tabela a seguir.

Tabela 07: Valor dos ativos imobiliários (em outubro de 2018)

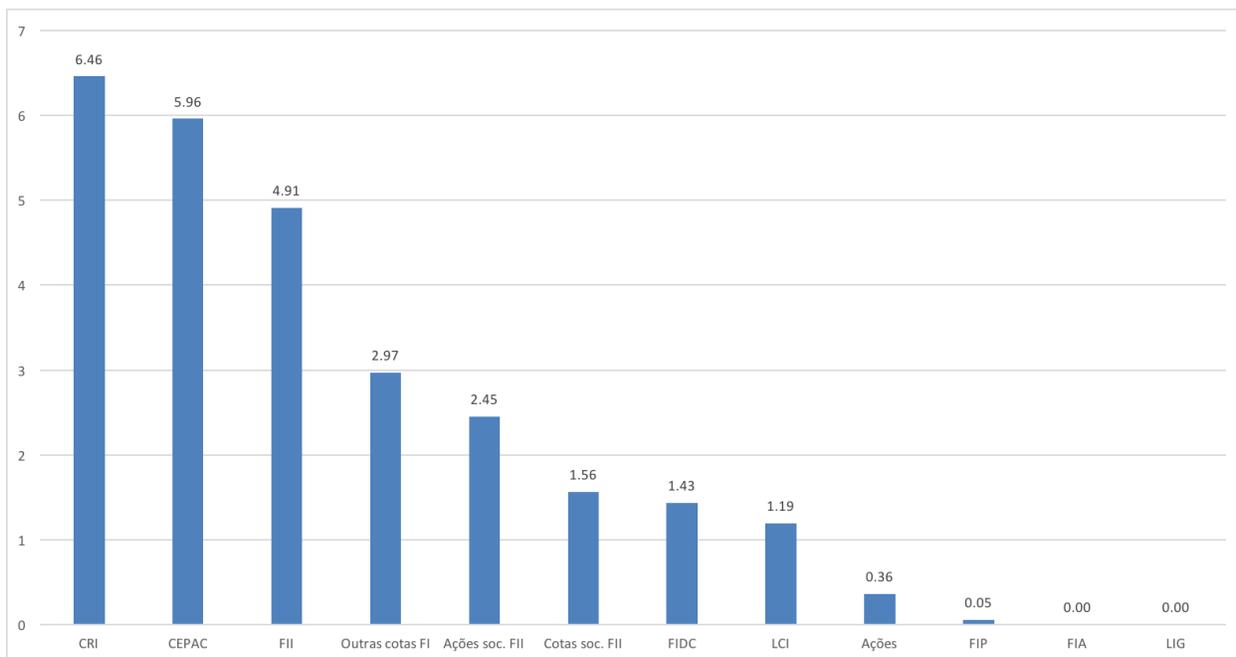
Ativo	Valor (em bilhões de R\$)
Imóveis para Renda Acabados	46,85 (88% dos bens imóveis)
Imóveis para Renda em Construção	2,08 (4% dos bens imóveis)
Terrenos	1,89 (3% dos bens imóveis)
Outros Direitos Reais	1,51 (3% dos bens imóveis)
Imóveis para Venda em Construção	0,62 (1% dos bens imóveis)
Imóveis para Venda Acabados	0,25 (0,5% dos bens imóveis)
Total	53,21

Fonte: elaboração própria, a partir do sistema Fundos.Net.

Em valores mobiliários os FIIs detêm R\$ 23,29 bilhões, divididos conforme a Tabela 08.

²⁷ Terrenos, imóveis em construção e imóveis acabados.

Tabela 08: Valor dos ativos mobiliários (em outubro de 2018)



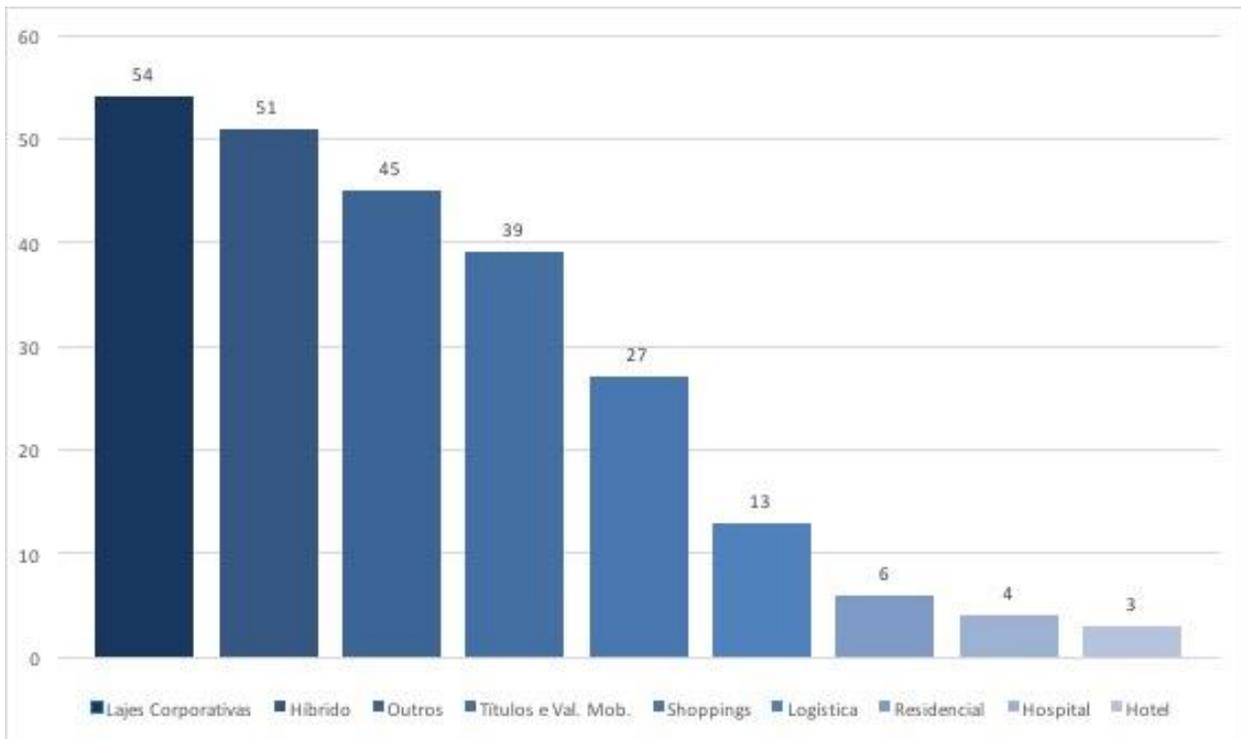
Fonte: elaboração própria, a partir do sistema Fundos.Net.

Os fundos imobiliários juntos receberam, em outubro de 2018, R\$ 2,23 bilhões de reais em aluguéis. Foram distribuídos aos cotistas 523,15 milhões, valor significativamente inferior ao recebido em aluguéis por conta dos custos transacionais e operacionais envolvidos na sua gestão, entre eles a taxa de administração paga aos administradores, item que soma R\$ 86,85 milhões.

No período selecionado foram observados 514,2 mil investidores. Dada ausência de dados, em virtude do preenchimento incompleto dos informes mensais por alguns dos fundos, não foi possível precisar o número, o percentual e o patrimônio das diferentes categorias de cotistas, a saber: pessoa jurídica não financeira, banco comercial, corretora/distribuidora, outras pessoas jurídicas financeiras, investidores não residentes, entidade aberta previdência complementar, entidade fechada de previdência complementar, regime próprio previdenciário, sociedade/seguradora, sociedade de arrendamento mercantil, fundos de investimento imobiliários, outros fundos de investimento e outros tipos de cotistas. No entanto, ao observar apenas o número de cotistas, observa-se que a maioria dos investidores são pessoas físicas.

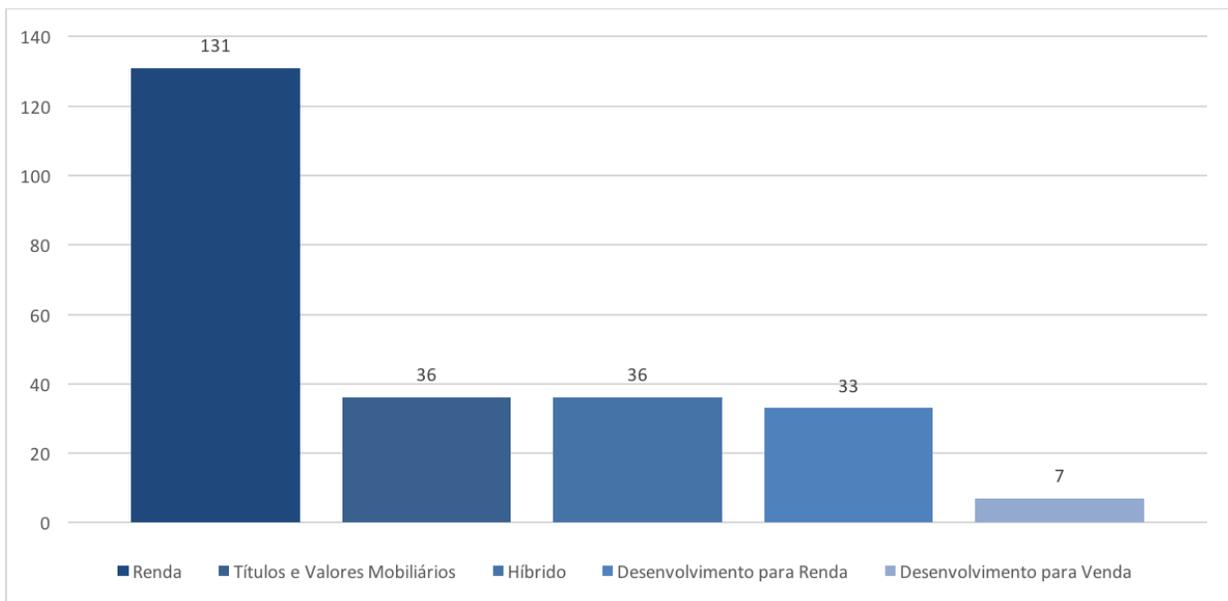
Em relação aos segmentos (Figura 04), observa-se que a maioria dos fundos é dedicado a lajes corporativas, seguidas dos fundos com ativos híbridos. A proporção de imóveis em relação ao mandato (Figura 05) evidencia também a prevalência da renda em relação às demais categorias.

Figura 04: Segmentos dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil (3º tri/2018)



Fonte: elaboração própria, a partir do sistema Fundos.Net., 2018.

Figura 05: Mandato dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil (3o tri/2018)

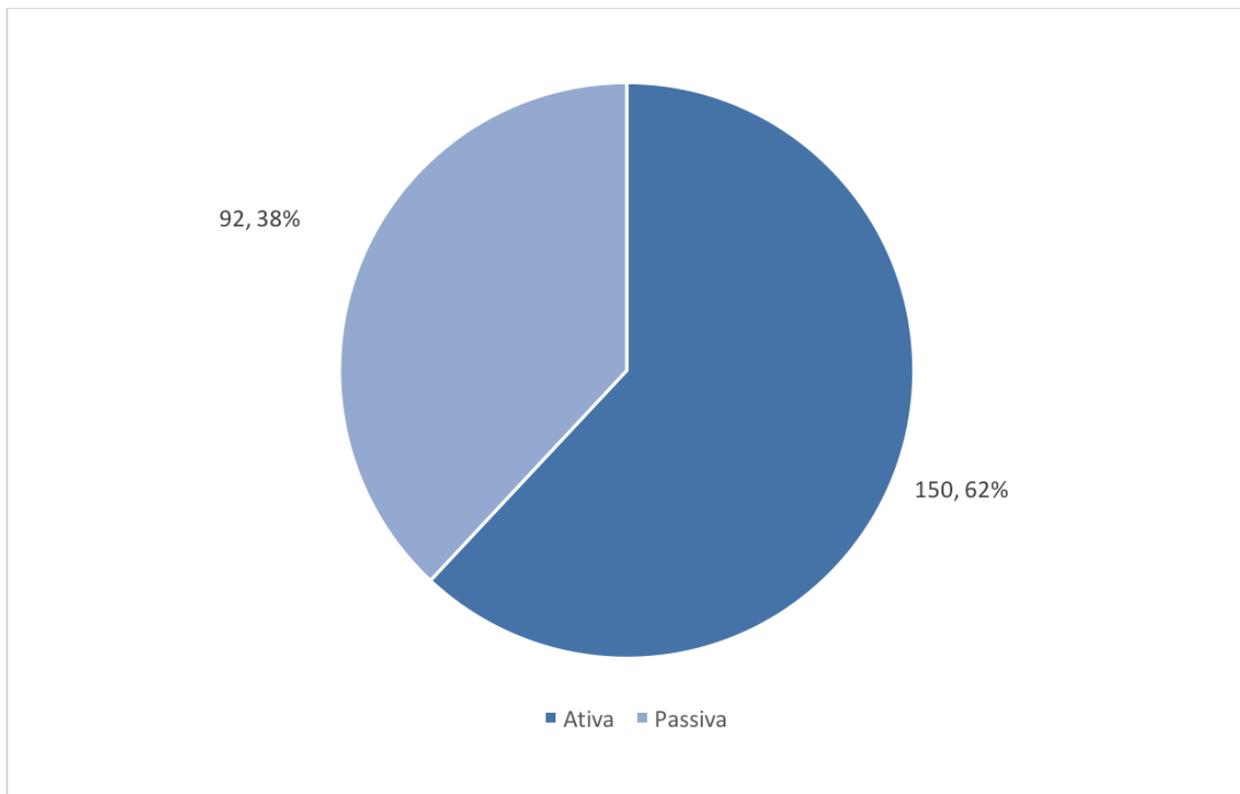


Fonte: elaboração própria, a partir do sistema Fundos.Net.

Segundo Botelho, um dos principais motivos para a constituição de poucos fundos voltados ao desenvolvimento imobiliário recai nos “longos prazos de maturação dos projetos, na desconfiança dos investidores com relação a essa modalidade de investimento, que é relativamente nova no país, bem como devido à concorrência de outras opções mais rentáveis” (BOTELHO, 2007, p. 171).

Em relação aos tipos de gestão (Figura 06), observa-se que, apesar do crescimento de fundos com gestão ativa, ainda 32% dos fundos são de gestão passiva. E, ainda assim, apesar de alguns deles se declararem ativos, na prática não são (Alencar, 2018, p. 3).

Figura 06: Mandato dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil (3o tri/2018)



Fonte: elaboração própria, a partir do sistema Fundos.Net.

A esse respeito, afirmou Botelho:

Outro problema para o pleno desenvolvimento do mercado de capitais seria a elevada taxa de juros vigente durante a década de 1990 e primeiros anos dos anos 2000. Segundo Vendrossi (2002: 91), historicamente, os créditos imobiliários no Brasil têm como parâmetro a taxa de juros cobrada pelo SFH, sendo de cerca de 12% ao ano, em termos reais (descontada inflação).

Com taxas mais elevadas que isso, as aplicações em títulos públicos ofereceriam um rendimento muito superior ao mercado, desestimulando o investimento em papéis de créditos imobiliários (BOTELHO, 2007: 184).

1.4. Retornos

Os avanços do complexo financeiro-imobiliário têm tornado a compreensão dos processos de reestruturação urbana ainda mais complexa, sobretudo diante de um conjunto de novas variáveis que passam a interferir na precificação dos ativos.

A análise do comportamento do IFIX desde sua constituição nos permite compreender a influência de outras variáveis. Estudos sobre o tema vem sendo desenvolvidos, sobretudo a partir da SELIC, taxa básica de juros; o Ibovespa; e o IGMI-C, índice geral do mercado imobiliário comercial. Pesquisas em outros países apresentam dados reveladores sobre o tema: “analisando os ciclos dos REITs e os ciclos econômicos em nove países (Estados Unidos, Hong Kong, Reino Unido, Cingapura, Austrália, Dinamarca, Itália, Japão e Turquia) concluem que o fluxo de renda dos REIT, relativamente previsível e estável, é afetada pelos ciclos do mercado econômico” (LI e CHOW, 2005, apud, MORAES e SERRA, 2017).

Em linhas gerais, a pesquisa conduzida por Rafael Morais de Souza e Paulo Magno Silva Maia, *Análise do Mercado de Fundos de Investimentos Imobiliários negociados na Bolsa*, revela que, para o período de agosto de 2010 a dezembro de 2014, a capacidade da taxa SELIC e do IGMI-C, conjuntamente, explicarem o IFIX é significativa, correspondendo a 94,43% das variações deste. A correlação com o Ibovespa não se mostrou significativa.

Outros estudos, conduzidos por Yokoyama, revelam que os retornos dos fundos imobiliários não são significativamente explicados pelo comportamento do mercado de títulos/renda fixa e pelo mercado imobiliário direto. Não foram rejeitadas as hipóteses de explicação em virtude dos fatores macroeconômicos e pelo Mercado de capitais. Ainda assim, estudos específicos em relação aos diferentes segmentos foram realizados.²⁸

Os resultados por tipologia de fundos indicam, mais precisamente, que o papel diversificador dos fundos imobiliários está atrelado ao tipo de empreendimento que lastreia esse fundo, uma vez que os fatores explicativos e seus impactos nos retornos diferem de uma tipologia para

outra. Observou-se que os retornos de fundos voltados para Escritórios são explicados principalmente pelos retornos do mercado imobiliário direto e ações, os fundos de Shoppings são influenciados pelo mercado de ações e pelo tamanho do fundo; os retornos de Renda Fixa não são explicados pelos retornos dos mercados, mas pela SELIC, inflação e o *market-to-book*. Já o fundo misto, chamado de Multiclasse, é influenciado pelo mercado de renda fixa e, principalmente pelo mercado imobiliário, além da selic e market-to-book. (Yokoyama, 2014, p. 55).

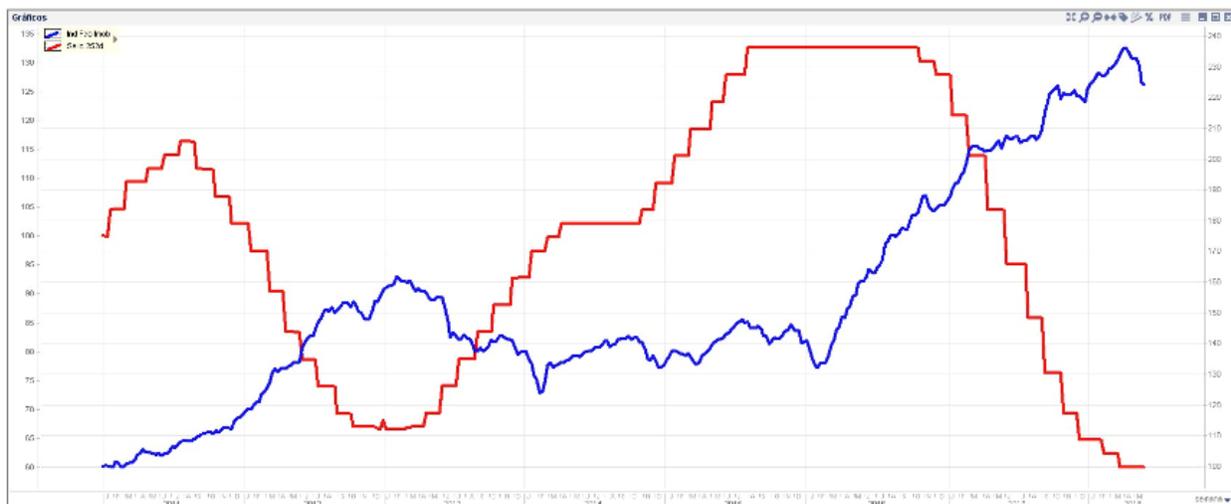
Em relação à taxa SELIC, a análise visual da Figura 07, revela momentos marcantes em que a correlação negativa entre as variáveis. Quando a taxa de juros se encontra em patamares de maior valor outros produtos financeiros, como os títulos da dívida pública, tendem a se tornar mais atrativos em relação aos FIIs. Além disso, com os juros altos o valor das parcelas para financiamento de imóveis fica mais caro, o que acaba por desencorajar a atividade imobiliária²⁹. Analisando em maior profundidade, no entanto, pode-se observar que essa relação não é a única³⁰. O valor das cotas dos imóveis pode ser afetado por uma diversidade de outras variáveis, entre elas tendências gerais econômicas e políticas³¹. Analisando o mesmo gráfico a é possível observar momentos em que há uma alteração no padrão de comportamento do IFIX em relação à SELIC. Um destes momentos apresenta grande correspondência com a expectativa e confirmação da votação do impeachment de Dilma Rousseff na Câmara dos Deputados, em 17 de abril de 2016. Sem que houvesse qualquer alteração na taxa de juros, o IFIX cresceu vertiginosamente.

²⁹ Fonte: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/fikipedia-juro-sobe-ifix-cai/> e <http://rexperts.com.br/tag/ifix-vs-taxa-selic/>

³⁰ Fonte: <http://rexperts.com.br/taxa-de-juros-e-o-valor-dos-imoveis-como-os-juros-afetam-a-valorizacao-imobiliaria/>

³¹ Fonte: <http://rexperts.com.br/taxa-de-juros-e-o-valor-dos-imoveis-como-os-juros-afetam-a-valorizacao-imobiliaria/>

Figura 07: IFIX x Taxa Selic



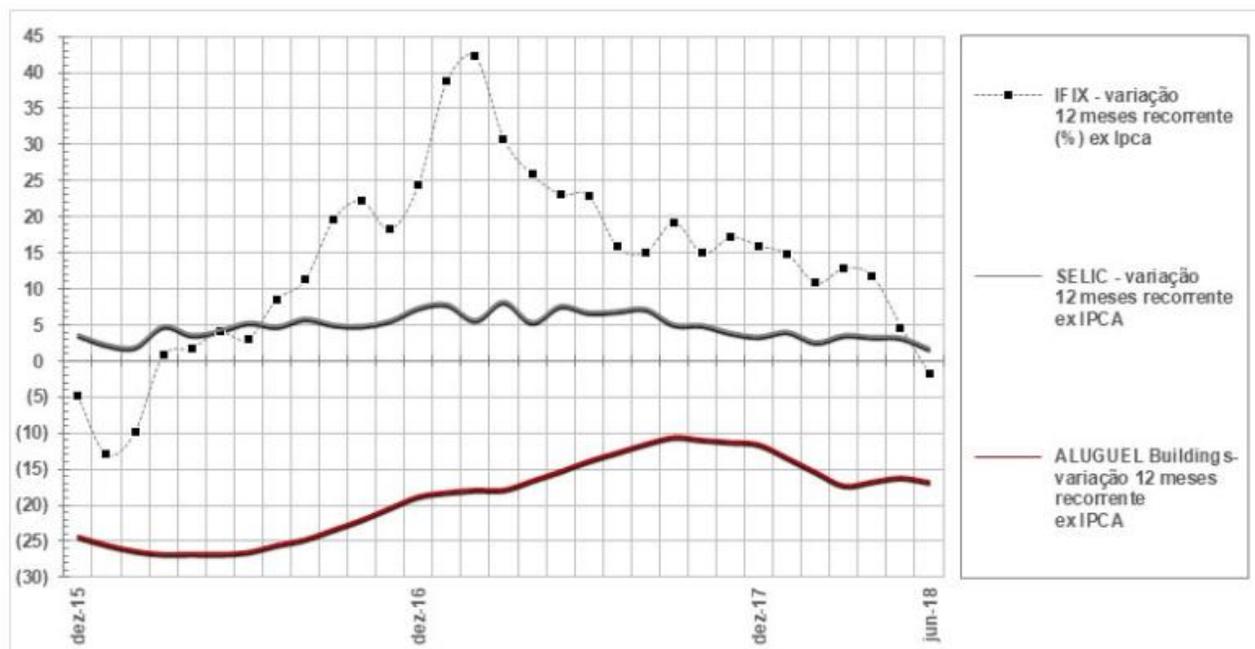
Fonte: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/fiikipedia-juro-sobe-ifix-cai/>

Nesta mesma direção, a análise feita pelo núcleo da Poli de Real Estate, por meio da carta 53-18, introduz novos elementos para compreender os movimentos das cotas dos FIIs (por meio do IFIX), a taxa referencial de juros, a inflação e o preço de alugueis.

A análise comportamentos no período selecionado, de 2015 a 2018, aponta que a redução da taxa referencial de juros aumentou a atenção voltada aos FIIs, especialmente nos ativos relacionados à renda. No entanto, no mesmo período, contraditoriamente, houve redução significativa no valor dos alugueis corporativos³² (Rocha Lima, 2018, p. 2). Fato que, segundo o autor, “induziu uma bolha especulativa, já esvaziada, decorrente do descolamento entre o valor das cotas e o dos alugueis” (idem, p. 2). Ou seja, segundo o mesmo “o IFIX, apesar da redução da renda de seus ativos, apresentou índices crescentes, superiores a perda da renda, favorecendo o ‘rito perverso’ da bolha especulativa” (ibidem, p. 2). Tal fato, ainda segundo ele, pode aumentar a insegurança para o investimento na medida em que o valor de compra de uma cota pode não refletir a expectativa de rendimento futuro.

³² Para tal análise foi utilizado o banco de dados da Buildings para imóveis corporativos nos edifícios classes AAA+AA.

Figura 08: Variação dos indicadores selecionados para representar alugueis, inflação, movimentos das cotas dos FIIs e a taxa referência de juros a partir de 2016 indicados pela leitura de 12 meses ex-post, descontada a inflação pelo IPCA



Fonte: Carta 53-18 do NRE-POLI. “Fundos de Investimento Imobiliários – Saindo da infância: a onda de 2018-2018” de Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr., p. 6.

Em virtude da raspagem dos informes anuais no sistema da CVM foi possível analisar a incidência das palavras mais citadas no campo reservado à análise das administradoras sobre a conjuntura econômica (Figura 09). Neste caso foi selecionado o ano de 2016. Destacam-se as palavras: vacância e desemprego, que apresentavam altos índices; desafiador, dadas turbulências políticas e econômicas; inflação, que ficou dentro da meta estipulada pelo governo depois de ter extrapolado em 2015; e PIB, que apresentou queda de 3,5%.

Figura 09: Nuvem de palavras sobre conjuntura econômica presente nos informes anuais dos Fundos de Investimento Imobiliário de 2016



Fonte: elaboração própria, a partir do sistema Fundos.Net.

Com o mesmo banco de dados foi também possível verificar a incidência das palavras mais citadas, em 2017, no campo reservado às perspectivas para o período seguinte, 2018 (Figura 10). Observa-se que a palavra recuperação tem um grande destaque, ao mesmo tempo em que o termo vacância ainda seguia com recorrente. Tal fato revela a expectativa do setor pela retomada do crescimento - algo que não se registrou efetivamente (a melhoria de índices como PIB, desemprego, foi bastante tímida) -, e permanece ainda incerto, segundo Dieese³³.

³³ <https://www.dieese.org.br/boletimdeconjuntura/2018/boletimConjuntura017.html>

2. O SISTEMA TRIBUTÁRIO

2.1. Política tributária no Brasil

O Brasil é um dos países mais desiguais do mundo: conforme o relatório *Reforma Tributária Solidária, a reforma necessária* da Oxfam (2017), ocupamos, nesse respeito, o décimo lugar de um ranking de 140 países (PNUD, apud OXFAM, 2017); em 2015, os 10% mais ricos se apropriaram de 55,3% da renda nacional, enquanto os 50% mais pobres de apenas 12,3%³⁴ (MORGAN, apud OXFAM, 2017).

O Brasil possui uma carga tributária compatível com a média dos países que integram a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE): tem a 23ª maior carga tributária em uma comparação com os 33 países que integram a organização, com carga tributária correspondente a 32,4% do PIB, enquanto que a média era de 34,1%, em 2014 (OXFAM, 2017, p. 22). No entanto, se forem analisadas as bases de incidência, nota-se elevado desalinhamento em relação ao princípio da justiça fiscal.

O modelo tributário brasileiro é um dos responsáveis pelo aprofundamento das desigualdades de renda no Brasil. Uma das causas decorre do fato de o sistema tributário brasileiro ser regressivo, ou seja, uma reduzida participação relativa da tributação direta³⁵ em relação a carga tributária total, ao mesmo tempo que a tributação indireta³⁶ apresenta índices elevados.

Em relação à média da arrecadação total, os impostos sobre a renda representam apenas 21% no Brasil, enquanto a média nos países membros da OCDE é de 34,1%. A participação relativa dos impostos incidentes sobre o patrimônio também vai na mesma linha: a média dos países membros da OCDE é de 5,5%, enquanto no Brasil o valor é de 4,4% (OXFAM, 2017, p. 22). Em alguns países, a participação relativa desses dois impostos somados, sobre a renda e o patrimônio, é próxima de 50% (Tabela 09). Na Dinamarca, o valor chega a 67,2 (OXFAM, 2017, p. 22).

³⁴ World Wealth and Income Database, dirigido por Thomas Piketty.

³⁵ Que incide sobre a renda pessoal, a propriedade e a riqueza

³⁶ Incide sobre o produto, indiferente à renda das pessoas.

Tabela 09: Composição da carga tributária, por tipo de impostos (em %), OCDE e Brasil - 2015

PAÍSES	RENDA	PATRIMÔNIO	CONSUMO	OUTROS	TOTAL	CARGA TRIBUTÁRIA (% PIB)
Alemanha	31,2	2,9	27,8	38,1	100	37,1
Bélgica	35,7	7,8	23,8	32,7	100	44,8
Chile	36,4	4,4	54,1	5,1	100	20,5
Coreia do Sul	30,3	12,4	28,0	29,3	100	25,2
Dinamarca	63,1	4,1	31,6	1,2	100	45,9
Espanha	28,3	7,7	29,7	34,3	100	33,8
Estados Unidos	49,1	10,3	17,0	23,6	100	28,2
França	23,5	9,0	24,3	43,2	100	45,2
Holanda	27,7	3,8	29,6	38,9	100	37,4
Irlanda	43,0	6,4	32,6	18,0	100	23,1
Itália	31,8	6,5	27,3	34,4	100	43,3
Japão	31,2	8,2	21,0	39,6	100	30,7
Noruega	39,4	2,9	30,4	27,3	100	38,3
Portugal	30,2	3,7	38,4	27,7	100	34,6
Reino Unido	35,3	12,6	32,9	19,2	100	32,5
Suécia	35,9	2,4	28,1	33,6	100	43,3
Turquia	20,3	4,9	44,3	30,5	100	25,1
Média OCDE	34,1	5,5	32,4	28,0	100	34,0
Brasil ¹	21,0	4,4	49,7	24,9	100	32,6

Fonte: OCDE: Revenue Statistics Comparative Tables. stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=REV2.5; Ministério da Fazenda. Secretaria da Receita Federal. CETAD – Centro de Estudos Tributários e Aduaneiros; apud, Oxfam, 2017, Reforma Tributária Solidária, a reforma necessária, p. 24.

Com o imposto sobre herança não é diferente. A alíquota máxima no Brasil é de 8%, valor significativamente “inferior do que muitos outros países, como Japão (55%), França (45%), EUA e Reino Unido (40%), e a média dos países da OCDE (15%)” (OXFAM, 2017, p. 31).

Ao mesmo tempo, a participação relativa dos impostos indiretos, aqueles que incidem sobre o consumo, apresenta taxas elevadas no Brasil: 49,7%, ao passo que 32,4%, é a média dos países membros da OCDE (OXFAM, 2017, p. 22).

Este modelo regressivo também compromete a competitividade do sistema produtivo, prejudicando a própria atividade econômica, sobretudo diante da redução da renda disponível das famílias de renda mais baixa. Além disso, segundo o referido relatório, “a diluição da carga indireta em diversos tributos torna o modelo mais complexo e permeável ao uso abusivo de incentivos fiscais gerando conflitos entre os entes federativos”.

O Imposto de Renda para Pessoa Física (IRPF) no Brasil segue a mesma lógica, beneficiando as pessoas com maior renda. Os “dados agregados do IRPF revelam que o imposto

é progressivo até a faixa dos que recebem de trinta a quarenta salários-mínimos mensais”, após esse ponto, o imposto torna-se regressivo (OXFAM, 2017, p. 29). Essa inflexão se dá, sobretudo, ainda segundo o relatório, pela i) “inadequada progressão da tabela de incidência do IRPF”, ii) “reduzida alíquota máxima do imposto praticada no Brasil (27,5%), em comparação internacional” e iii) “desoneração do imposto sobre os lucros e dividendos recebidos pelas pessoas físicas, sócios e acionistas de empresas”, introduzida por meio da Lei 9.249/1995 (OXFAM, 2017, p. 27), e iv) diversas brechas legais para mitigar a taxaçoão de lucro presentes nos três regimes de tributação das pessoas jurídicas, introduzidas pela mesma lei.³⁷

Tabela 10: Evolução das alíquotas do imposto de renda da pessoa física (em %) em países selecionados (2003-2015)

PAÍSES DESENVOLVIDOS	ALÍQUOTAS-TETO IRPF			PAÍSES EMERGENTES E AMÉRICA LATINA	ALÍQUOTAS-TETO IRPF		
	2003	2010	2015		2003	2010	2015
Alemanha	48,5	45,0	45,0	Argentina	35,0	35,0	35,0
Bélgica	50,0	50,0	50,0	Brasil	27,5	27,5	27,5
Dinamarca	59,0	55,4	53,4	Chile	40,0	40,0	40,0
Estados Unidos	35,0	39,6	39,6	China	45,0	45,0	45,0
Espanha	45,0	43,0	47,0	Colômbia	35,0	33,0	33,0
França	48,1	41,0	45,0	Índia	30,0	30,0	34,0
Holanda	52,0	52,0	52,0	México	34,0	30,0	35,0
Itália	45,0	43,0	43,0	Nicarágua	-	30,0	30,0
Japão	50,0	50,0	50,8	Peru	30,0	30,0	30,0
Noruega	55,3	47,8	47,2	Turquia	45,0	35,0	35,0
Portugal	40,0	45,9	48,0	Uruguai	-	25,0	30,0
Suécia	57,0	56,6	57,0	Venezuela	34,0	34,0	34,0
Reino Unido	40,0	50,0	45,0	MÉDIA OCDE	43,3	40,8	41,0
				MÉDIA AMÉRICA LATINA	32,1	31,8	31,8
				MÉDIA MUNDO	34,2	31,3	31,3

(OLIVEIRA, 2018)
Fonte: KPMG. Global Tax Rate Survey, vários anos.

Fonte: KPMG, Global Tax Rate Survey, vários anos, apud, Oxfam, 2017, Reforma Tributária Solidária, a reforma necessária, p. 28.

Tal modelo é condição de e implica, ao mesmo tempo, no agravamento de um conjunto de injustiças sociais e territoriais: desigualdades de renda, de raça, de gênero, no mercado de trabalho, na posse e uso da terra, na apropriação assimétrica do espaço urbano, no acesso a bens e serviços

³⁷ “Mecanismo que permite às empresas a dedução de juros sobre o capital próprio (uma suposta ‘despesa financeira’ das empresas com juros pagos sobre o seu próprio capital”. (Oxfam, Reforma Tributária Solidária, a reforma necessária, p. 27)

e no desenvolvimento regional. A título de exemplificação, o relatório da Oxfam apresenta um conjunto de dados em relação ao componente racial: mais de 70% das pessoas que vivem em extrema pobreza são negras, 80% dos analfabetos são negros, brancos ganham o dobro dos negros, e a taxa de homicídios entre mulheres negras, entre 2003 e 2013, subiu 54%, enquanto a de mulheres brancas caiu 10% (Oxfam, 2017, p. 11).

Diante desse cenário, entidades da sociedade civil formularam e apresentaram, entre 2017 e 2018, um conjunto de propostas para revisão da política fiscal brasileira, orientadas pela “equidade no tratamento impositivo a partir do critério da capacidade econômica, renda e riqueza de cada contribuinte” (OXFAM, 2017, p. 18). Em linhas gerais, as medidas contemplam:

- i. A redução da tributação indireta e aumento da tributação direta, sem ampliação da carga tributária;
- ii. Adequação do sistema tributário brasileiro para torná-lo progressivo a partir de alterações das alíquotas do imposto de renda, da tributação internacional para combater a evasão e a elisão fiscal, da tributação sobre a propriedade e a riqueza, e da tributação das transações financeiras;
- iii. Regulamentação do imposto sobre grandes fortunas, assegurado pela Constituição de 1988;
- iv. Aumento de receitas por meio do combate à sonegação, da revisão de renúncias fiscais,³⁸ e controle da evasão fiscal, de forma a permitir o aumento de investimentos nas áreas sociais;
- v. Ampliação da tributação ambiental para inibir práticas predatórias.

Para que se tenha ideia dos valores envolvidos em relação a este último item o “montante de renúncias fiscais em 2015 (R\$ 282 bilhões) foi maior do que a soma de todos os gastos, na esfera federal, com saúde (R\$ 93 bilhões), educação (R\$ 94 bilhões), assistência social (R\$ 71 bilhões), transporte (R\$ 14 bilhões) e ciência e tecnologia (R\$ 6 bilhões) no ano de 2014” (OXFAM, 2017, p. 44).

Determinados tributos relacionados à propriedade e riqueza incidem diretamente sobre o solo urbano. As políticas públicas aplicadas a renda da terra urbanizada, um bem socialmente construído, também devem ser revisadas à luz do princípio da justiça tributária.

³⁸ 1,99% (2006); 3,34% (2010); 3,52% (2014) e 4,67% (2016) do PIB - ver histórico

Estudos sobre o Imposto Predial e Territorial Urbano (IPTU) e o Imposto sobre Transmissão de Bens Imóveis (ITBI) conduzidos por Pedro Humberto Bruno de Carvalho Jr., no livro *Reforma Tributária Solidária Necessária, diagnósticos e premissas*, foram resumidas, no mesmo documento, por Eduardo Fagnani. Em linhas gerais:

A arrecadação nacional é baixa se comparada a vários países desenvolvidos e alguns países em desenvolvimento. Em 2014, num conjunto de 21 países selecionados, o Brasil possuía um dos menores indicadores de arrecadação do imposto imobiliário (0,5% do PIB). Muitos países desenvolvidos chegam a apresentar indicadores mais do que quatro vezes superiores ao brasileiro: Japão (2% do PIB), França (2,6%), Estados Unidos (2,6%), Canadá (2,7%) e Reino Unido (3,1%). Outros países em desenvolvimento, como Chile (0,7% do PIB), Uruguai (0,7%), Colômbia (0,9%) e África do Sul (1,3%) também apresentam indicadores superiores ao Brasil.

Em 2016, a receita nacional do IPTU no Brasil representou, em média, cerca de 5% de toda a receita corrente líquida municipal. Em 80% dos municípios brasileiros, a arrecadação do IPTU como proporção do PIB está abaixo de 0,25%. Nas capitais estaduais, a arrecadação per capita variou de apenas R\$ 19 (Macapá) a R\$ 634 (São Paulo), um valor inexpressivo que pode ser explicado, sobretudo, pelos seguintes fatores: enorme quantidade de imóveis não cadastrados (não estão sujeitos à tributação), isenções fiscais, desatualização do cadastro de imóveis, elevada inadimplência (superior a 50%, em média) e falta de infraestrutura administrativa. Com base neste amplo diagnóstico, Carvalho Júnior faz uma série de recomendações, argumentando que a arrecadação do IPTU pode dobrar (de 0,5 para 1% do PIB) (FAGNANI, 2018, p. 27).

Sobre o ITBI, o mesmo autor afirma, ainda em referência a Carvalho Jr.:

Apesar de ser pouco debatido e de certa forma negligenciado nas agendas de Reforma Tributária, o ITBI incide sobre a propriedade, sendo, portanto, tributação direta e poderia desempenhar importantes funções extrafiscais. A partir da base de dados completa da OCDE (tributação exclusiva sobre a propriedade imobiliária), o autor constatou que as arrecadações dos impostos são bastante díspares, variando de 1,76% do PIB (Coreia do Sul); ao redor de 1% (Austrália e Bélgica); 0,6% (Espanha e Itália); e menos de 0,1% (México e Suíça). A média internacional da arrecadação gira em torno de 0,5% do PIB, enquanto que, no Brasil, ao redor de 0,15% do PIB. (...)

No tocante à arrecadação do ITBI, constata-se que, em 2014, ela representou apenas 0,17% do PIB e 2,2% das receitas correntes municipais.

Comparando-se o ITBI com o IPTU, constata-se que, em quase metade dos municípios brasileiros, a arrecadação média do tributo é bem maior que a do IPTU, fato que pode estar relacionado às deficiências na administração do IPTU e a elevada inadimplência dos seus contribuintes. O artigo finaliza propondo uma Reforma Tributária que torne o imposto progressivo; que ele possa ser usado para combater a especulação imobiliária; e que tenha sua base de cálculo ampliada para o registro e transferência de outros ativos reais.

2.2. A tributação dos FIIs

Os fundos de investimento, no Brasil, são desprovidos de personalidade jurídica: foram instituídos enquanto entidades de investimento coletivo, sob a forma de condomínio (Quiroga, 2019), o que implica em um conjunto de regras específicas do ponto de vista tributário. São um condomínio fechado, caracterizado pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários para investimentos em ativos financeiros – no caso dos FIIs, especificamente em ativos imobiliários.

Do ponto de vista tributário, não incidem impostos sobre a renda ou qualquer outro tributo, como CSLL, PIS e Cofins (Freitas, 2015, p. 1179). Isso pois, segundo Avvad (2015), seja qual for a espécie de fundo, para fins fiscais, o contribuinte, em qualquer caso, é sempre aquele que se revela o titular da disponibilidade, o cotista. Ou seja, o fundo, em si, não é objeto de tributação e não há, exceto em algumas hipóteses justificáveis³⁹, a tributação da carteira de seus ativos (ver Tabela 12). A tributação incide, portanto, em linhas gerais, sobre o investidor, por meio de rendimentos ou de ganhos líquidos, e não no veículo de investimento que, segundo o autor, seria uma entidade “transparente”.

Segundo Freitas e Xavier (2015), é possível identificar três regimes de tributação a que podem estar sujeitos os cotistas por meio dos FIIs, a saber: i) Regra Geral de Tributação do FII (regime previsto na Lei 8.668/93); ii) isenção na distribuição de rendimentos do FII à pessoa física (regime previsto nas Lei 11.033/2005); e iii) tributação do FII como Pessoa Jurídica (regime previsto na Lei 9.779/99).

³⁹ Entre elas, segundo artigo 2º da Lei 9.779/1999, os FIIs podem ser equiparados, do ponto de vista tributário, a pessoas jurídicas, se, e somente se, o cotista com mais de 25% das cotas do FII for incorporador, construtor ou sócio de empreendimento investido pelo FII.

Sobre a regra geral de tributação, cabe destacar que a Lei 8.668/93 estabeleceu que deverão ser distribuídos aos cotistas, no mínimo, 95% dos lucros apurados, no máximo, a cada semestre.

Os FIIs possuem um modelo híbrido de tributação: uma parte incide sobre a carteira de ativos, e outra quando do resgate das cotas pelos investidores (Quiroga, 2019).

Tributação dos ativos

Em relação à carteira de ativos, a mesma lei estabeleceu, no §1º do artigo 16-A da Lei 8.668/93 que “não estão sujeitas à incidência do imposto de renda na fonte prevista no *caput* as aplicações efetuadas pelos Fundos de Investimento Imobiliários nos ativos de que tratam os incisos II e III do artigo 3º da Lei 11.033/2004.” A saber, i) as LH, os CRIs e as LCI, e, ii) as cotas de FII que sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou mercado de balcão organizado.

Para os demais ativos financeiros, como regra geral, assim como qualquer outro fundo de investimento, de acordo o artigo 28, §10 da Lei 9.532/1997, são isentos de Imposto de Renda sobre os rendimentos e ganhos auferidos pela carteira (termo equivalente aos ativos) dos fundos de investimento (Regra Específica IR – Isenção Carteira de Fundos).

No entanto, segundo Fernanda Calazans et. All (2015), a Lei 8.668/93 instituiu um regramento tributário específico para os FIIs, resguardando a eles uma diferença em relação aos demais fundos de investimento. A Regra Específica IR – Isenção Carteira de Fundos “não se aplica às aplicações financeiras de renda fixa e de renda variável de titularidade da sua carteira”. Com isso, essas aplicações estão sujeitas às mesmas regras aplicáveis às pessoas jurídicas (Regra Especial FII – Tributação IR/Aplicações na Carteira). Tal fato não equipara os FIIs às pessoas jurídicas, apenas estabelece o mesmo regime tributário.

Tabela 11: Imposto de Renda sobre Fundos de Investimento

Categorias	Alíquotas	Condições
Renda fixa	22,5%	Aplicações com prazo de até 6 meses
	20%	Aplicações com prazo superior a 6 meses e até 24 meses

	17,5%	Aplicações com prazo superior a 12 meses e até 24 meses
	15%	Aplicações com prazo acima de 24 meses
Ganhos líquidos auferidos em operações realizadas em bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhadas, inclusive <i>day trade</i>	20%	<i>Day trade</i>
	15%	Demais hipóteses

Fonte: Elaboração própria, a partir da Lei n. 11.033/2004.

Segundo os mesmos autores, pode-se depreender do regramento apontado anteriormente que as demais aplicações financeiras das carteiras dos FIIs estão sujeitas às regras de tributação pelo Imposto de Renda para Fundos de Investimento, conforme estabelecido na Lei 11.033/2004, especialmente aquelas que não tenham relação com bens imóveis.

Fernanda Calazans et. All (2015) analisam, por sua vez, a incidência do imposto de renda em cotas de FIIs adquiridas por outros FIIs, os chamados “fundos de fundos”, e concluem que, com base no artigo 16-A, também nesse caso há isenção tributária, desde que sejam exclusivamente negociados em bolsas de valores ou balcão no mercado de balcão organizado.

Analisam também outras situações decorrentes da inclusão de novos ativos imobiliárias realizada por meio da Instrução CVM N° 472/2008. No caso dos ganhos auferido em razão da venda de ações de sociedades cujo único propósito se enquadre nas atividades permitidas aos FIIs, como Sociedades de Propósito Específico que explorem atividade imobiliária (“SPE Imobiliária”), os autores consideram que tal investimento não pode ser considerado uma aplicação financeira, mas sim uma efetiva participação societária em empreendimento imobiliário. Sendo assim, seria isenta de tributação de ganhos de capital, havendo recolhimento apenas quando da distribuição dos rendimentos aos cotistas.

Os autores destacam, ainda, que o mesmo raciocínio não valeria para outras aplicações em participações societárias no mercado financeiro de capitais e derivativos, e que tais afirmações podem ser interpretadas de forma distinta pelas autoridades fiscais.

Com objetivo de compreender de que maneira se aplica a tributação dos FIIs, em relação aos ativos e aos cotistas, foram realizadas entrevistas com advogadas e advogados especialistas, na área, a saber: Luciana Dias, Roberto Quiroga Mosquera e Erica Verissimo e com um gestor de

um dos fundos, Augusto Martins, da Credit Suisse Hedging-Griffo. Os resultados foram sistematizados nas Tabelas apresentadas a seguir.

Tabela 12: IR aplicável a carteira em FIIs

Ativo	Tributação
Títulos públicos	Incide IRPJ
Títulos privados e de renda fixa	Incide IRPJ retido na fonte
Direitos de bens imóveis	Não há isenção
Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)	Isentos para PF em virtude da Lei 10.931/2004, alterada pela 12.024/2009
Letras Hipotecárias (LH)	Isentos para PF em virtude Lei 10.931/2004, alterada pela 12.024/2009
Letras de Crédito Imobiliário (LCI)	Isentos para PF em virtude Lei 10.931/2004, alterada pela 12.024/2009
Letra Imobiliária Garantida (LIG)	Isentos para PF em virtude da Lei 13.097/15
Ações	Incide IRPJ retido na fonte
Debêntures	Incide IRPJ retido na fonte
Bônus de Subscrição	Incide IRPJ retido na fonte, mas se for uma SPE do setor mobiliário pode ser que seja considerado isento
Certificados de Depósitos de Valores Mobiliários	Incide IRPJ retido na fonte
Fundo de Ações (FIA)	Incide IRPJ retido na fonte
Fundo de Investimento em Participações (FIP)	Incide IRPJ retido na fonte
Fundo de Investimento Imobiliário (FII)	Isentos em virtude de legislação específica para cotas negociadas bolsas de valores ou mercado de balcão organizado (artigo 16-A da Lei 8.668/93)
Fundo de Investimento Direitos Creditórios (FIDC)	Incide IRPJ retido na fonte
Outras cotas de Fundos de Investimento	Incide IRPJ retido na fonte

Notas Promissórias	Incide IRPJ retido na fonte
Ações de Sociedades com único propósito FII	São considerados isentos para rendimentos, mas não para ganhos de capital
Cotas de Sociedades que se enquadre FII	São considerados isentos
Certificados Potencial Adicional de Construção (CEPAC)	São considerados isentos
Outros Valores Mobiliários	Incide IRPJ retido na fonte

Fonte: elaboração própria a partir de informação verbal (QUIROGA, 2019; DIAS, 2018; VERISSIMO, 2019; AUGUSTO, 2019).

Tributação sobre o resgate das cotas

Em relação aos cotistas, o funcionamento é o seguinte: os rendimentos auferidos por pessoas físicas, conforme artigo 3º da Lei 11.033/05, com redação dada pela Lei 11.196/05, são isentos, desde que respeitadas algumas condições. A saber: i) quando as cotas forem admitidas à negociação exclusivamente em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado; ii) quando os FIIs possuam, no mínimo, 50 cotistas; e iii) quando a pessoa física não detenha uma determinada quantidade de quotas que represente mais de 10% do valor dos rendimentos auferidos.

Para os cotistas pessoa jurídica, mesmo aqueles considerados isentos, os rendimentos e ganhos de capital do lucro dos FIIs serão tributados para imposto de renda de renda retido na fonte à alíquota de 20%.

Aplicam-se aos investidores não residentes, exceto aqueles domiciliados em paraísos fiscais, as mesmas condições de que pessoas físicas. Além disso, há, conforme apontado anteriormente, o benefício do IOF-Câmbio igual a zero.

Tabela 13: Imposto de Renda aplicável aos cotistas de Fundos de Investimento Imobiliário

Tipo de investidor	Rendimentos	Ganhos de capital
Pessoa física	Isentos quando cumpridas, cumulativamente: i) as cotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado;	20%

	ii) quando os FIIs possuam, no mínimo, 50 cotistas; iii) quando a pessoa física não detenha uma determinada quantidade de quotas que represente mais de 10% do valor dos rendimentos auferidos. Se não forem cumpridas incide a alíquota de 20%.	
Pessoa jurídica	20%	20%
Não residentes	Mesmas condições de isenção para pessoa física, mas se estiver em paraíso fiscal não se aplica a isenção	

Fonte: elaboração própria, a partir de consulta à Lei 11.033/05, com redação dada pela Lei 11.196/05, e das entrevistas (QUIROGA, 2019; DIAS, 2018; VERISSIMO, 2019; AUGUSTO, 2019).

FIIs e a injustiça tributária

Se compararmos às alíquotas aplicadas aos rendimentos dos cotistas pessoa física dos FIIs com as rendas auferidas por pessoas físicas e jurídicas revela-se outras dimensões da injustiça do sistema tributário brasileiro.

Imóveis alugados no Brasil representam 17,6% do total de domicílios, ou seja 12,3 milhões de unidades⁴⁰. Uma parcela significativa da população obtém rendimentos a partir da locação de imóveis próprios. Nestes casos a tributação é calculada com base na Tabela de Incidência Mensal do Imposto sobre a Renda das Pessoa Física, em que as alíquotas variam em função do valor da base de cálculo (Tabela 14).

Tabela 14: Incidência mensal do Imposto Sobre a Renda das Pessoas Físicas (IRPF)

Base de Cálculo (R\$)	Alíquota (%)	Parcela a Deduzir do IR (R\$)
Até 1.903,98	0	0

⁴⁰ Dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) feita pelo do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), conforme consta na matéria: https://www.aecweb.com.br/cont/n/um-em-cada-quatro-domicilios-no-brasil-e-alugado-cedido-ou-ocupado_17325

De 1.903,99 até 2.826,65	7,5	142,80
De 2.826,66 até 3.751,05	15	354,80
De 3.751,06 até 4.664,68	22,5	636,13
Acima de 4.664,68	27,5	869,36

Fonte: Receita Federal.

Já as alíquotas sobre as rendas auferidas por pessoas jurídicas variam conforme o enquadramento da empresa: lucro real, presumido ou simples (Tabela 15).

Tabela 15: Imposto sobre a Renda sobre Pessoas Jurídicas (IRPJ)

Tipo	Alíquota (%)
Lucro real ⁴¹	34% do resultado
Lucro presumido ⁴²	11,33% ou 14,53% ⁴³
Simplex (aplicável em casos restritos) ⁴⁴	0% a 33% ⁴⁵

Fonte: elaboração própria, a partir de <https://www.valor.com.br/financas/consultorio-financeiro/4844848/vale-pena-receber-alugueis-como-pessoa-juridica>.

A comparação entre as alíquotas revela a injustiça tributária do sistema vigente. Em determinadas condições, conforme apresentado anteriormente, a tributação do aluguel pode ser de: 27,5%, se o proprietário for uma pessoa física; 14,53%, se for uma empresa enquadrada no lucro presumido; e de 0%, se a propriedade for de um Fundo de Investimento Imobiliário.

⁴¹ Impostos calculados a partir do lucro contabilizado por (receitas) - (despesas) de uma empresa.

⁴² Empresas com receita bruta anual de até R\$ 78 milhões.

⁴³ Presunção de que do total dos aluguéis recebidos, 32% constituem lucro, sobre o qual incidem: 15% ou 25% de Imposto de Renda da pessoa jurídica (IRPJ), valor majorado quando o lucro ultrapassa R\$ 20 mil por mês; 9% de CSLL; e 3,65% de PIS e Cofins.

⁴⁴ A atividade de Locação de Imóveis somente é permitida no Simples Nacional na hipótese da locação de bens próprios sujeitos à incidência de ISS, como salões de festas, quadras poliesportivas, auditórios, etc. Fonte: <https://www.contabeis.com.br/artigos/3684/a-locacao-de-imoveis-no-simples-nacional/>

⁴⁵ Alíquotas variáveis conforme a Receita Bruta em 12 Meses (em R\$) disponíveis no ANEXO III - Alíquotas e Partilha do Simples Nacional.

2.3. Isenção de FIIs em números

Para compreender a escala de recursos envolvidos nas renúncias fiscais dadas aos FIIs, tanto para a carteira como para os cotistas pessoa física, enquadrados nas condições anteriormente apresentadas, foi realizado o seguinte procedimento em relação aos dados raspados:

Tratamento da isenção tributária para Pessoas Físicas:

1. Foram feitas verificações e correções, em virtude do preenchimento inadequado dos informes por parte das administradoras;
2. Foi calculado o percentual de pessoas físicas que detinham de 0 a 5% e de 5 a 10% das cotas, estes valores foram padronizados, dada adoção de duas metodologias distintas por parte dos administradores. Em seguida estes valores foram somados;
3. Foram diagnosticados alguns novos erros de preenchimento, que foram corrigidos, quando possível, ou adotada alguma solução alternativa – detalhadas no Anexo 01;
4. Foram então analisados o número de cotistas de cada fundo e a sua forma de negociação, deste modo foram excluídos aqueles com menos de 50 cotistas⁴⁶ e não negociados na Bolsa ou no Mercado de Balcão Organizado⁴⁷;
5. Aos fundos remanescentes esse percentual de isenção foi multiplicado pelo valor distribuído, correspondente aos 95% do resultado financeiro líquido acumulado (art. 10 da Lei 8.668/93);
6. Sobre o valor resultante do item anterior foram adotadas, para o cálculo, as alíquotas de 27,5%, valor da tabela vigente para pessoas físicas relacionados aos rendimentos mensais superiores à R\$ 4.664,68, e 31,3%, valor da média global, conforme consta na Tabela 10.

Tratamento da isenção tributária para ativos financeiros:

1. Seleção de todos ativos financeiros isentos conforme Tabela 12;

⁴⁶ No total: 56 em 2016, 06 em 2017 e 2018⁴⁶, que estariam aptos a serem isentos em algum percentual. Os valores de 2018 calculados com base nos rendimentos do ano, mas com o percentual de isenção de 2017 – dado fato de que as informações consolidadas de 2018 não estavam disponibilizadas até o término da pesquisa.

⁴⁷ No total: 01 em 2016, 09 em 2017 e 2018⁴⁷, que estariam aptos a serem isentos em algum percentual. Os valores de 2018 calculados com base nos rendimentos do ano, mas com o percentual de isenção de 2017 – dado fato de que as informações consolidadas de 2018 não estavam disponibilizadas até o término da pesquisa.

2. Soma dos valores dos ativos selecionados a partir dos dados do último trimestre disponível para cada ano;
3. Multiplicação dos valores obtidos pelo rendimento anual médio, dado obtido mediante cálculo dos juros compostos dos rendimentos mensais;
4. Multiplicação dos resultados positivos pela fórmula $(1 - \% \text{ de rendimentos distribuídos para pessoas físicas isentas})$, para não contabilizar em duplicidade o valor auferido com isenções de pessoas físicas;
5. Os resultados foram multiplicados pelas alíquotas selecionadas, a saber: 15% e 25%, valores adotados para empresas no lucro presumido.

O detalhamento da metodologia adotada encontra-se presente no Anexo 01. Os valores obtidos encontram-se resumidos nas Tabelas 16, 17 e 18.

Tabela 16: Valor passível de arrecadação com IRPF por alíquota (em R\$)

Ano	27,5%	31,3%⁴⁸
2016 (4º tri)	96.418.523,96	109.741.810,91
2017	431.880.720,90	491.558.784,15
2018 (1º, 2º e 3º tri) ⁴⁹	283.894.831,54	323.123.935,54
TOTAL	812.194.076,40	924.424.530,60

Fonte: elaboração própria, a partir de dados raspados no Sistema Fundos.Net, 4º trimestre de 2016 a 3º trimestre de 2018.

⁴⁸ Alíquota média global em 2015. Fonte: Oxfam, 2017.

⁴⁹ Valor aproximado calculado multiplicando os rendimentos do 1o, 2o, 3o trimestres de 2018 com o grau de isenção de 2017 para cada um dos FIIs. Essa foi a maneira escolhida porque os informes anuais são disponibilizados somente em março do ano seguinte; sendo assim, para essa pesquisa não seria possível calcular o último trimestre de 2018.

Tabela 17: Valor passível de arrecadação com a tributação da carteira de ativos por alíquota (em R\$)

Ano	15%	25%
2016 (4o tri)	5.066.800,63	8.444.667,72
2017	263.234.290,30	438.723.817,17
2018 (1,2,3 tri) ⁵⁰	89.547.761,27	149.246.268,79
TOTAL	357.848.852,20	596.414.753,67

Fonte: elaboração própria, a partir de dados raspados no Sistema Fundos.Net, 4º trimestre de 2016 a 3º trimestre de 2018.

Somando os valores das Tabelas 16 e 17, tem-se:

Tabela 18: Soma do valor dos FIIs passível de tributação: carteira de ativos e cotistas pessoas físicas

Ano	27,5% + 25%	31,3%⁵¹ + 25%
2016 (4o tri)	104.863.191,67	118.186.478,62
2017	870.604.538,07	930.282.601,32
2018 (1,2,3 tri) ⁵²	433.141.100,33	472.370.204,33
TOTAL	1.408.608.830,07	1.520.839.284,27

⁵⁰ Idem nota *supra*.

⁵¹ Alíquota média global em 2015. Fonte: Oxfam

⁵² Valor aproximado calculado multiplicando os rendimentos do 1º, 2º e 3º trimestres de 2018 com o grau de isenção de 2017 para cada um dos FIIs. Foi feito dessa maneira pois os informes anuais são disponibilizados somente em março do ano seguinte, sendo assim, para essa pesquisa não seria possível.

Fonte: elaboração própria, a partir de dados raspados no Sistema Fundos.Net, , 4º trimestre de 2016 a 3º trimestre de 2018.

A análise dos valores passíveis de tributação dos FIIs revela que os valores envolvidos nos dois últimos anos giram em torno de R\$ 1,4 bilhões de reais. Somente em 2017 chegou-se à aproximadamente R\$ 900 milhões, montante que tende a crescer significativamente nos próximos anos.

Tal crescimento depende de vários fatores mas, em linhas gerais, cabe destacar: i) o amadurecimento e assimilação do instrumento; ii) um conjunto considerável de fundos que hoje não possuem todas as condições necessárias para isenção, mas que poderiam conseguir fazer com que tais premissas sejam atingidas em um futuro próximo; iii) as expectativas de retomada do crescimento da produção imobiliária; iv) a expectativa de manutenção de um patamar relativamente baixo da taxa SELIC.

Diante de tais resultados buscou-se, então, no próximo capítulo, verificar se há algum padrão territorial decorrente dos percentuais das isenções tributárias dos imóveis para renda no Brasil, a partir dos dados de 2017.

3. AS ISENÇÕES NO TERRITÓRIO

3.1. Contexto

Os Fundos de Investimento Imobiliário estão localizados sobre áreas que são frentes urbanas imobiliário-financeiras, geralmente foco de processos de reestruturação urbana. Constata-se sua presença mais intensa em territórios já valorizados ou em processo de valorização, estes em que podem se constituir novas frentes de expansão (FREITAS et al, 2018, p.167).⁵³ Há, portanto, uma forte correspondência com territórios em que se observa a existência de intervenções agenciadas pelo poder público, seja pela infraestrutura instalada ou pelo desenvolvimento de projetos de ordenamento urbano. Nestes casos, instrumentos de planejamento de gestão urbana consolidados ou mais recentes são utilizados, tais como as Operações Urbanas Consorciadas e as Parcerias Público-Privado, respectivamente. Possivelmente esta correlação sinaliza a associação entre as lógicas de produção do mercado imobiliário e de rentabilidade associadas à figura dos fundos. A flexibilização da legislação urbanística nas áreas afetadas por processos de reestruturação urbana também é recorrente, em uma dinâmica que Aalbers descreve como sendo a regulamentação da desregulamentação, ou a “desregulamentação regulamentada” fazendo referência à crescente introdução de novos sistemas regulatórios para ele cada vez mais embebidos nos processos de privatização e comodificação dos ativos imobiliários (AALBERS, 2016). No Brasil, assim como em outros lugares pelo mundo, isso ocorre concomitantemente à reestruturação das formas de gestão e governança no poder público (ROMEIRO et al., 2018, p. 38-47). A transformação desses territórios “atrai” determinados usos, Mariana Fix, diante dos estudos realizados sobre o Eixo do Rio Pinheiros, observa a predominância daqueles vinculados às empresas transnacionais ou capitais globais dadas forças do processo de globalização (FIX, 2007; SANTORO e ROLNIK, 2017). Com isso são conformadas novas paisagens urbanas. David Harvey se utiliza da metáfora do aeroporto e das aeronaves para sintetizar tal processo: os primeiros constituem os locais fixos, imprescindíveis para que o fluxo aéreo possa fluir à sua maneira.⁵⁴ Podendo assim, pousar nos locais que forem os mais convenientes, mas também voar rapidamente para outros lugares. Outro efeito que vem sendo monitorado em áreas com a concentração de imóveis de FIIs são as remoções da população de menor renda, tanto direta – com desapropriações,

⁵³ Neste capítulo apresentam os casos do Vetor Norte da Região Metropolitana de Belo Horizonte e do Rodoanel, em São Paulo.

⁵⁴ Conceito denominado *Spatial Fix*.

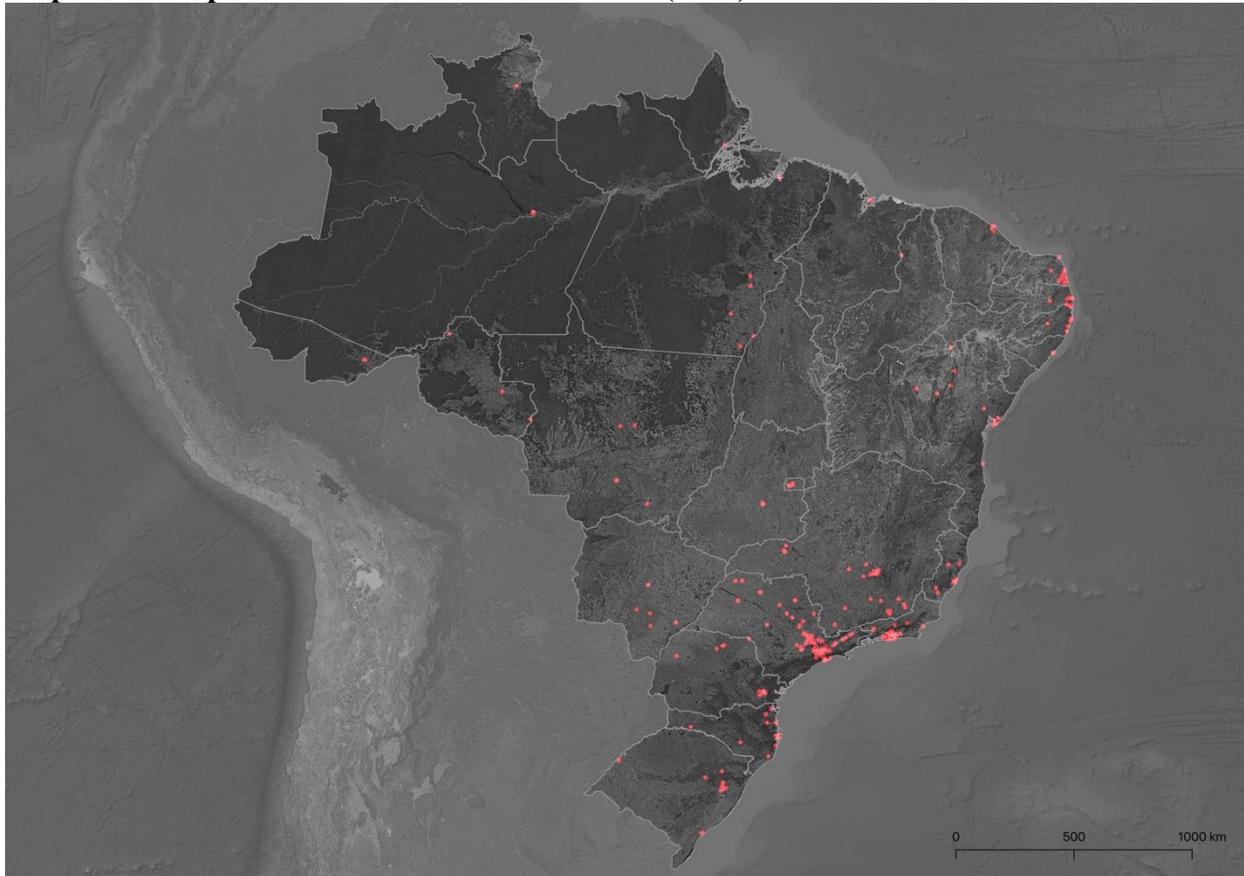
despejos e remoções forçadas –, como indiretamente – a partir da valorização da terra urbana (FREITAS et al, 2018, p. 190-191) e também para abrir novas frentes imobiliárias, como Santoro & Rolnik (2017) apontam quando da análise da expansão urbana de FIIs voltados para logística.

Diante desse universo, para o recorte desta pesquisa, em especial, buscou-se levantar evidências em relação às seguintes perguntas: há algum padrão de dispersão territorial quanto aos imóveis para renda construídos com isenção tributária? Esses padrões reforçam ou atenuam as injustiças do sistema tributário? Há relação entre o percentual de isenção e a renda nominal média dos domicílios particulares? Entre a renúncia fiscal e demais atributos desses imóveis, tais como rentabilidade, vacância, inadimplência, há alguma correlação? As isenções corroboram para constituição de frentes de expansão do complexo financeiro-imobiliário?

3.2. FIIs para renda no Brasil

Em virtude da raspagem de dados no Sistema Fundos.Net, foram obtidos os endereços e dados de 947 imóveis para renda construídos, para o ano de 2017, que compõe o portfólio dos 256 fundos imobiliários identificados (Fundos.Net, 31 de out. 2018). Os imóveis em questão localizam-se, em diferentes intensidades, em quase todos os Estados do Brasil, conforme se observa na imagem a seguir:

Mapa 01: FIIs para renda construídos no Brasil (2017)



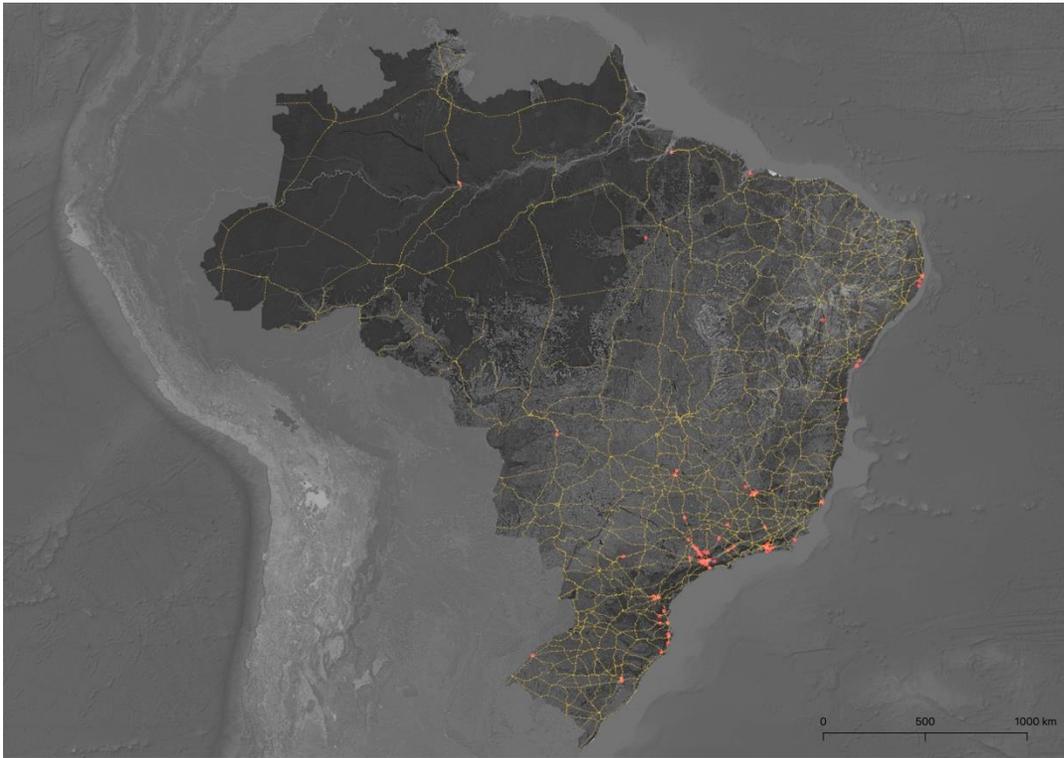
Fonte: Elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net, out. 2018

Com objetivo de melhor compreender as dinâmicas territoriais, foi feita uma primeira verificação a partir da análise dos segmentos, a saber: logística, hotéis, shoppings, lajes corporativas, agências bancárias, residencial, comércio e varejo, educativo, arena esportiva e agrário (Mapas 02 a 11).

Para isso os imóveis pertencentes a fundos híbridos, de títulos e valores mobiliários e outros foram reclassificados pelo autor com base nos parâmetros adotados pela ANBIMA (ver Capítulo 01), complementados com pequenos ajustes - ⁵⁵ a partir da verificação das atividades exercidas pelos inquilinos dos imóveis.

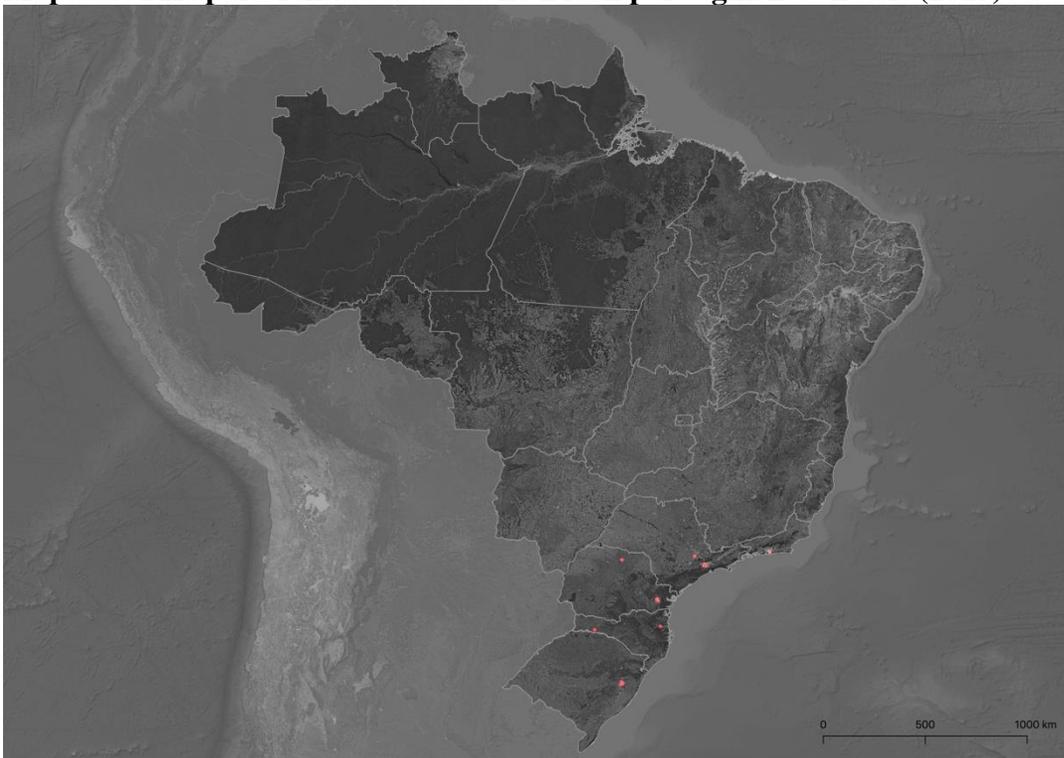
⁵⁵ Metodologia adotada encontra-se disponível no Anexo 01.

Mapa 02: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: logística (2017)



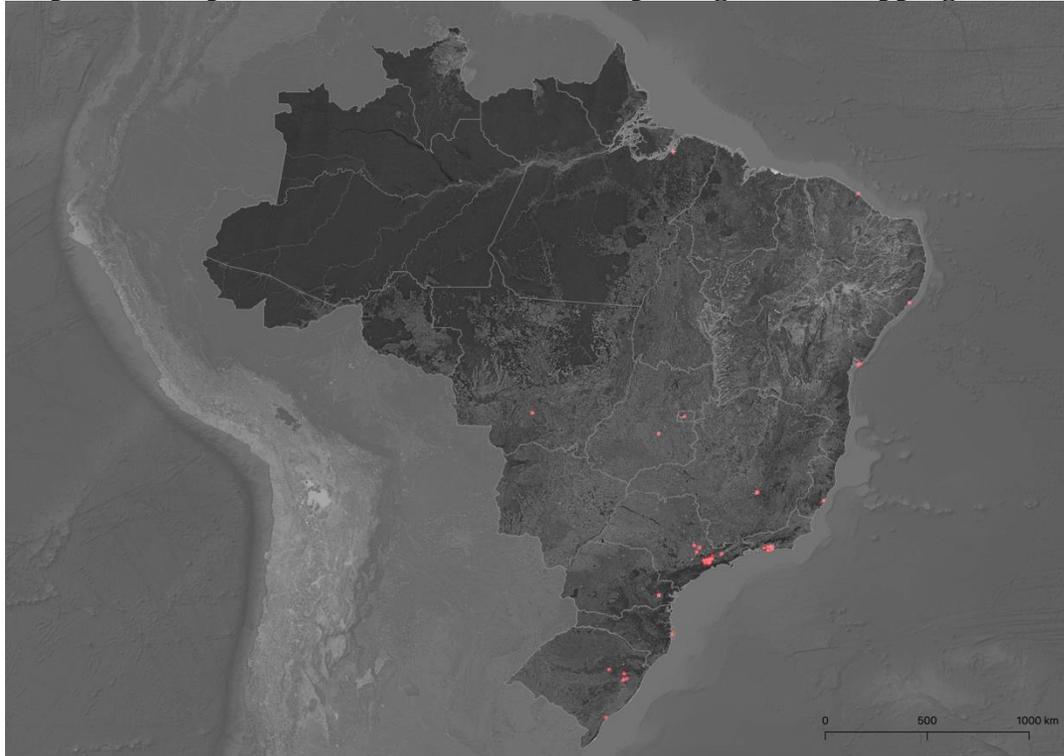
Fonte: Elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net, out. 2018

Mapa 03: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: hotéis (2017)



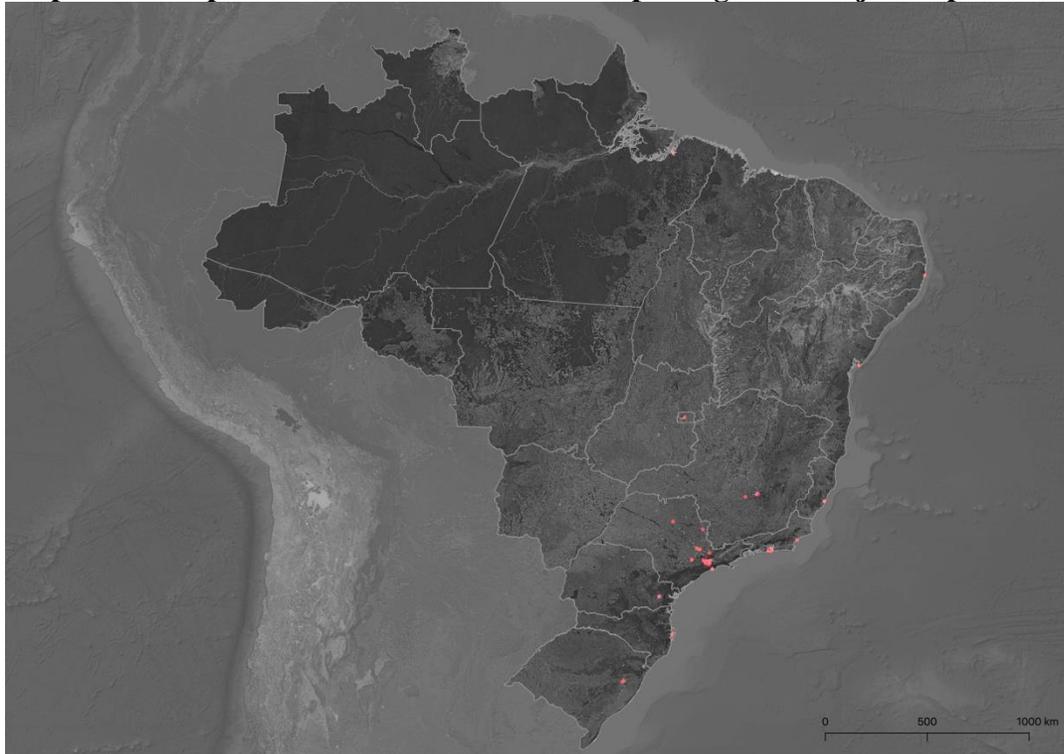
Fonte: Elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net, out. 2018

Mapa 04: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: shoppings (2017)



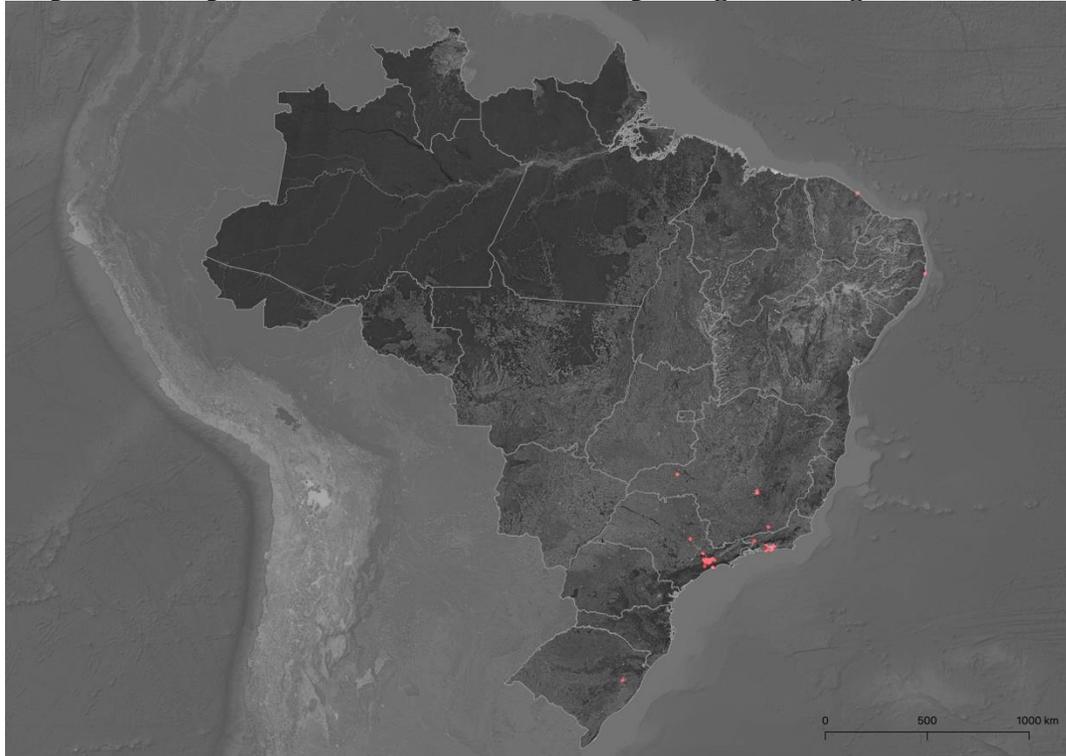
Fonte: Elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net, out. 2018

Mapa 05: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: lajes corporativas (2017)



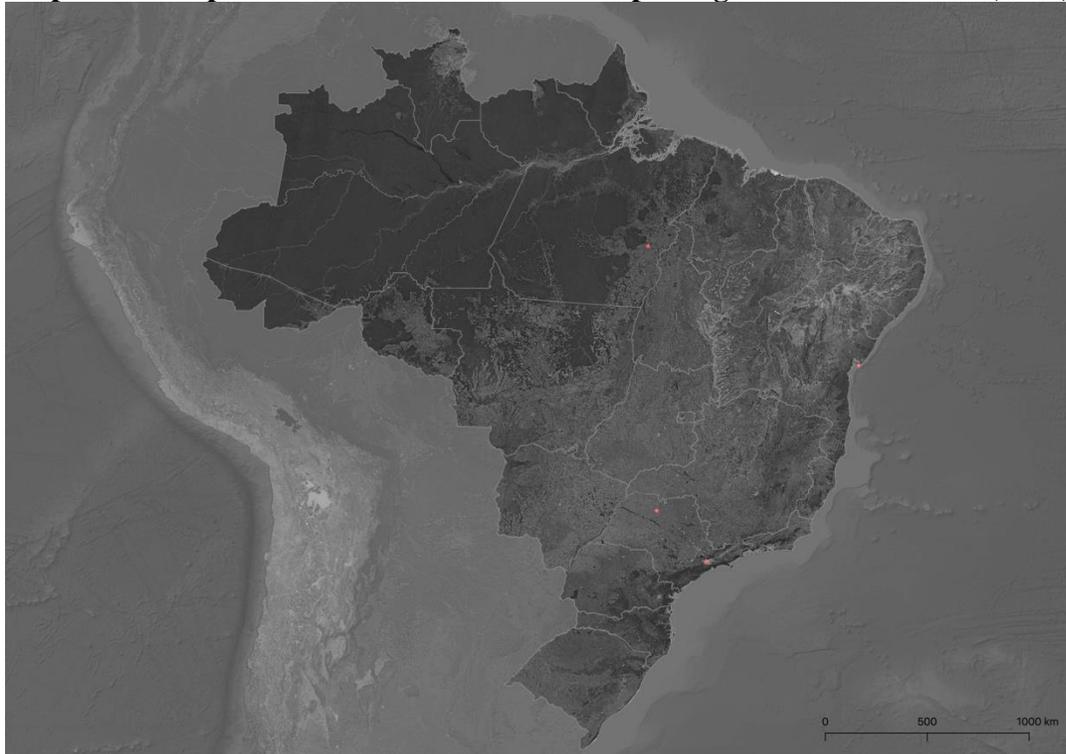
Fonte: Elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net, out. 2018

Mapa 06: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: agências bancárias (2017)



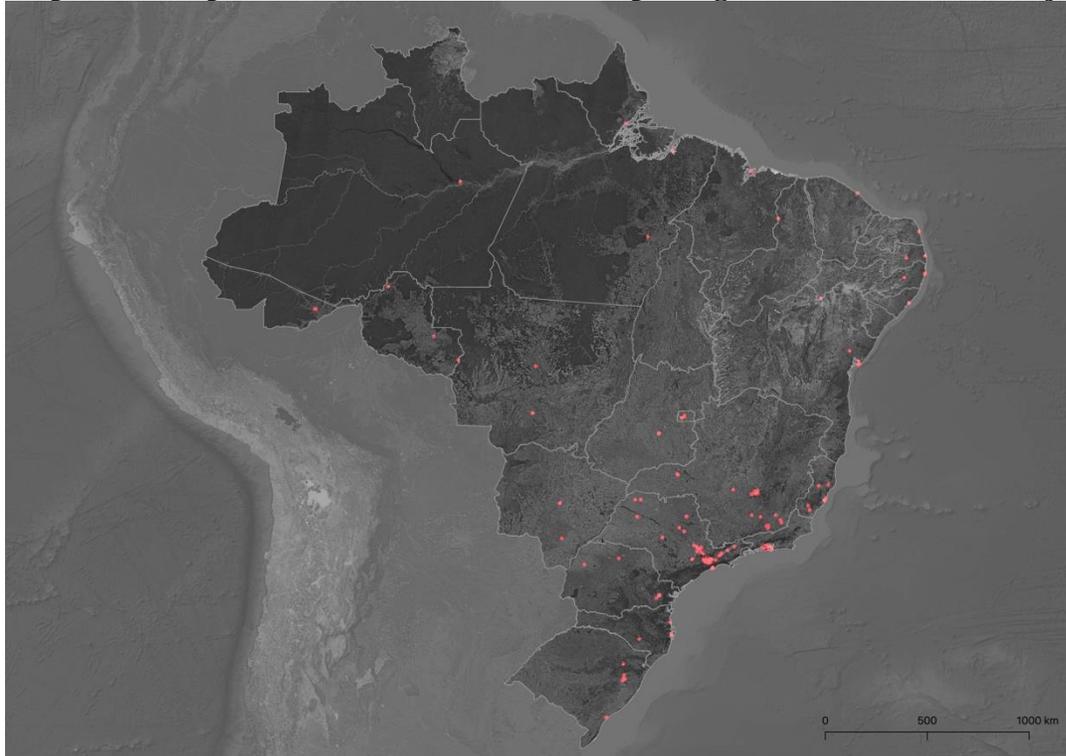
Fonte: Elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net, out. 2018

Mapa 07: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: residencial (2017)



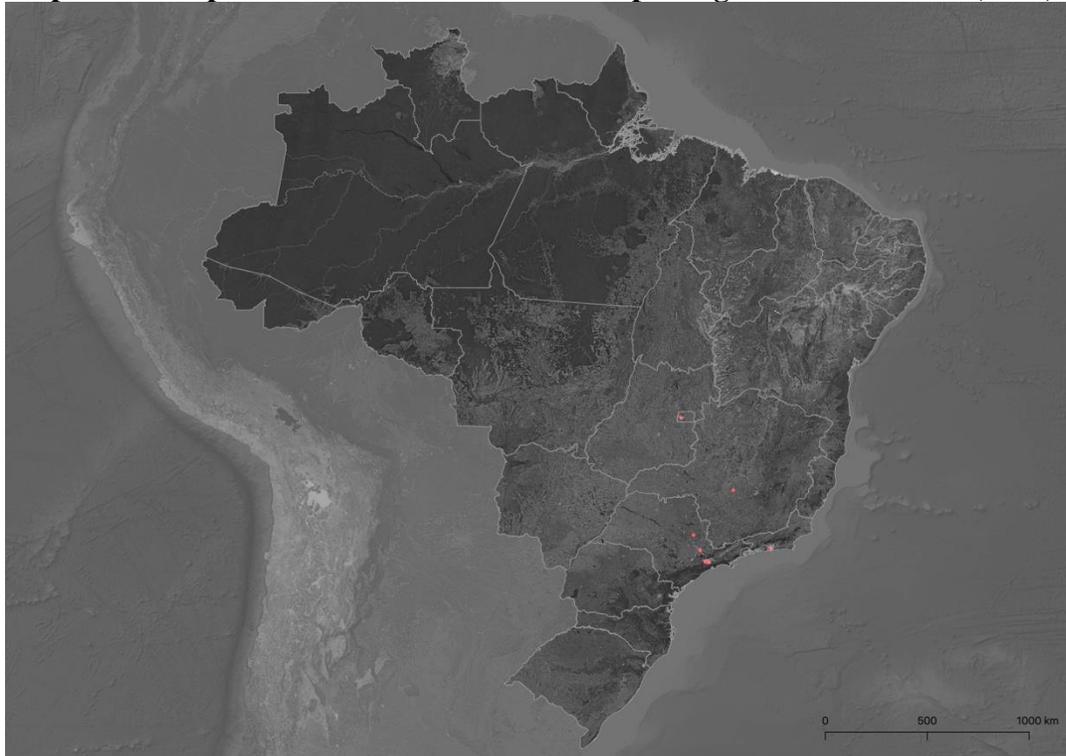
Fonte: Elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net, out. 2018

Mapa 08: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: comércio e varejo (2017)



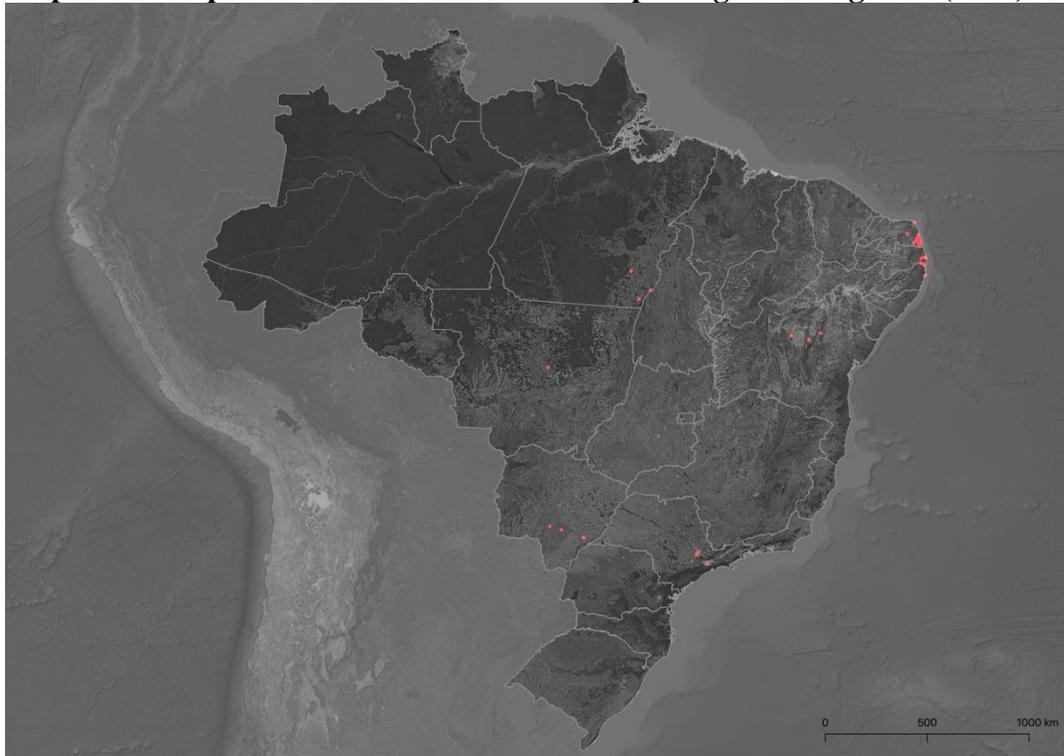
Fonte: Elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net, out. 2018

Mapa 09: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: educativo (2017)



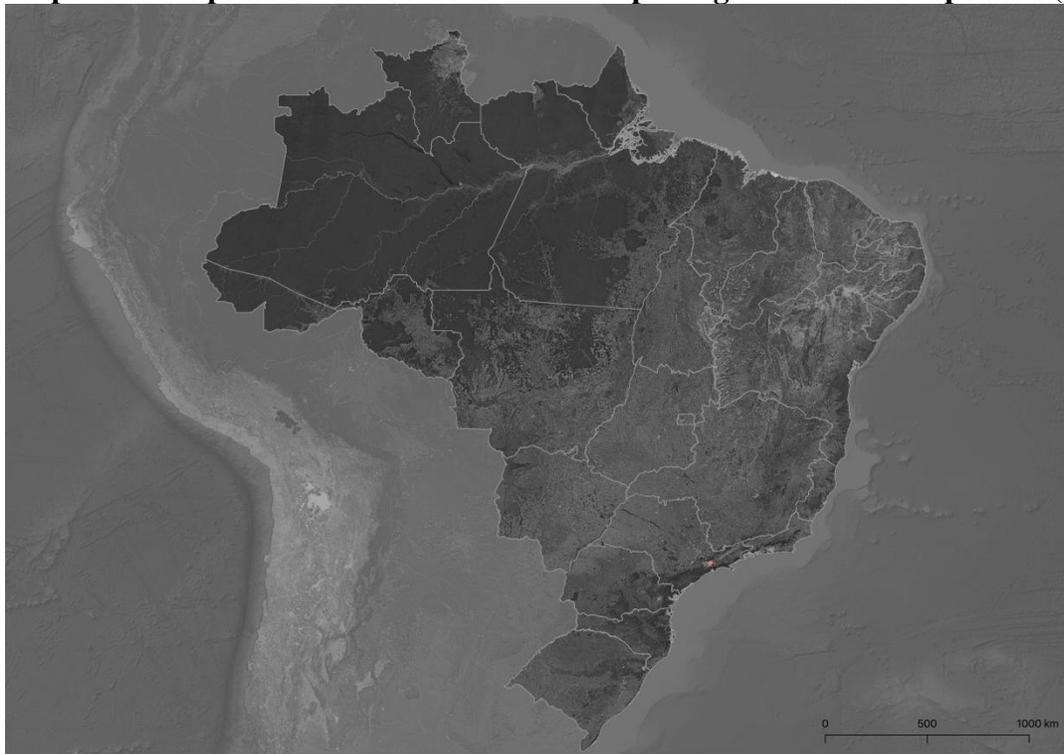
Fonte: Elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net, out. 2018

Mapa 10: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: agrário (2017)



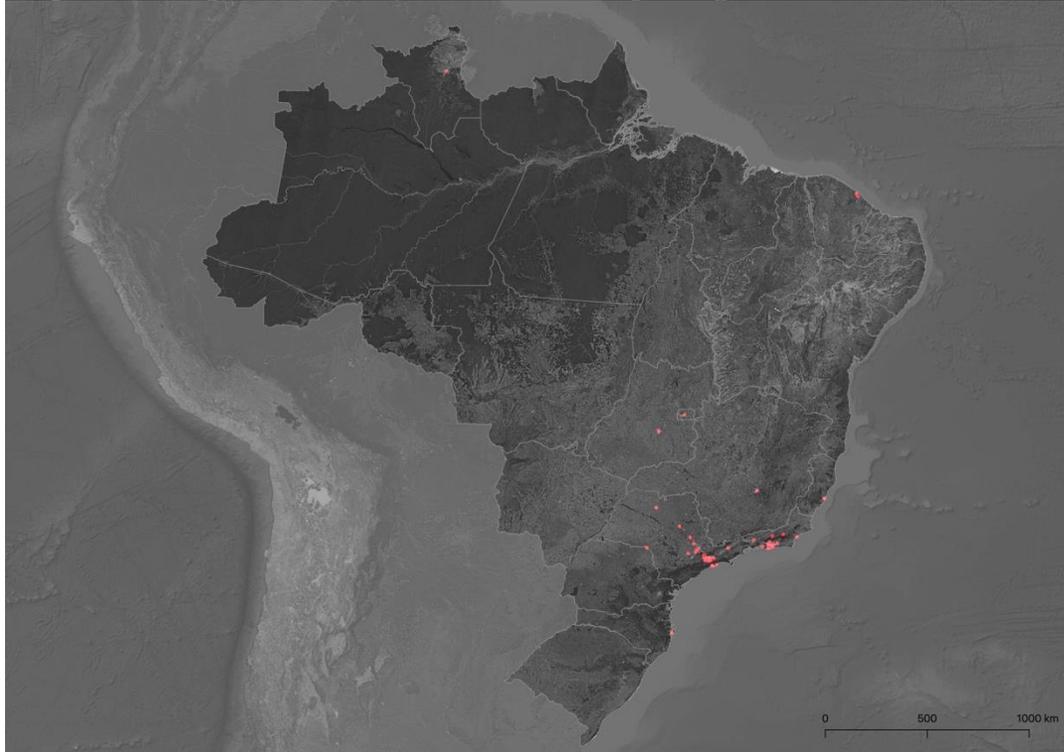
Fonte: Elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net, out. 2018

Mapa 11: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: arena esportiva (2017)



Fonte: Elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net, out. 2018

Mapa 12: FIIs para renda acabados no Brasil por segmento: não identificados (2017)



Fonte: Elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net, out. 2018

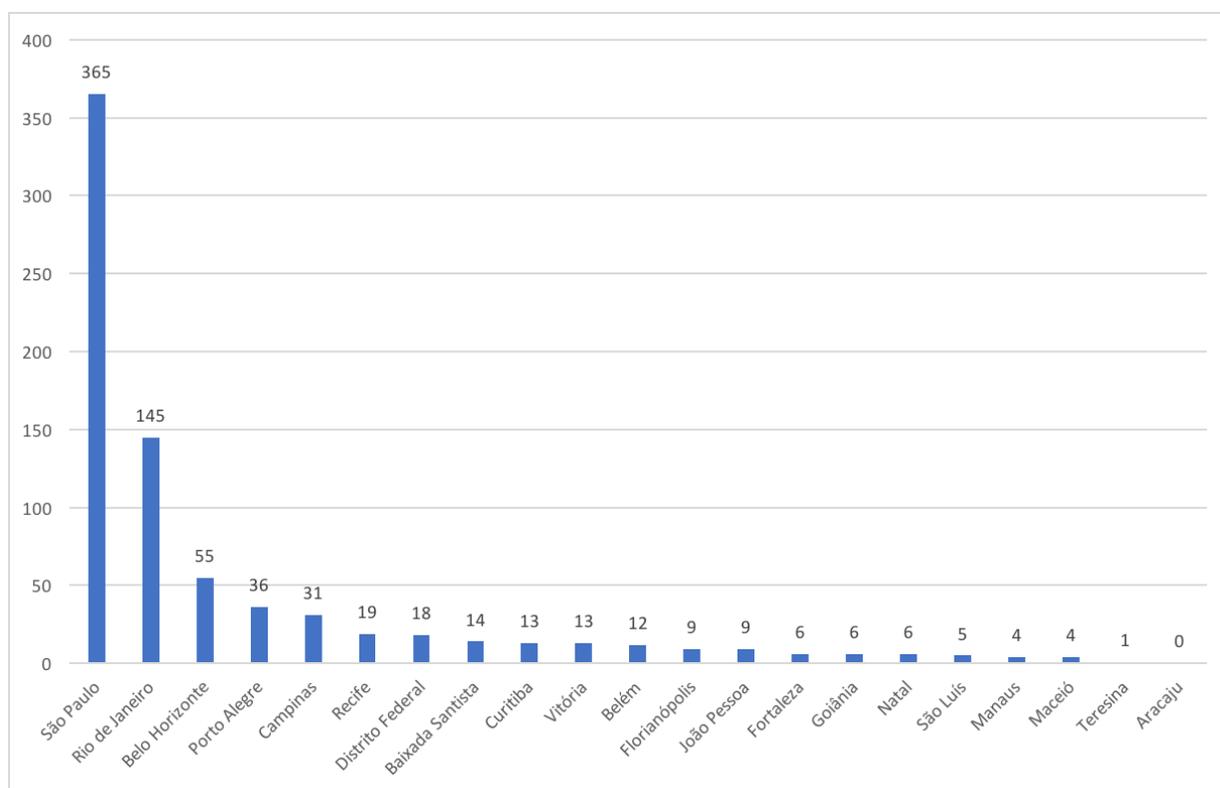
O primeiro deles é que os fundos estão muito concentrados, geralmente na região Sudeste ou em áreas metropolitanas, com exceção dos imóveis localizados em áreas rurais, classificados como agrários, estão predominantemente localizados no interior do Estado de São Paulo e nas regiões Norte e Nordeste. Outros padrões encontrados: (ii) os hotéis, na região Sudeste; (iii) as lajes corporativas, hospitais, agências bancárias, arenas esportivas e imóveis educacionais, predominantemente nas regiões metropolitanas; (iv) os galpões logísticos, ao longo dos principais eixos e entroncamentos rodoviários e ferroviários; e (v) os imóveis para o comércio e varejo, tanto nas capitais como em cidades de grande e médio porte.

Sendo assim, dado o recorte deste estudo, foram selecionados, do universo de imóveis para renda em 2017, aqueles inscritos nas regiões metropolitanas brasileiras constituídas, para que fosse feita a verificação da relação entre o percentual de isenção tributária destes com a renda nominal média dos domicílios particulares permanentes, em salários mínimos, dos perímetros censitários (Censo 2010) que estes estão inscritos.

3.3. FIIs para renda nas Regiões Metropolitanas do Brasil

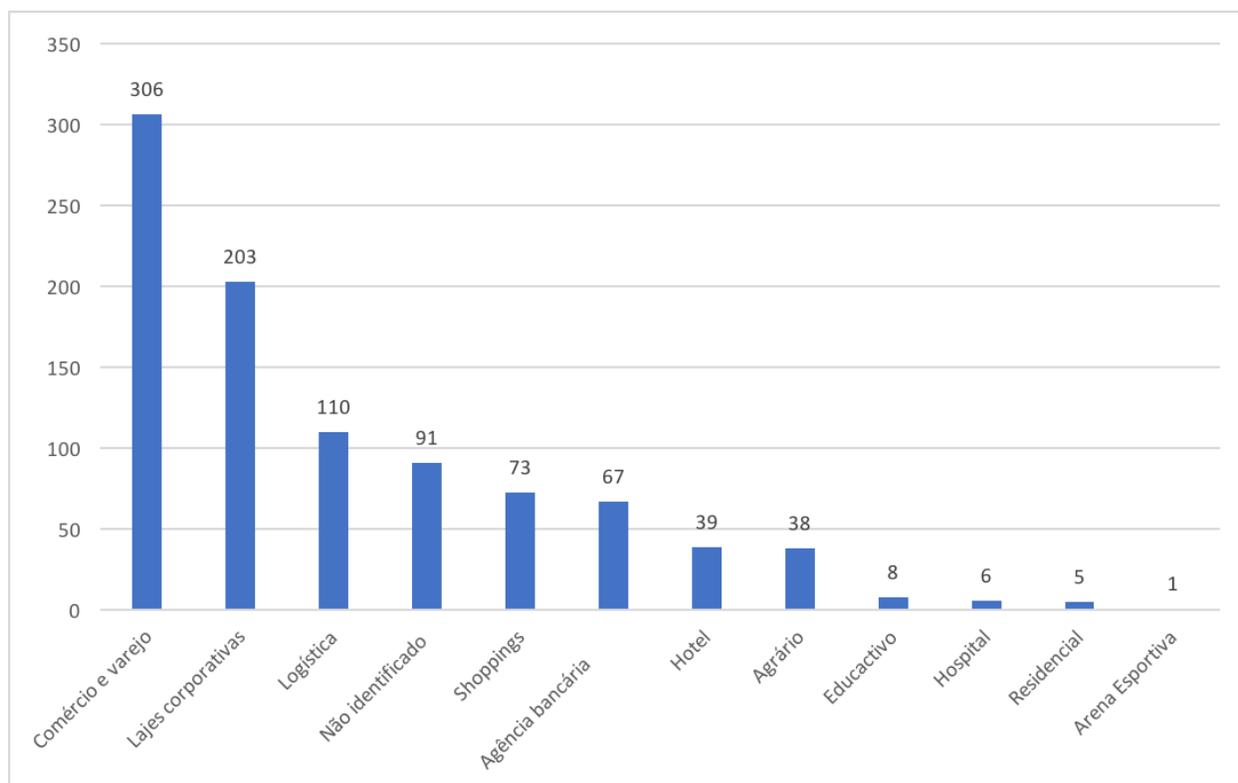
Da intersecção das regiões metropolitanas de Aracaju, Belém, Belo Horizonte, Baixada Santista, Campinas, Curitiba, Distrito Federal, Florianópolis, Fortaleza, Goiânia, João Pessoa, Manaus, Maceió, Natal, Porto Alegre, Recife, Rio de Janeiro, Salvador, São Luís, Teresina, Vitória e São Paulo, obtidas por meio do site do CEM/USP, com os FIIs para renda de 2017, restaram 771 imóveis para análise. Eles estão distribuídos regionalmente de forma muito concentrada em São Paulo, Rio de Janeiro e Belo Horizonte. Ver Figura 11.

Figura 11: FIIs para renda no Brasil por Região Metropolitana (2017)



Fonte: Elaboração própria. Dados do Sistema Fundos.Net

Figura 12: Segmento⁵⁶ dos FIIs para renda nas Regiões Metropolitanas brasileiras (2017)

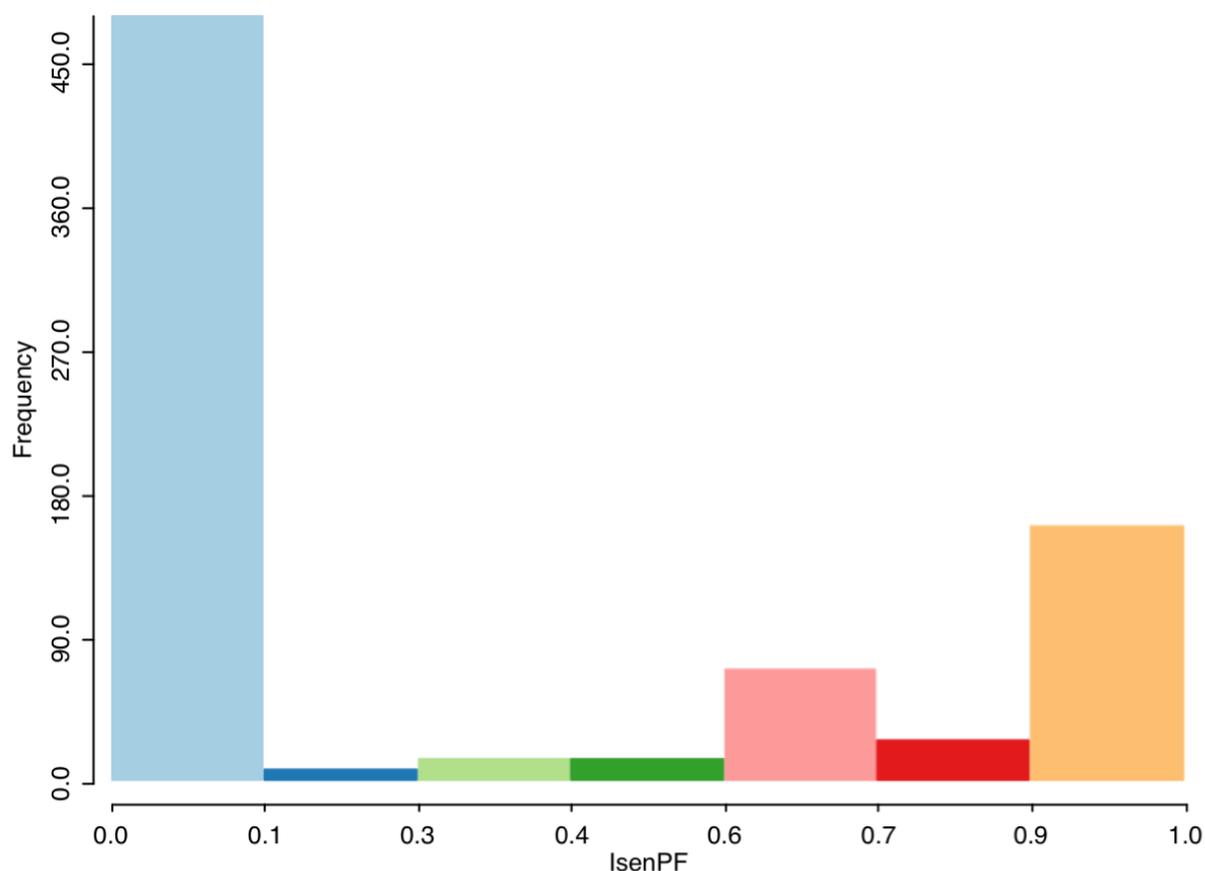


Fonte: Elaboração própria. Dados do Sistema Fundos.Net

Em relação aos percentuais de isenção tributária, observa-se que a maioria não possui ou praticamente não possui isenção (de 0 a 10% de isenção), destacados na barra em azul da Figura 13. Em seguida observa-se uma participação significativa de imóveis com altos índices de isenção, de 90 a 100%:

⁵⁶ Os imóveis em fundos classificados como híbridos e outros que estavam sem nenhuma categorização foram reclassificados, tendo como base a resolução ANBIMA, adaptada pelo autor para determinados usos em função da análise dos inquilinos dos imóveis.

Figura 13: Frequência da isenção de IRPF de imóveis de FIIs para renda nas Regiões Metropolitanas brasileiras (2017)

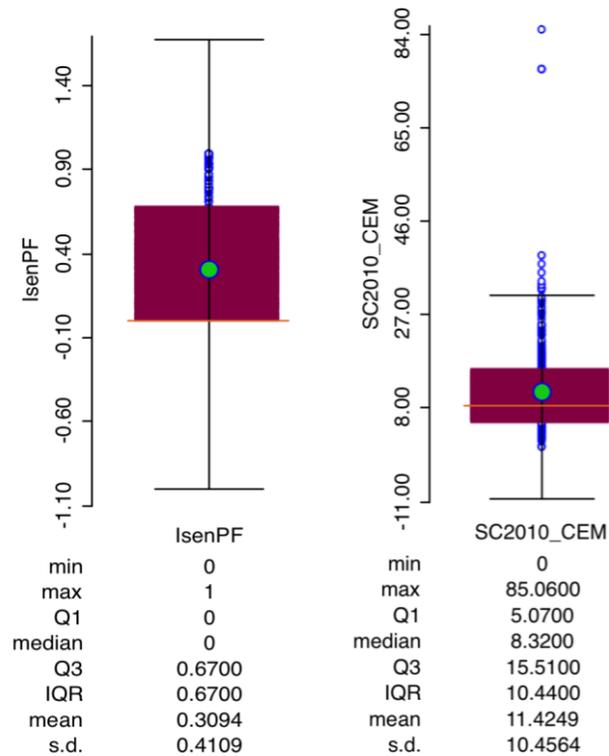


Fonte: Elaboração própria. Dados do Sistema Fundos.Net

Foi então realizado o cruzamento dos imóveis com o atributo do rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (em salários mínimos), proveniente do CENSO de 2010.

Preliminarmente, foi observada a variação numérica do percentual de renúncia fiscal e a renda média dos perímetros censitários aos quais os imóveis estavam inscritos. Observam-se, assim, respectivamente, os seguintes valores: das medianas, 0% e 8,32 salários mínimos (s.m.); e dos quartis, 0% a 67% e 5,07 a 15,5 s. m.. Também é possível visualizar os *outliers* de cada variável.

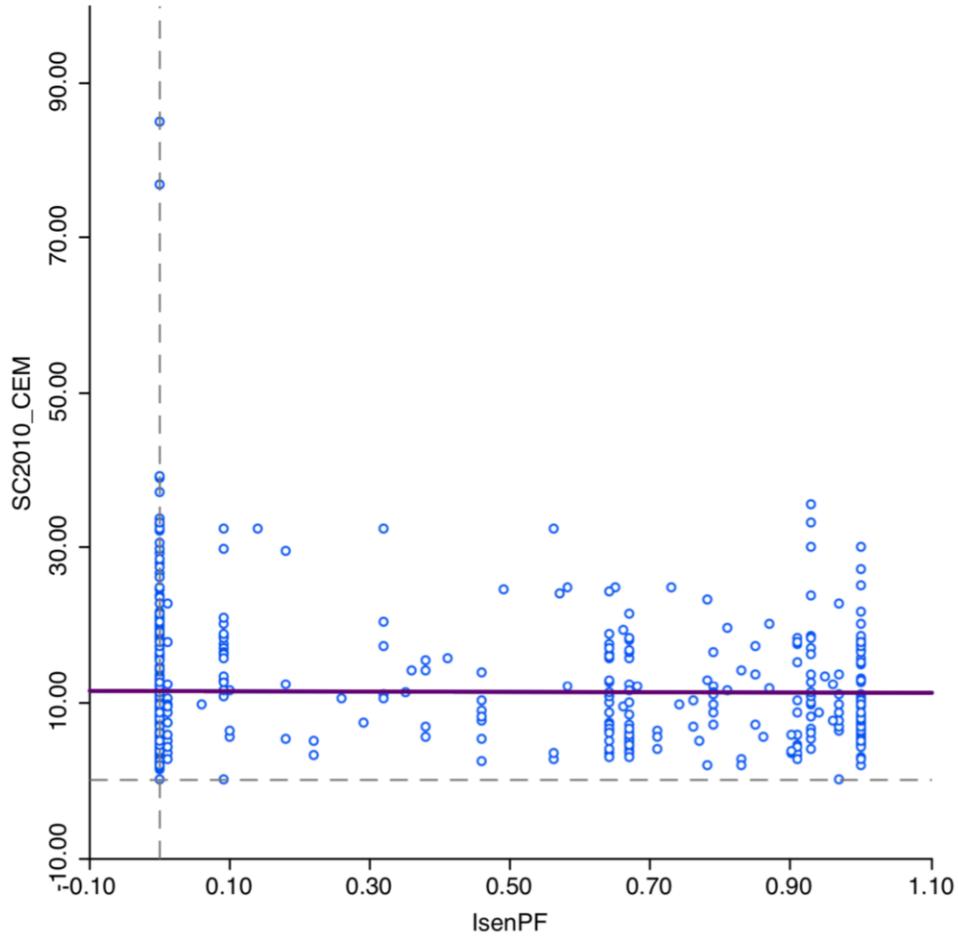
Figura 14 e 15: Diagrama de caixa da isenção de IRPF, em 2017, e do rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (em salários mínimos), em 2010, dos imóveis de FIIs para renda localizados nas Regiões Metropolitanas brasileiras



Fonte: elaboração própria. Fonte: Sistema Fundos.Net e CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Para verificar se existe relação de causa e efeito entre as variáveis selecionadas, foi então elaborado um gráfico de dispersão, seguido de seu relatório.

Figura 16: Dispersão entre isenção de IRPF dos FIIs para renda nas regiões metropolitanas brasileiras, em 2017 x rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (em salários mínimos), em 2010



#obs	R ²	const a	std-err a	t-stat a	p-value a	slope b	std-err b	t-stat b	p-value b
738	0.000	11.501	0.484	23.762	0.000	-0.242	0.935	-0.259	0.796
0	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
738	0.000	11.501	0.484	23.762	0.000	-0.242	0.935	-0.259	0.796

Chow test for sel/unsel regression subsets: can't compute

Fonte: elaboração própria. Fonte: Sistema Fundos.Net e CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Figura 17: Relatório de regressão

```
>>02/13/2019 08:25:25 PM
REGRESSION
-----
SUMMARY OF OUTPUT: ORDINARY LEAST SQUARES ESTIMATION
Data set      : 22_RMSP_isencao-02
Dependent Variable : IsenPF   Number of Observations: 355
Mean dependent var : 0.337549 Number of Variables   : 2
S.D. dependent var : 0.405444 Degrees of Freedom   : 353

R-squared      : 0.011899 F-statistic      : 4.25086
Adjusted R-squared : 0.009100 Prob(F-statistic) : 0.0399618
Sum squared residual: 57.6622 Log likelihood    : -181.114
Sigma-square    : 0.163349 Akaike info criterion : 366.228
S.E. of regression : 0.404165 Schwarz criterion  : 373.972
Sigma-square ML  : 0.162429
S.E. of regression ML: 0.403024

-----
Variable      Coefficient      Std.Error      t-Statistic      Probability
-----
CONSTANT      0.38731          0.03229        11.9947          0.00000
SC2010_RMS    -0.00341071      0.00165427     -2.06176         0.03996
-----

REGRESSION DIAGNOSTICS
MULTICOLLINEARITY CONDITION NUMBER 2.630439
TEST ON NORMALITY OF ERRORS
TEST      DF      VALUE      PROB
Jarque-Bera      2      48.3670      0.00000

DIAGNOSTICS FOR HETEROSKEDASTICITY
RANDOM COEFFICIENTS
TEST      DF      VALUE      PROB
Breusch-Pagan test      1      3.6670      0.05550
Koenker-Bassett test    1      12.7965      0.00035
===== END OF REPORT =====
```

Fonte: elaboração própria. Fonte: Sistema Fundos.Net e CENSO 2010 (base do CEM/USP).

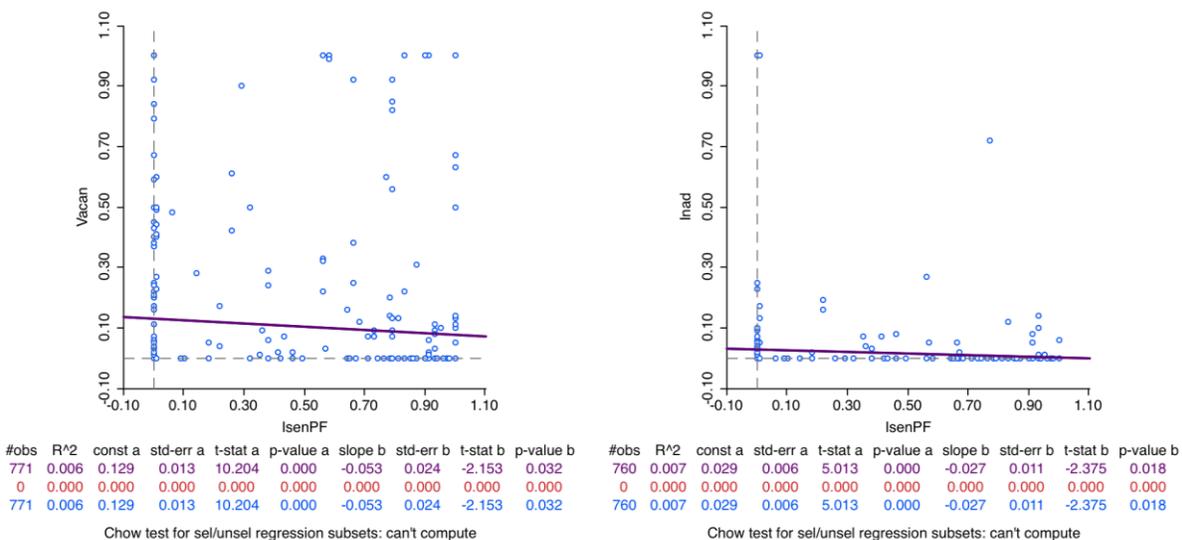
As informações obtidas demonstram que a probabilidade da renda explicar a isenção é baixa apenas para um universo reduzido de imóveis, 1,19%, a probabilidade de erro é inferior a 4%.⁵⁷ Ou seja, a explicação do percentual de renúncia fiscal de um imóvel para locação não pode ser deduzido, estatisticamente, em função da renda nominal média dos domicílios particulares.

Diante desse resultado foi então, complementarmente, verificada a relação da isenção tributária com outras variáveis, obtidas mediante tratamento dos dados oriundos da raspagem do Sistema Fundos.Net, a saber: i) vacância; ii) inadimplência; iii) rentabilidade do FII; iv)

⁵⁷ A probabilidade é considerada alta quando índice obtido é menor do que os 5%.

rentabilidade dos imóveis; v) Dividend Yield;⁵⁸ vi) investidores estrangeiros;⁵⁹ vii) distribuição mensal de aluguéis (em R\$); e viii) R\$/m2.

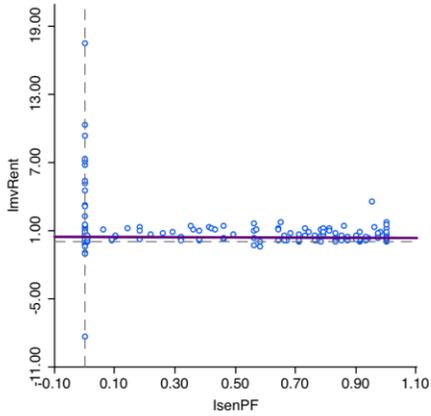
Imagens 18, 19, 20, 21, 22, 23, 24 e 25: Dispersão da isenção de IRPF x Vacância, Inadimplência, Rentabilidade do FII, Rentabilidade dos imóveis, Yield (rentabilidade das cotas), Investidores estrangeiros⁶⁰, Distribuição mensal de aluguéis (R\$), R\$/m2 de imóveis de FIIs para renda em 2017



⁵⁸ *Dividend Yield* do Mês de Referência (%) = Rendimentos declarados por cota no mês de referência/ Valor patrimonial da cota do último dia útil do mês anterior ao de referência. Fonte: Instrução CVM N° 472/2008.

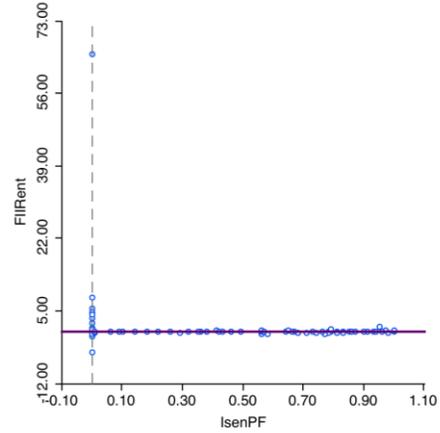
⁵⁹ Dados incompletos posto que alguns fundos não preencheram as informações no Sistema Fundos.Net. Mesmo assim buscou-se realizar uma análise preliminar.

⁶⁰ Dado com problemas, já que alguns fundos não preencheram as informações no Sistema Fundos.Net).



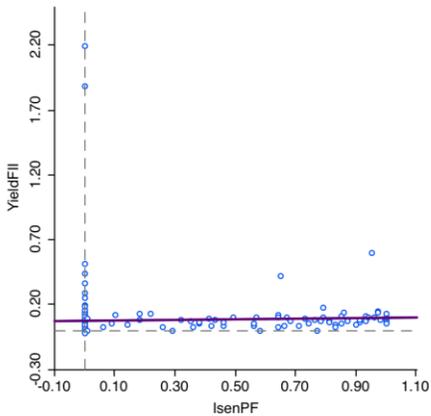
#obs	R^2	const a	std-err a	t-stat a	p-value a	slope b	std-err b	t-stat b	p-value b
770	0.001	0.387	0.058	6.731	0.000	-0.101	0.112	-0.906	0.365
0	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
770	0.001	0.387	0.058	6.731	0.000	-0.101	0.112	-0.906	0.365

Chow test for sel/unsel regression subsets: can't compute



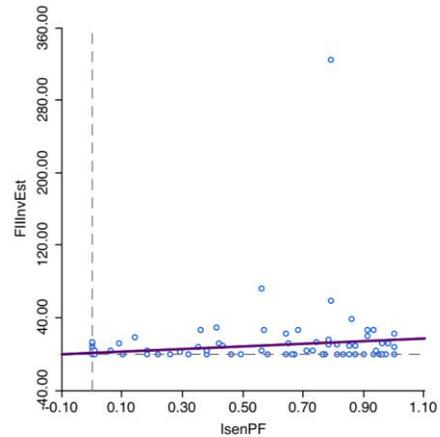
#obs	R^2	const a	std-err a	t-stat a	p-value a	slope b	std-err b	t-stat b	p-value b
771	0.001	0.243	0.110	2.207	0.028	-0.137	0.214	-0.639	0.523
0	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
771	0.001	0.243	0.110	2.207	0.028	-0.137	0.214	-0.639	0.523

Chow test for sel/unsel regression subsets: can't compute



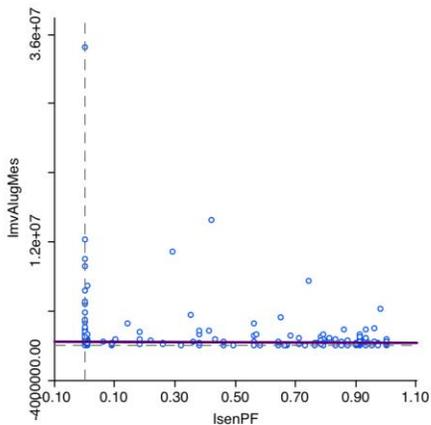
#obs	R^2	const a	std-err a	t-stat a	p-value a	slope b	std-err b	t-stat b	p-value b
771	0.005	0.069	0.007	9.563	0.000	0.026	0.014	1.867	0.062
0	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
771	0.005	0.069	0.007	9.563	0.000	0.026	0.014	1.867	0.062

Chow test for sel/unsel regression subsets: can't compute



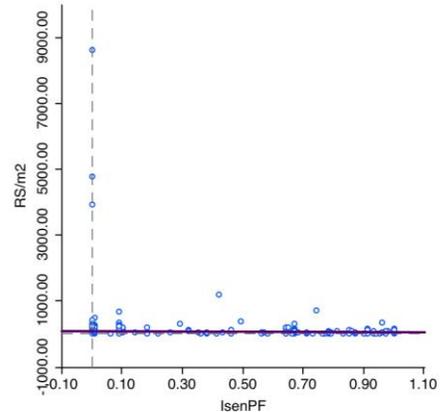
#obs	R^2	const a	std-err a	t-stat a	p-value a	slope b	std-err b	t-stat b	p-value b
771	0.037	1.511	1.397	1.081	0.280	14.705	2.717	5.413	0.000
0	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
771	0.037	1.511	1.397	1.081	0.280	14.705	2.717	5.413	0.000

Chow test for sel/unsel regression subsets: can't compute



R^2	const a	std-err a	t-stat a	p-value a	slope b	std-err b	t-stat b	p-value b
0.001	406975.098	76034.924	5.352	0.000	-131856.462	147208.101	-0.896	0.365
0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
0.001	406975.098	76034.924	5.352	0.000	-131856.462	147208.101	-0.896	0.365

Chow test for sel/unsel regression subsets: can't compute



#obs	R^2	const a	std-err a	t-stat a	p-value a	slope b	std-err b	t-stat b	p-value b
714	0.003	88.507	19.234	4.601	0.000	-49.736	36.075	-1.379	0.168
0	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
714	0.003	88.507	19.234	4.601	0.000	-49.736	36.075	-1.379	0.168

Chow test for sel/unsel regression subsets: can't compute

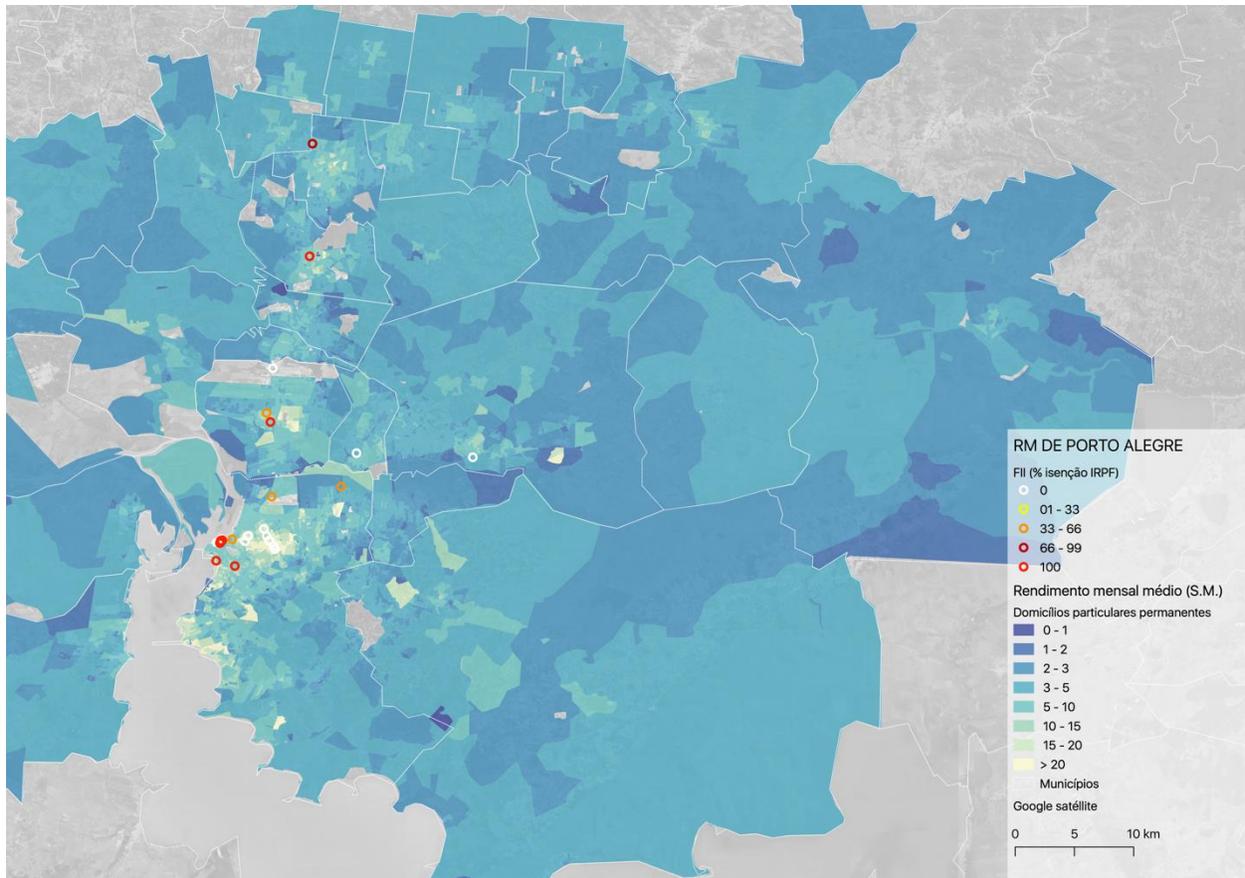
Fonte: elaboração própria, com dados do Sistema Fundos.Net.

Em linhas gerais, os resultados vão na mesma direção: não foram observadas relações significativas entre isenção tributária e as demais variáveis selecionadas. Apenas nas variáveis vacância e presença de investidores não residentes verificou-se uma ligeira inclinação do gráfico, no primeiro caso negativamente, e, no segundo, positivamente. Porém, resultados sem valor estatístico. Tais fatos, então, oferecem à pergunta inicial da pesquisa uma resposta: o padrão de dispersão territorial das isenções tributárias dos imóveis de Fundos de Investimento Imobiliário não intensifica e nem atenua a lógica regressiva dos impostos sobre a renda em relação aos alugueis. E do ponto de vista urbanístico, a partir das variáveis selecionadas não induz a nenhum padrão específico.

Não foram encontrados indícios da relação entre isenção e rentabilidade bruta dos imóveis. Ou seja, a renúncia fiscal dada aos FIIs não apresenta relação direta com a rentabilidade, uma das principais informações utilizada pelos investidores no momento de avaliar a viabilidade de adquirir cotas de um determinado fundo. Isso pois, conforme abordado no Capítulo 2, a rentabilidade dos FIIs está vinculada a outras variáveis, como a taxa SELIC.

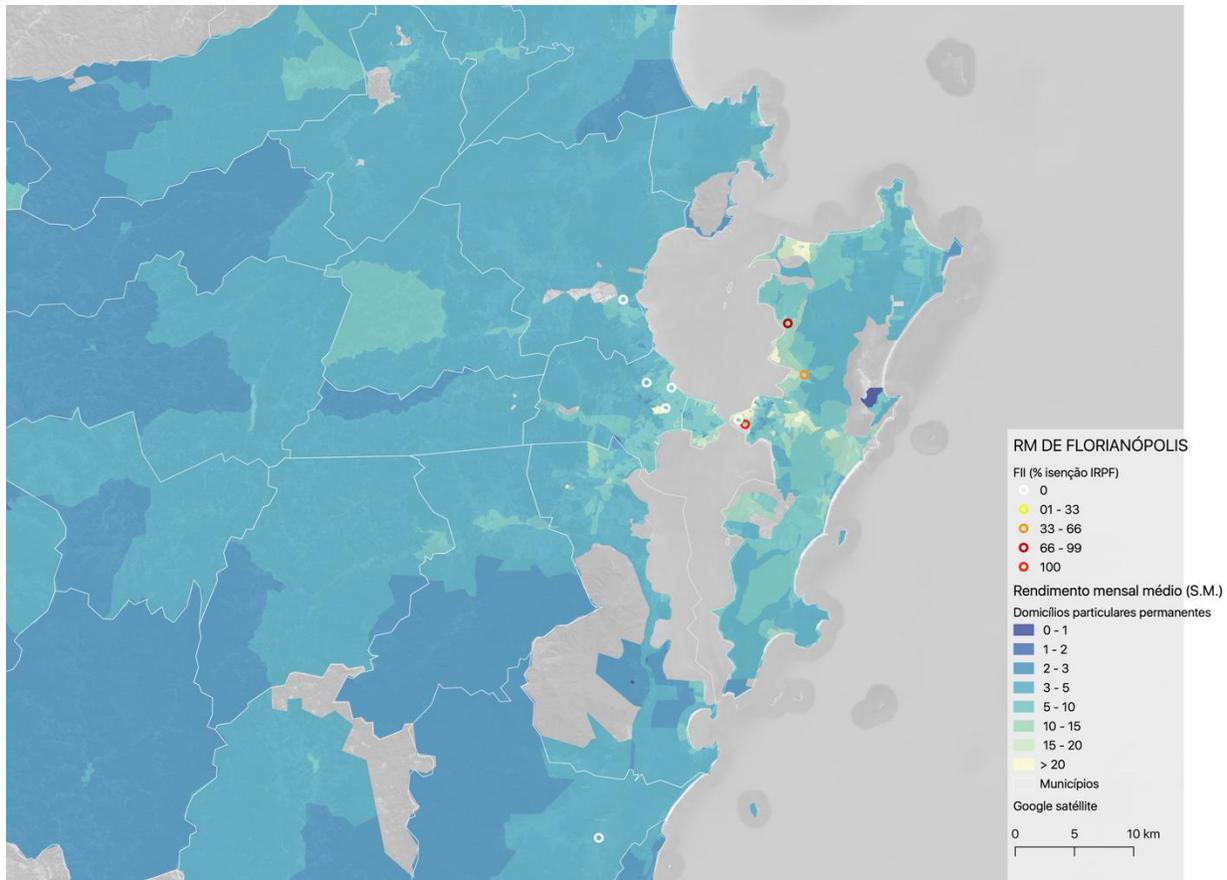
Procedeu-se então à análise cartográfica nas Regiões Metropolitanas anteriormente apresentadas, com exceção de Aracaju, dado que não havia, no período selecionado, nenhum imóvel pertencente a Fundos de Investimento Imobiliário.

Mapa 13: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (s.m.), em 2010, na Região Metropolitana de Porto Alegre



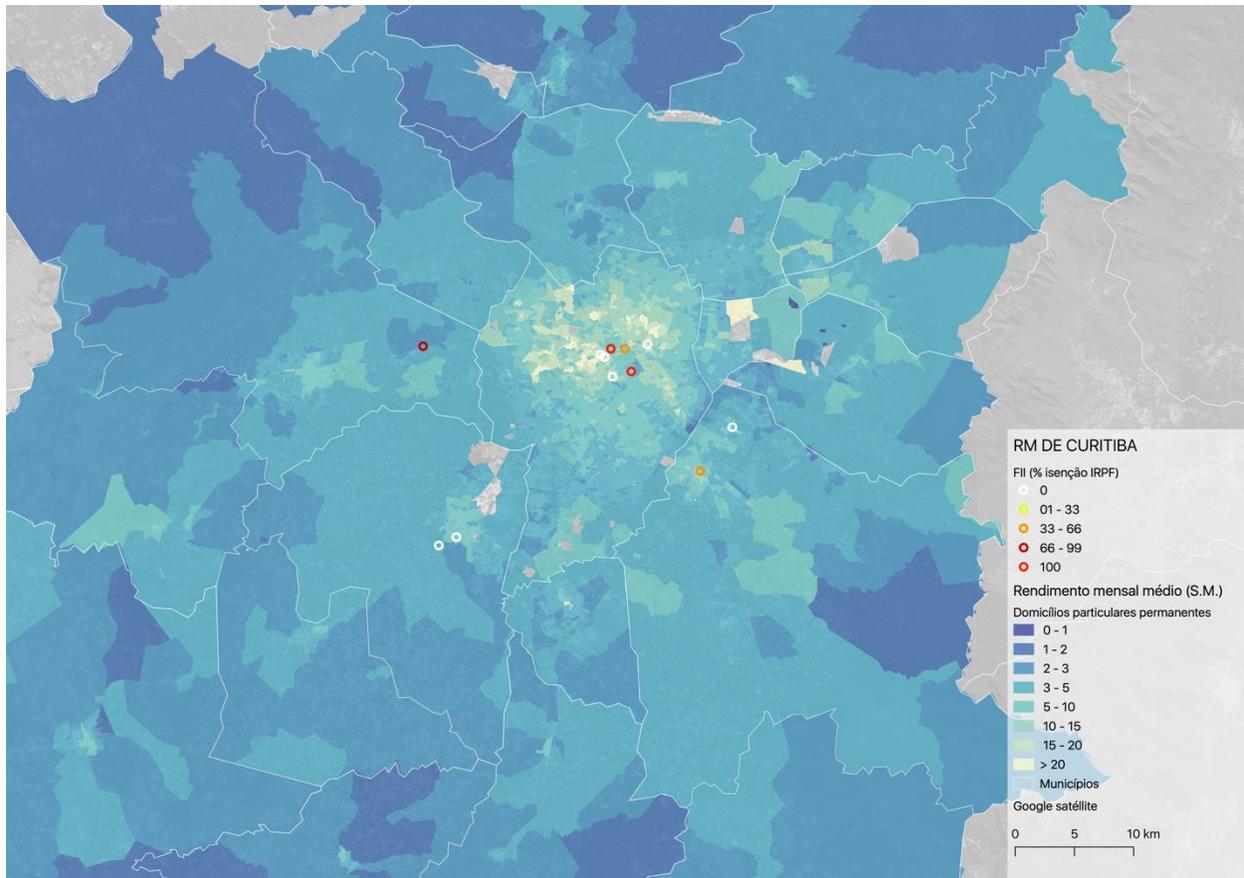
Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net (out. 2018) e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Mapa 14: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (s.m.), em 2010, na Região Metropolitana de Florianópolis



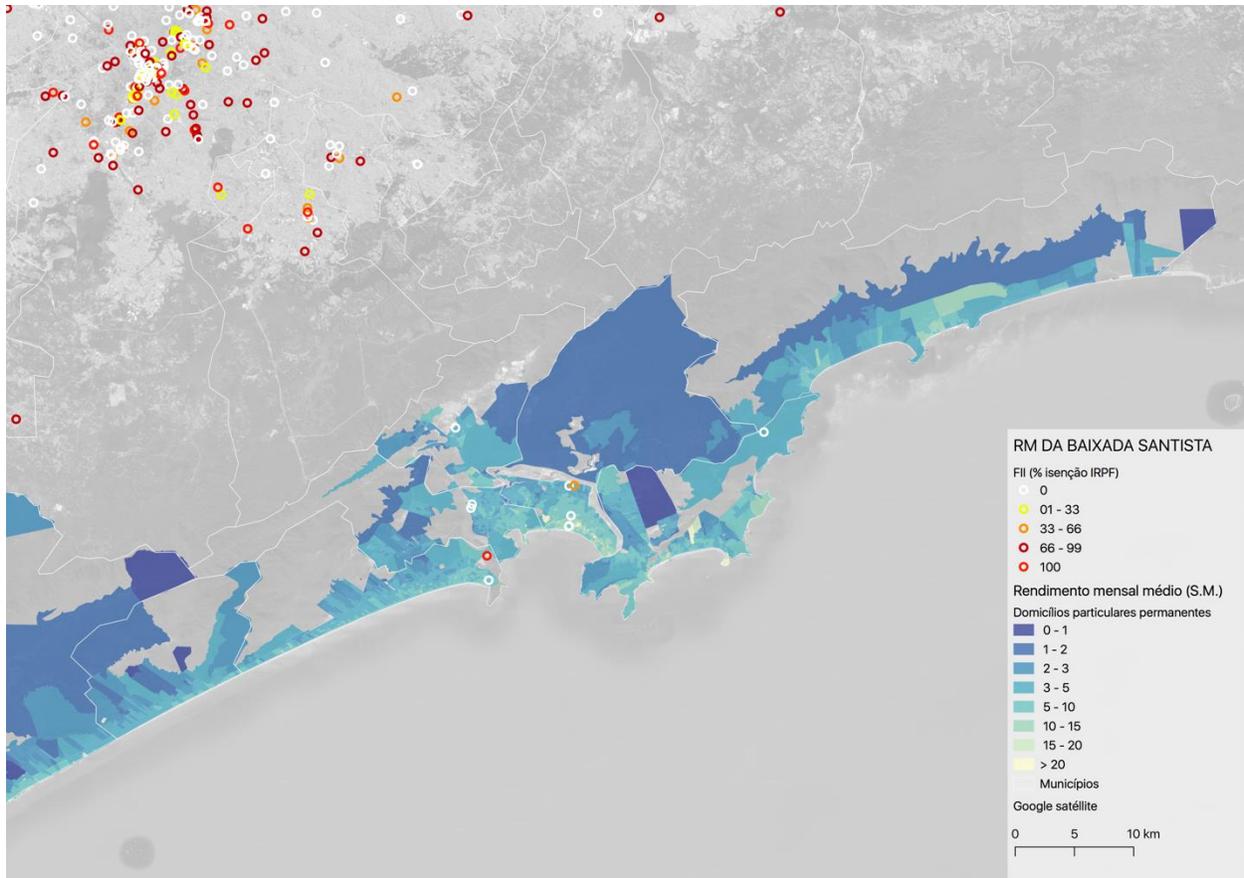
Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net (out. 2018) e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Mapa 15: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (s.m.), em 2010, na Região Metropolitana de Curitiba



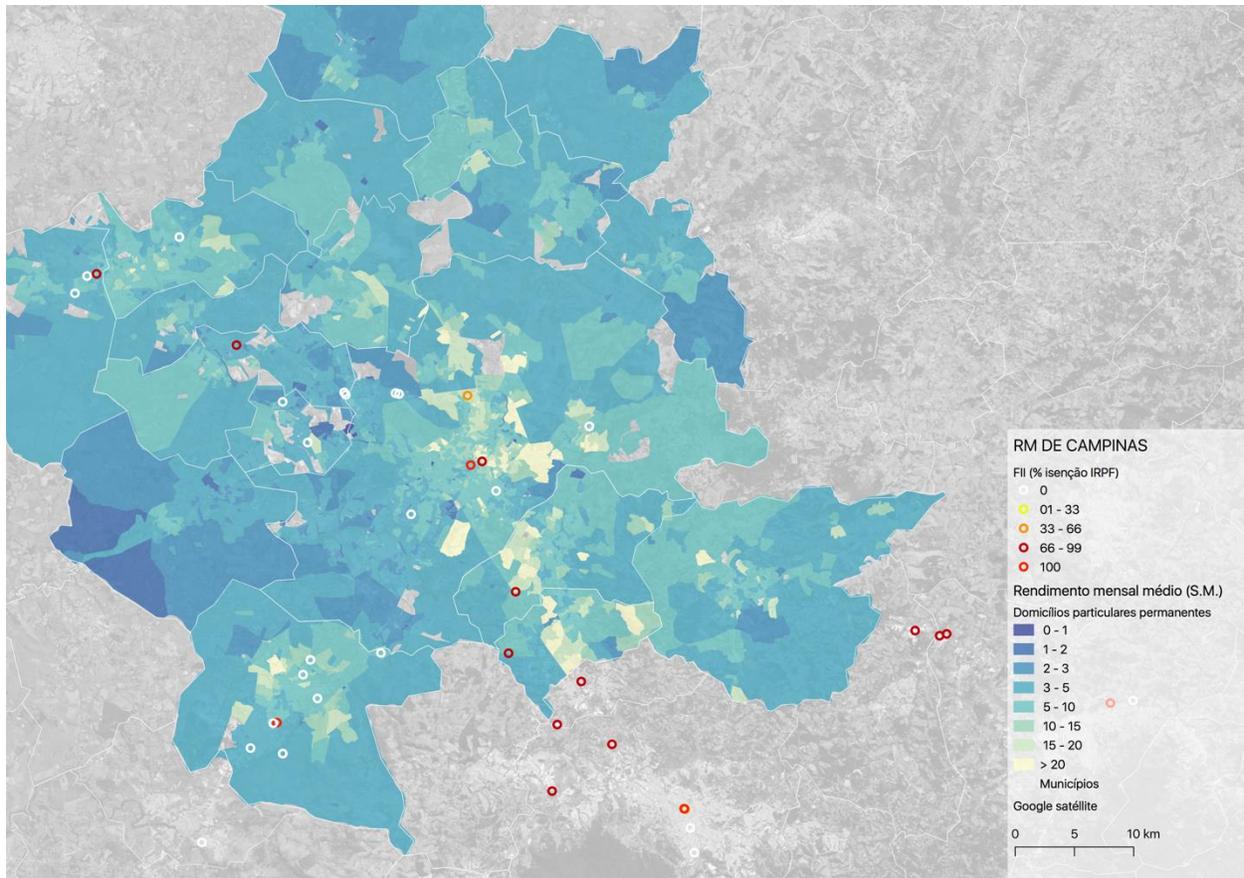
Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net (out. 2018) e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Mapa 16: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (s.m.), em 2010, na Região Metropolitana da Baixada Santista



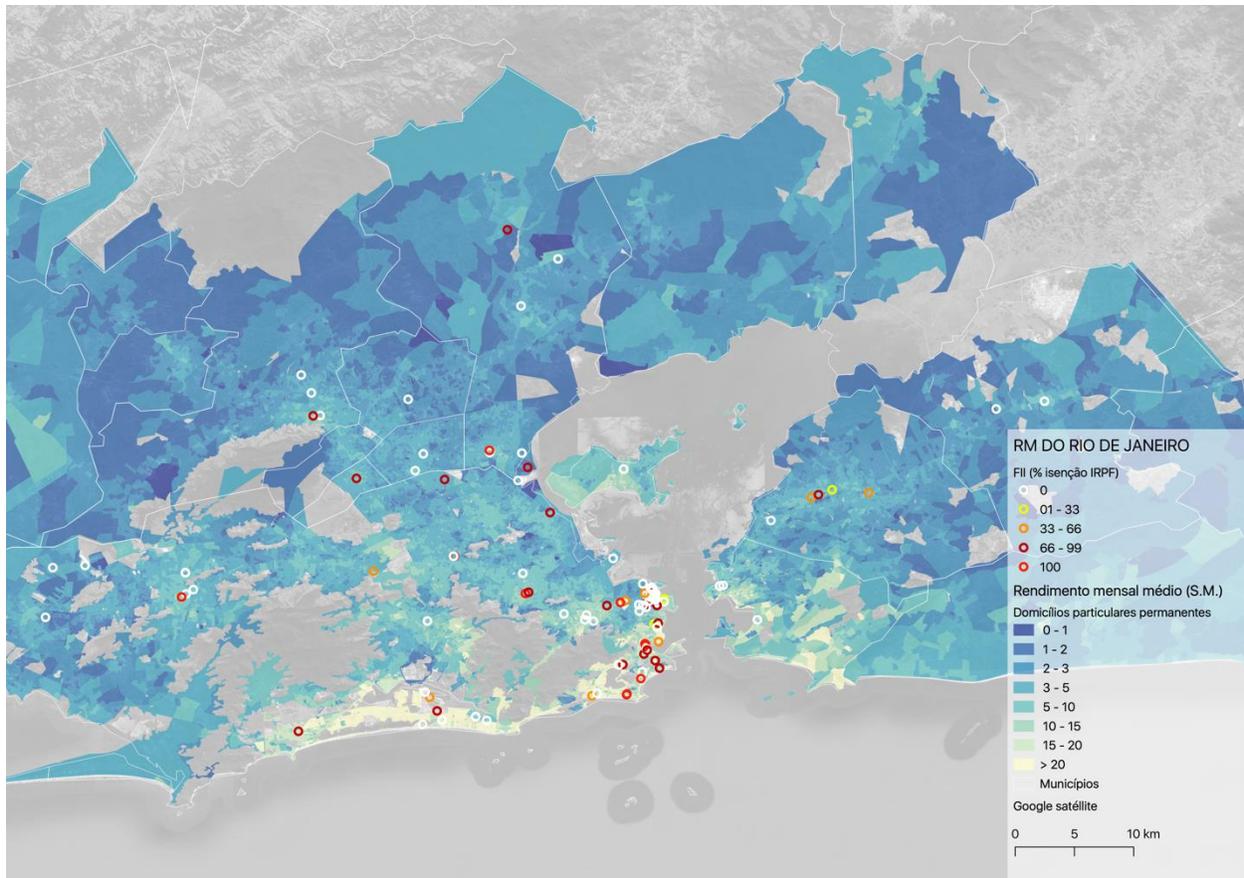
Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net (out. 2018) e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Mapa 17: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (s.m.), em 2010, na Região Metropolitana de Campinas



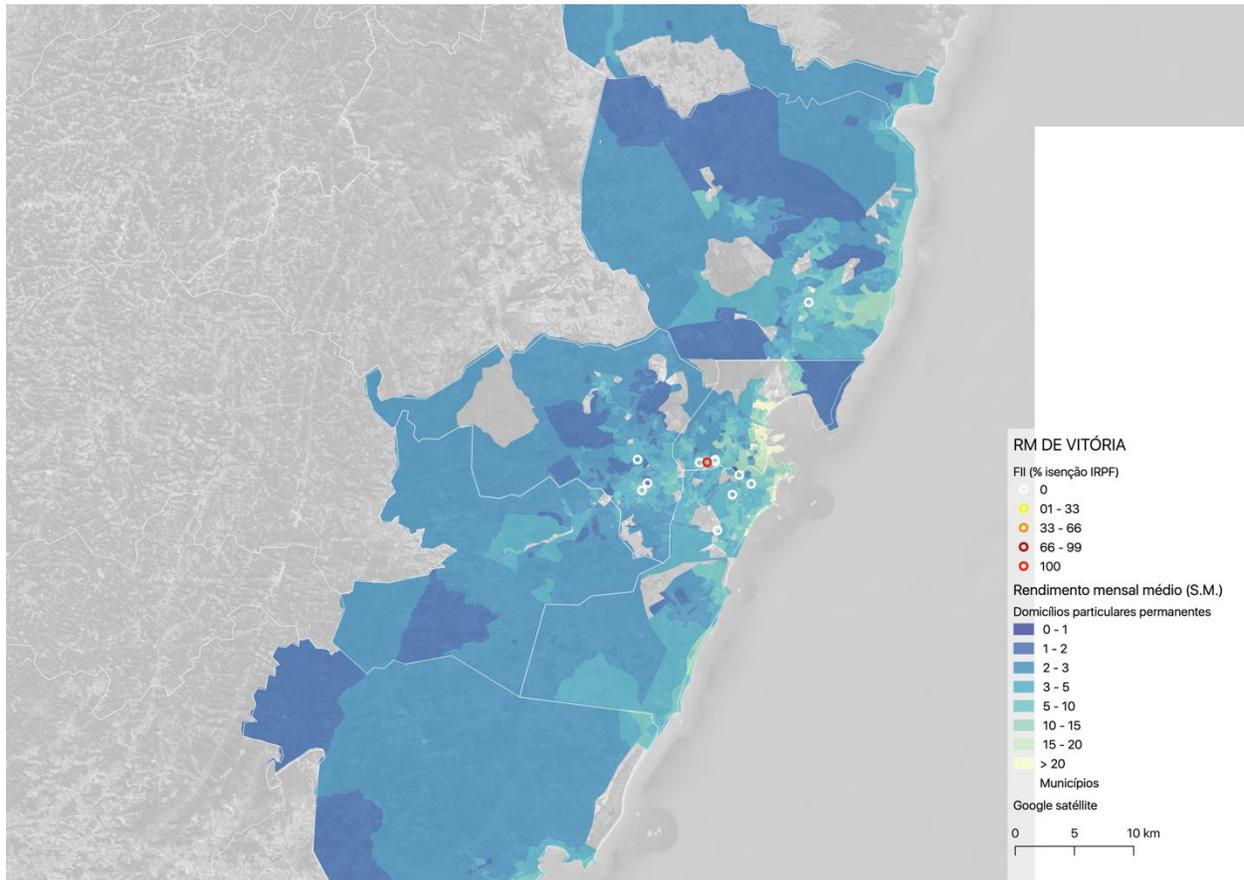
Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net (out. 2018) e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Mapa 18: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (s.m.), em 2010, na Região Metropolitana do Rio de Janeiro



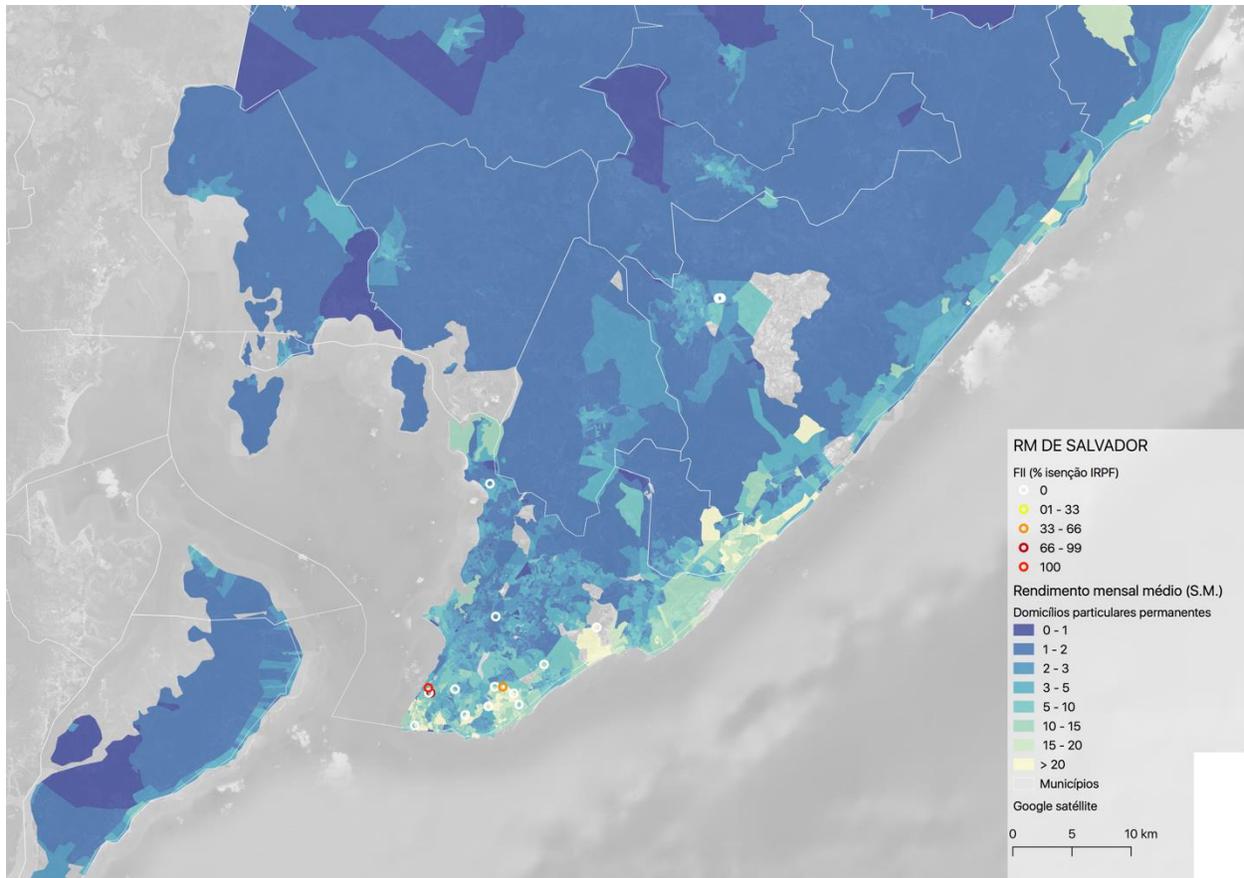
Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net (out. 2018) e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Mapa 19: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (s.m.), em 2010, na Região Metropolitana de Vitória



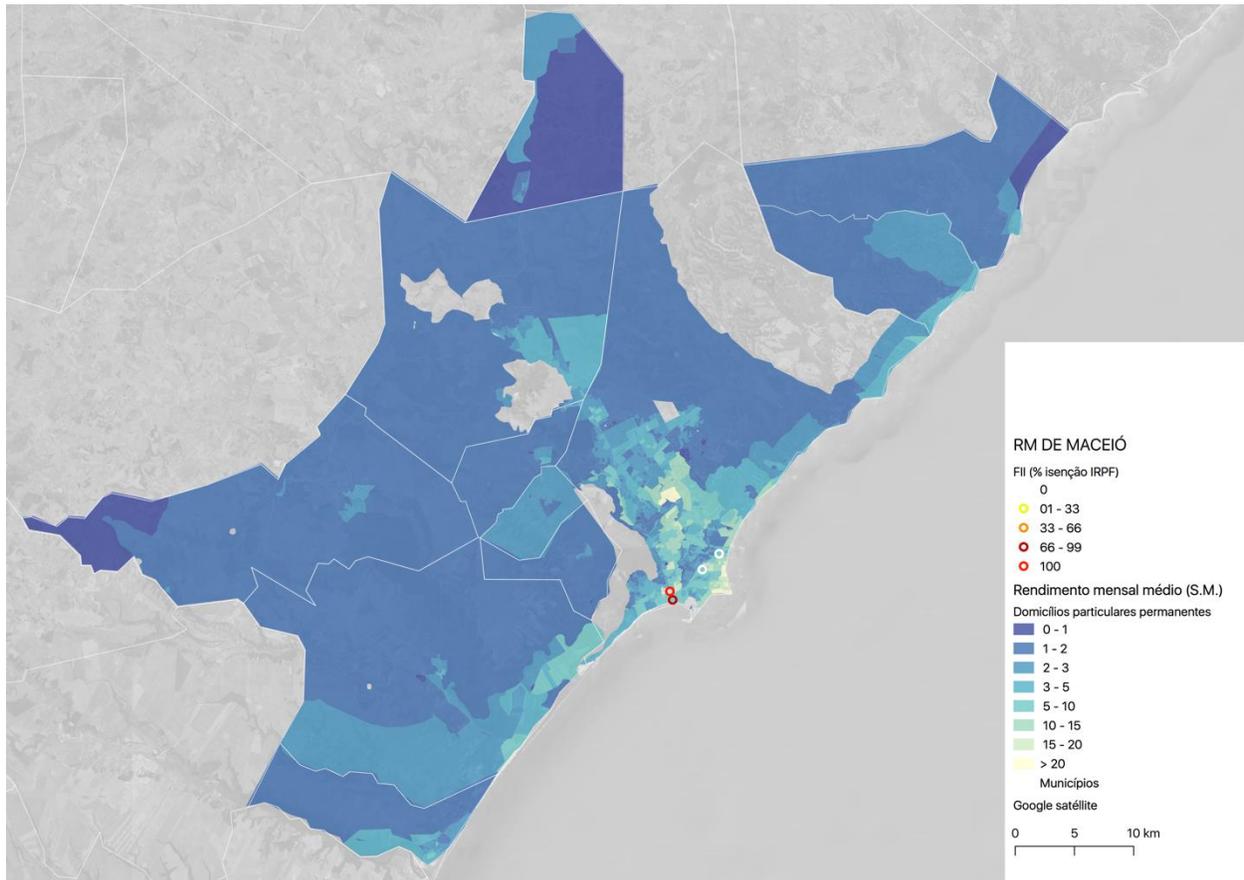
Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net (out. 2018) e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Mapa 20: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (s.m.), em 2010, na Região Metropolitana de Salvador



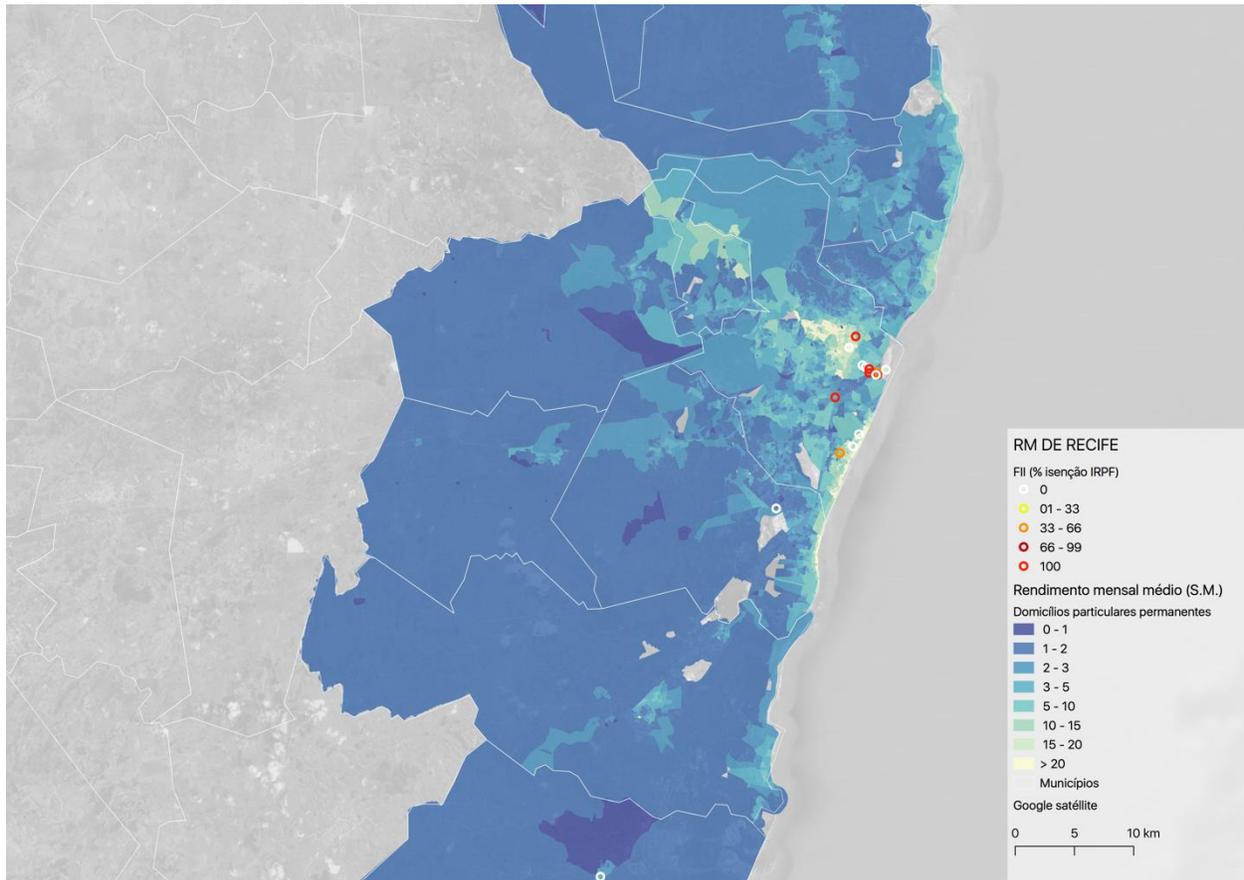
Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net (out. 2018) e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Mapa 21: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (s.m.), em 2010, na Região Metropolitana de Maceió



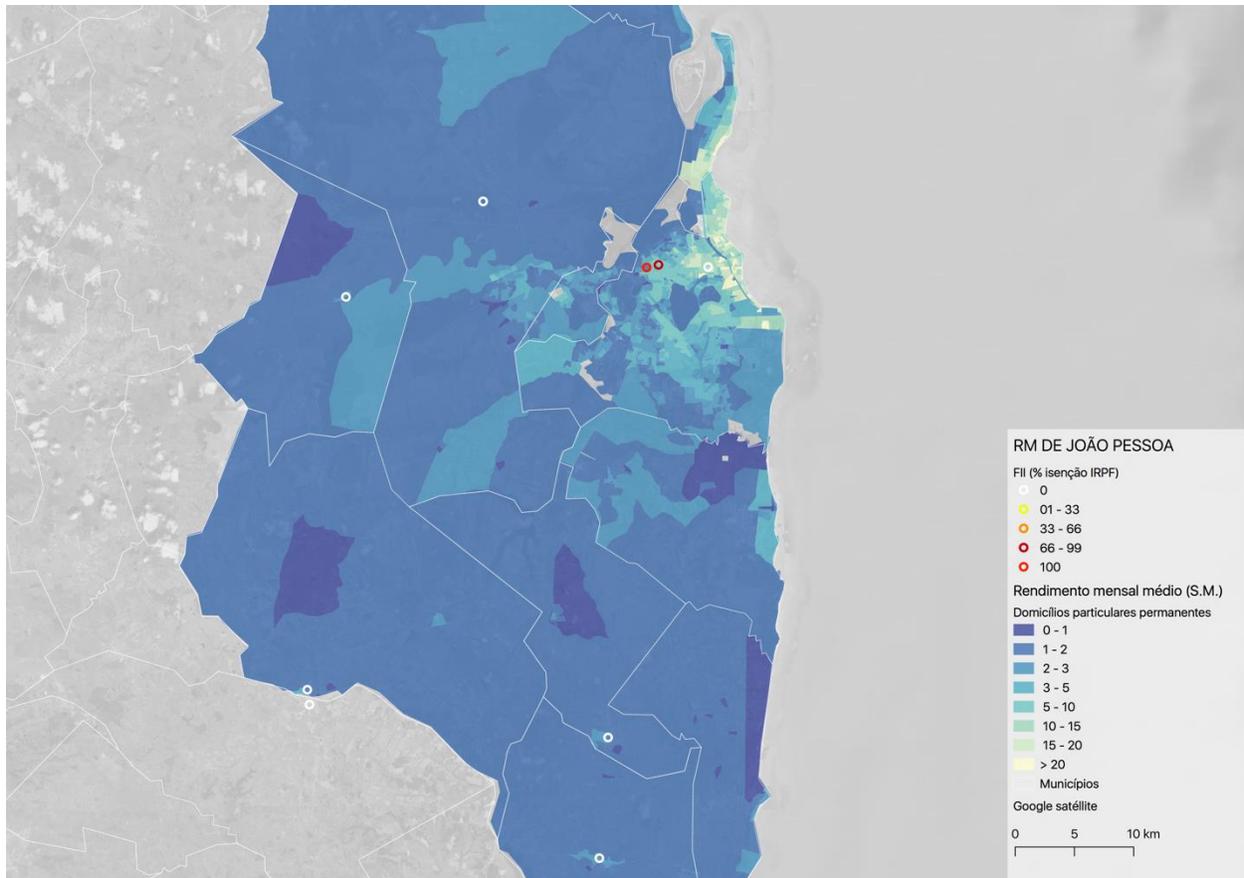
Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net (out. 2018) e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Mapa 22: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (s.m.), em 2010, na Região Metropolitana de Recife



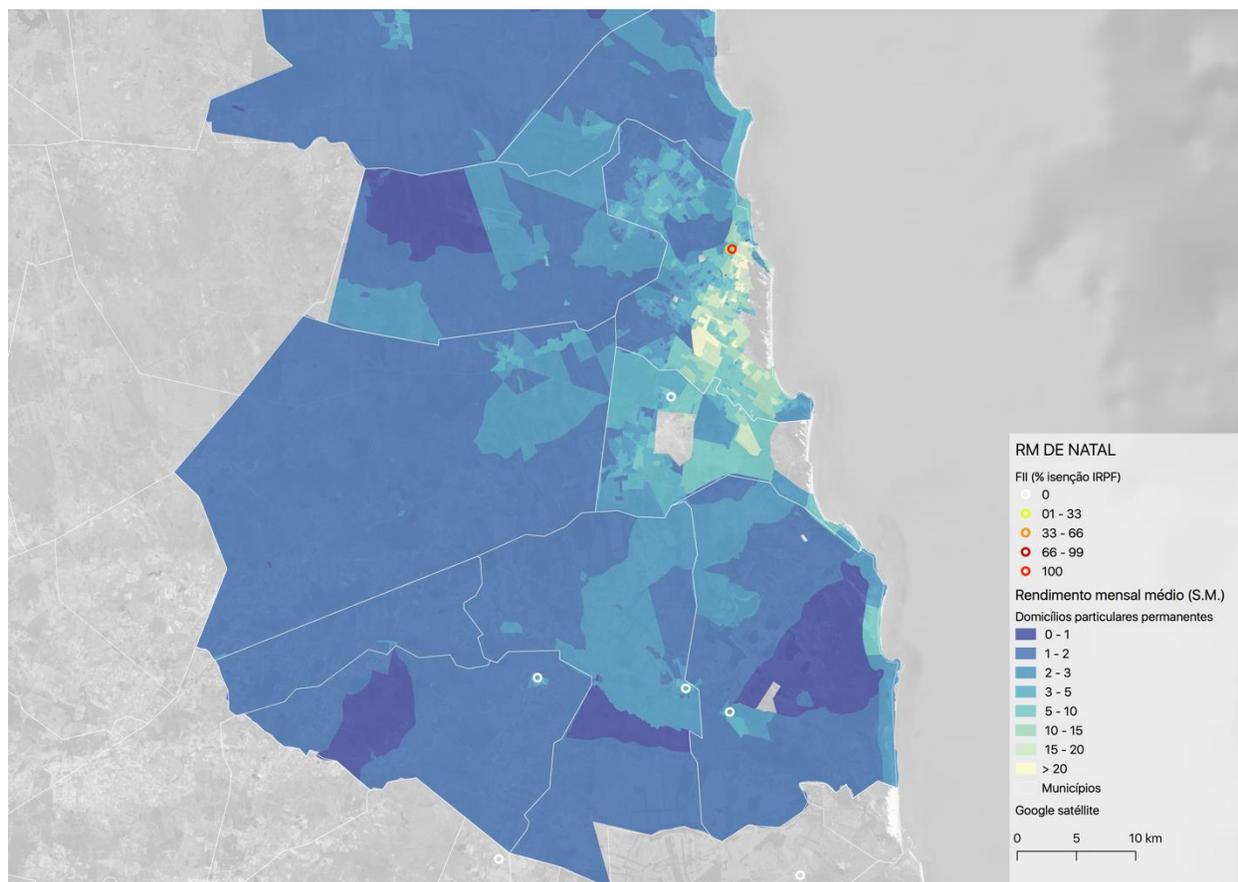
Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net (out. 2018) e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Mapa 23: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (s.m.), em 2010, na Região Metropolitana de João Pessoa



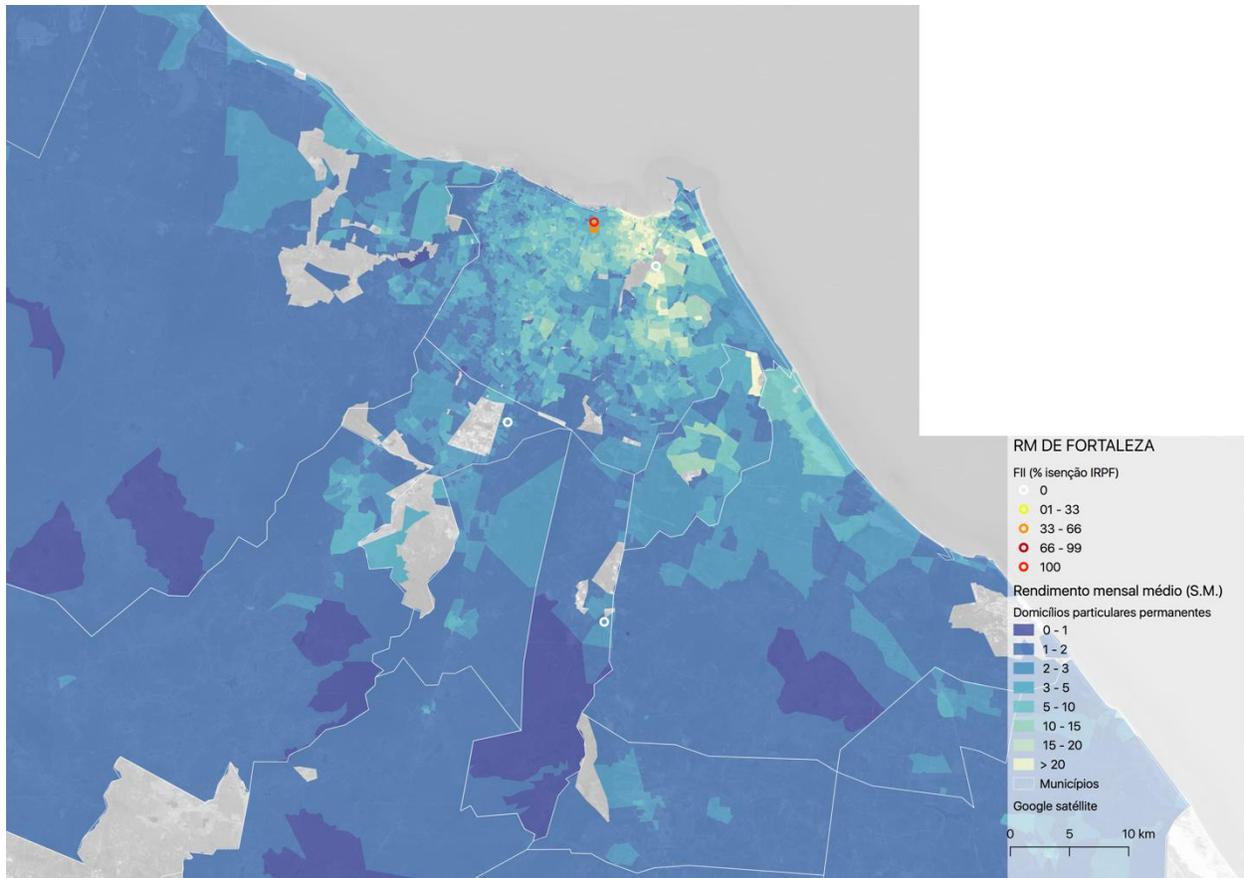
Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net (out. 2018) e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Mapa 24: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (s.m.), em 2010, na Região Metropolitana de Natal



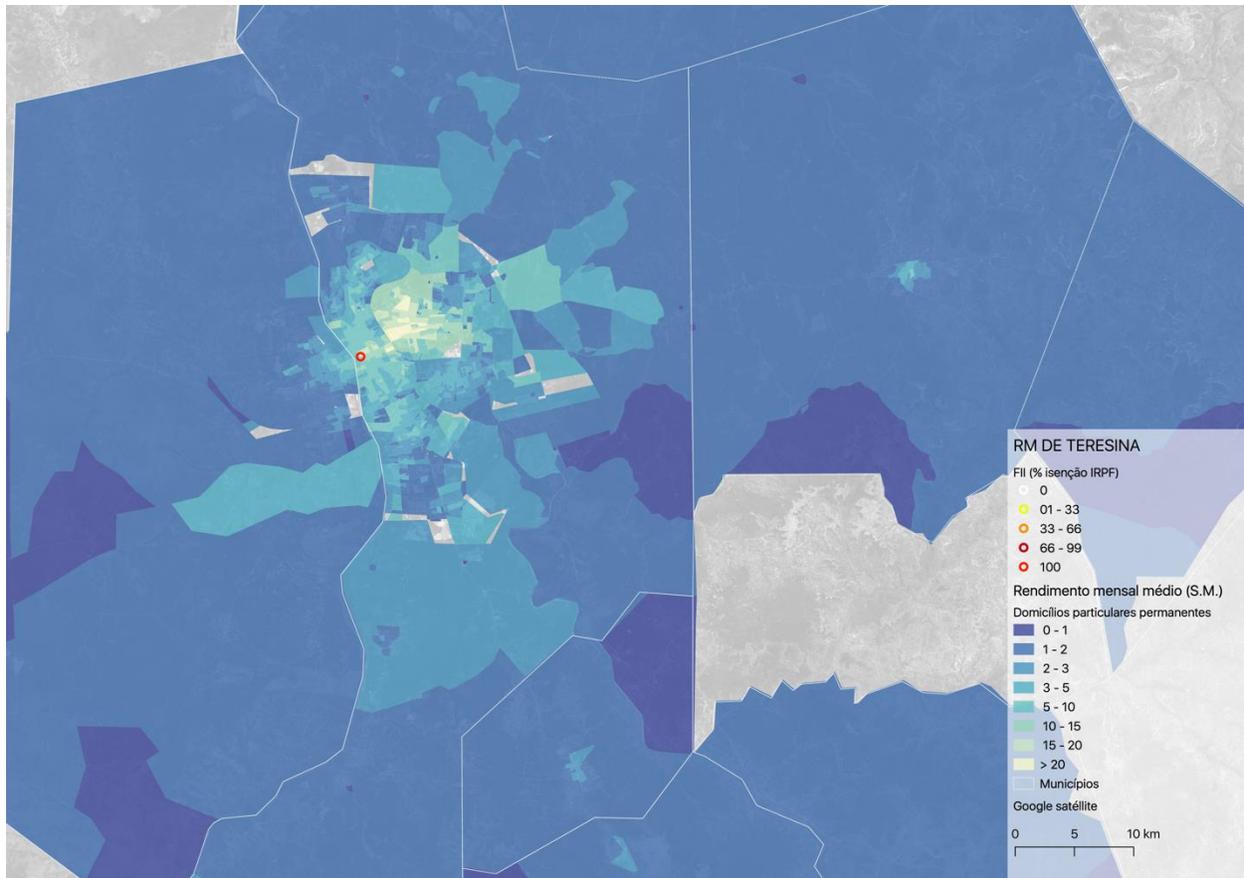
Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net (out. 2018) e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Mapa 25: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (s.m.), em 2010, na Região Metropolitana de Fortaleza



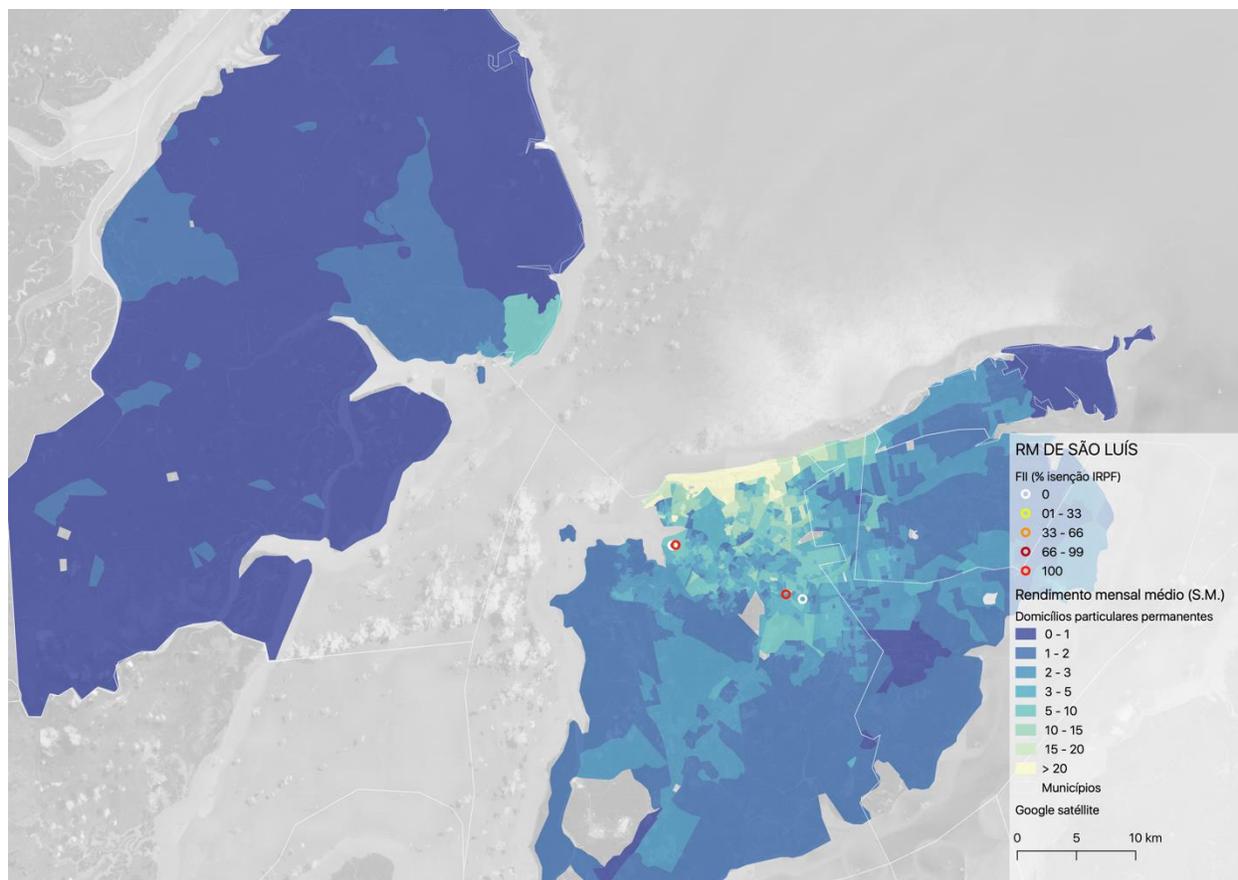
Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net (out. 2018) e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Mapa 26: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (s.m.), em 2010, na Região Metropolitana de Teresina



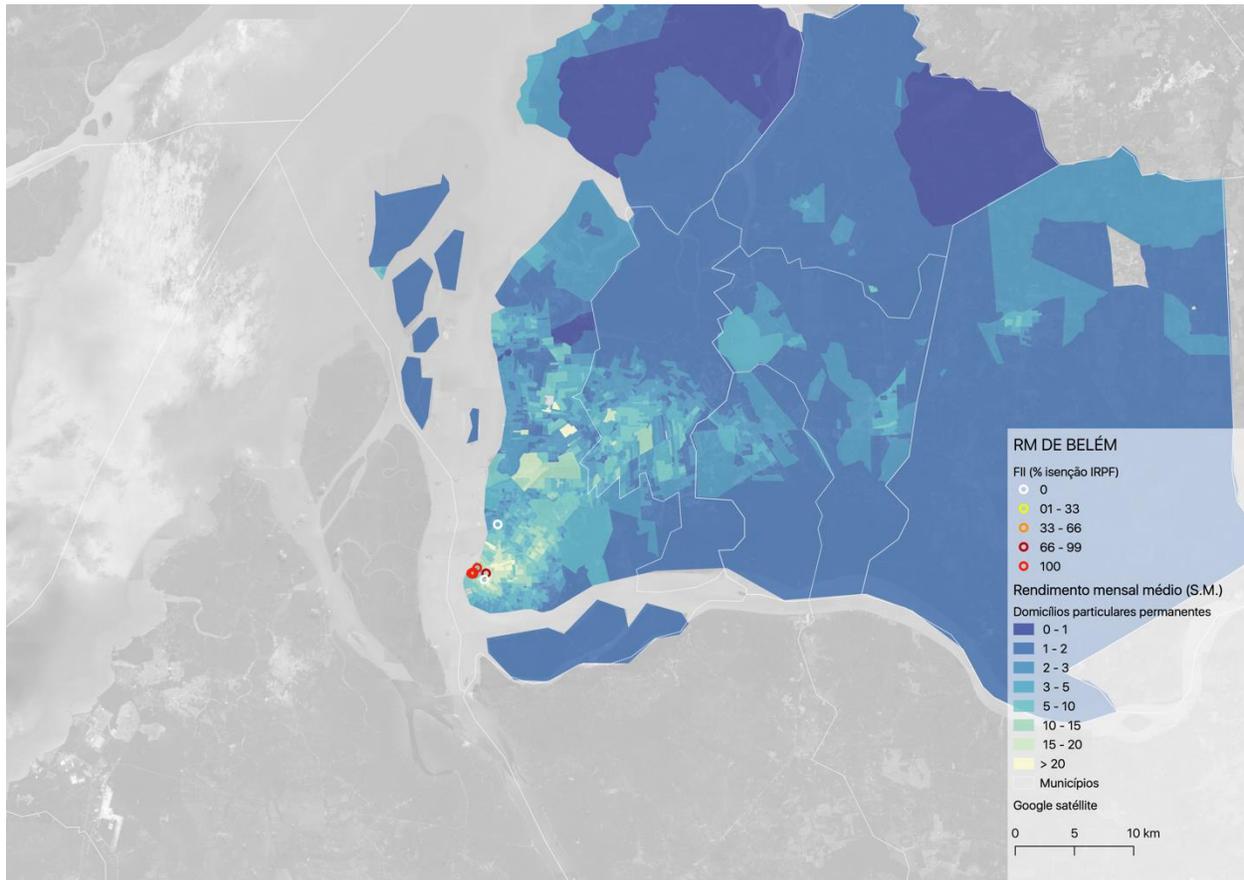
Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net (out. 2018) e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Mapa 27: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (s.m.), em 2010, na Região Metropolitana de São Luís



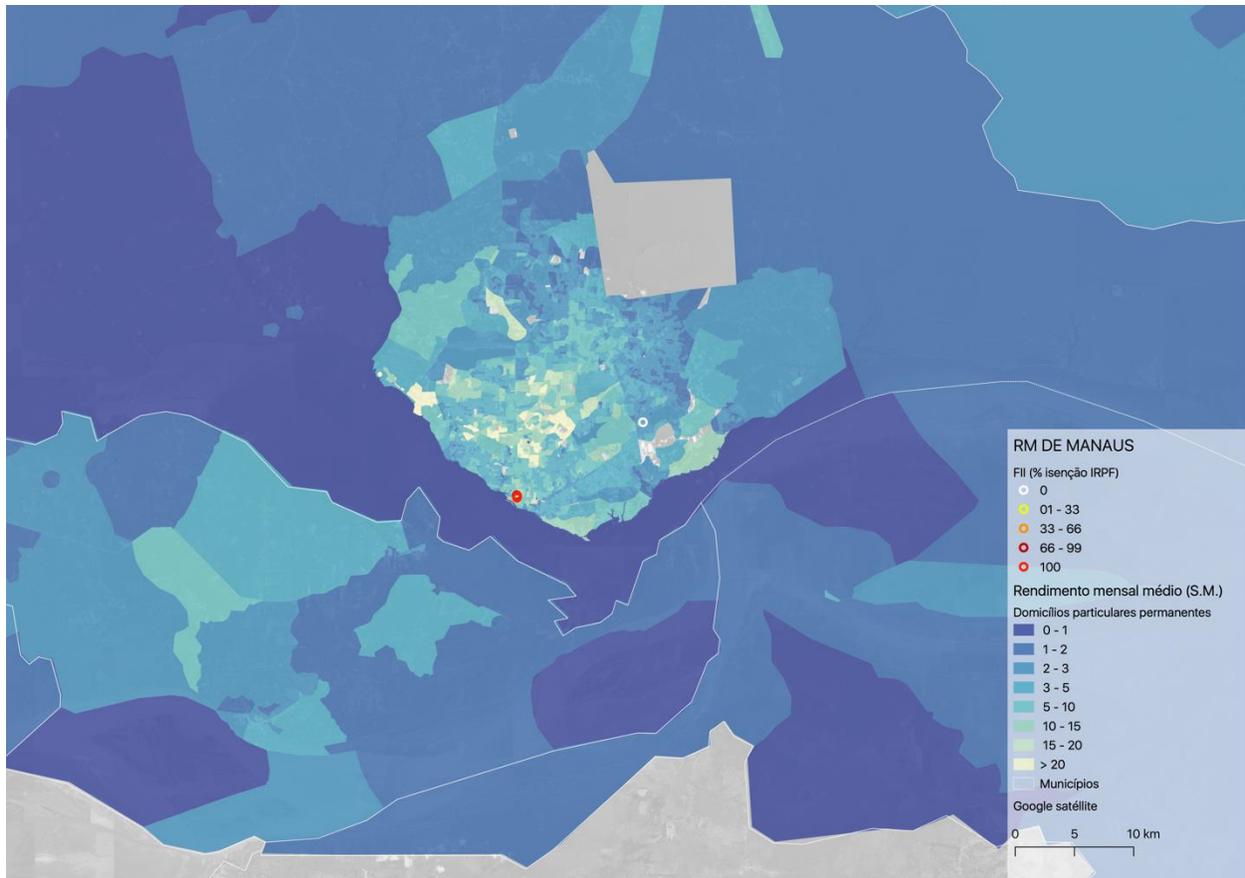
Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net (out. 2018) e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Mapa 28: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (s.m.), em 2010, na Região Metropolitana de Belém



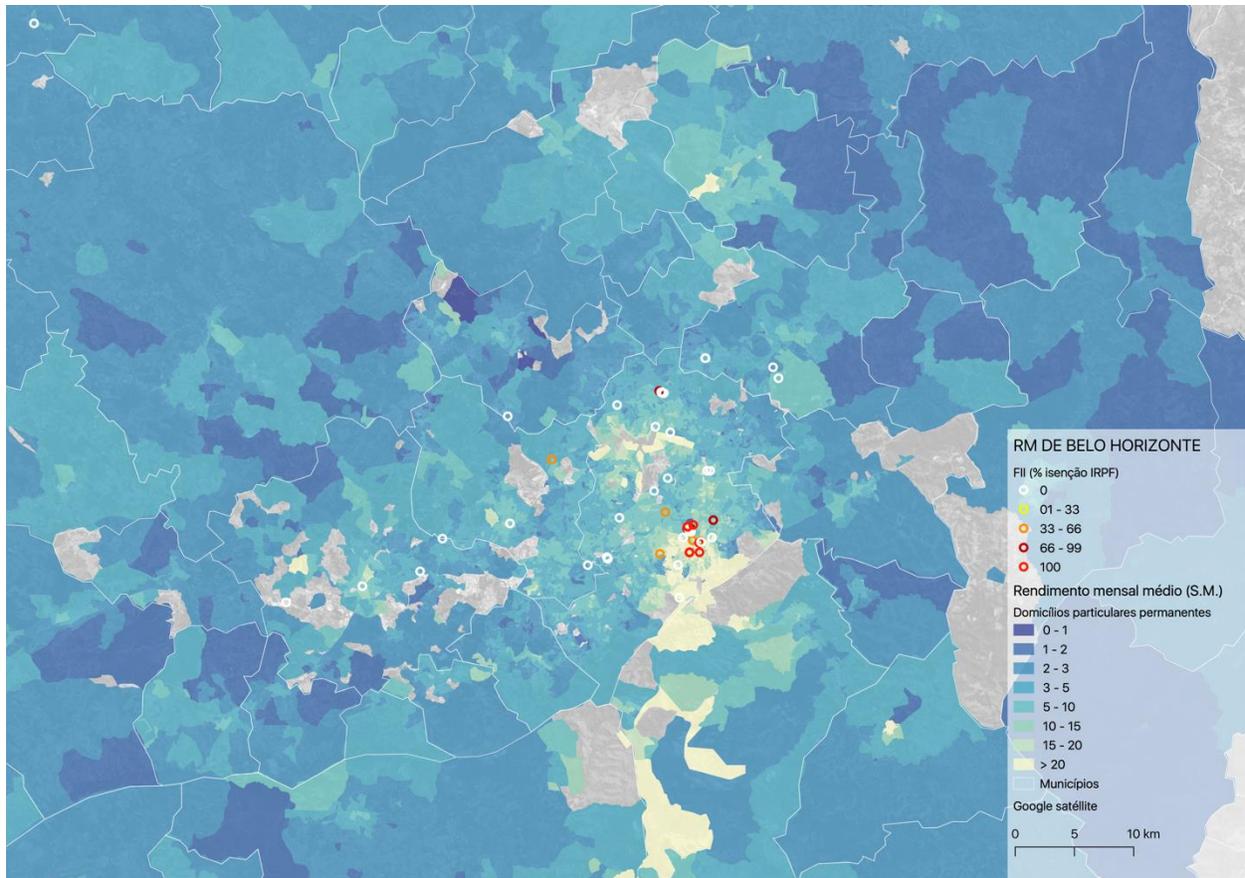
Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net (out. 2018) e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Mapa 29: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (s.m.), em 2010, na Região Metropolitana de Manaus



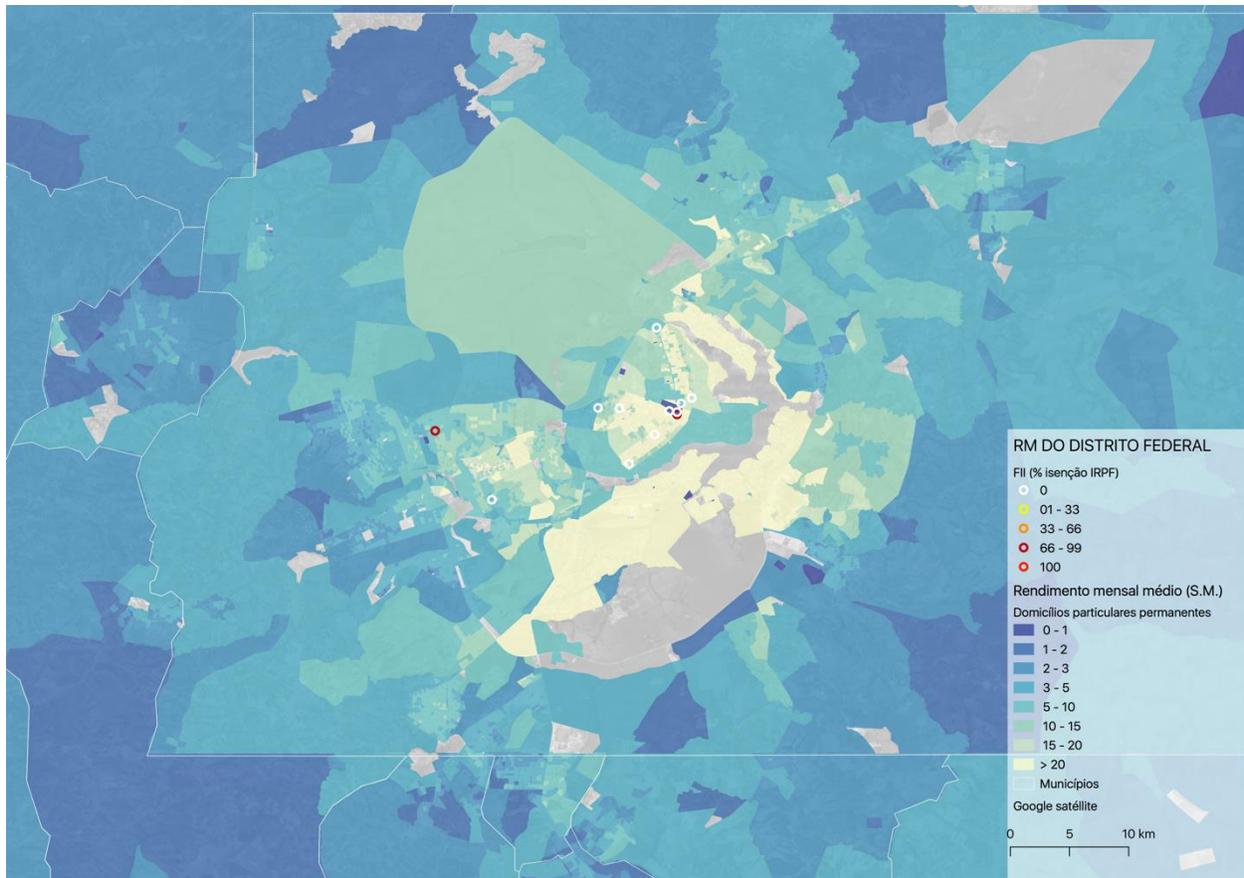
Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net (out. 2018) e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Mapa 30: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (s.m.), em 2010, na Região Metropolitana de Belo Horizonte



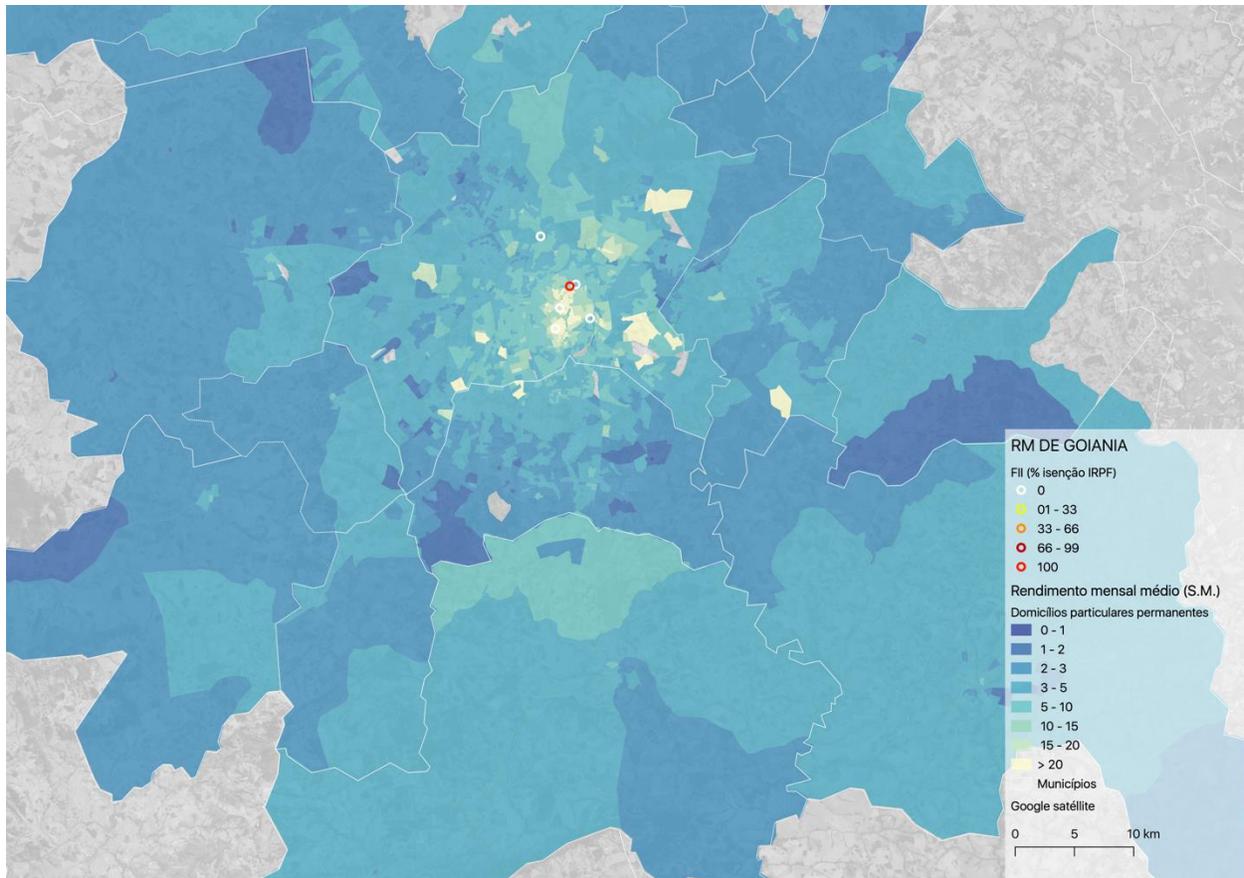
Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net (out. 2018) e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Mapa 31: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana do Distrito Federal



Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Mapa 32: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de Goiania



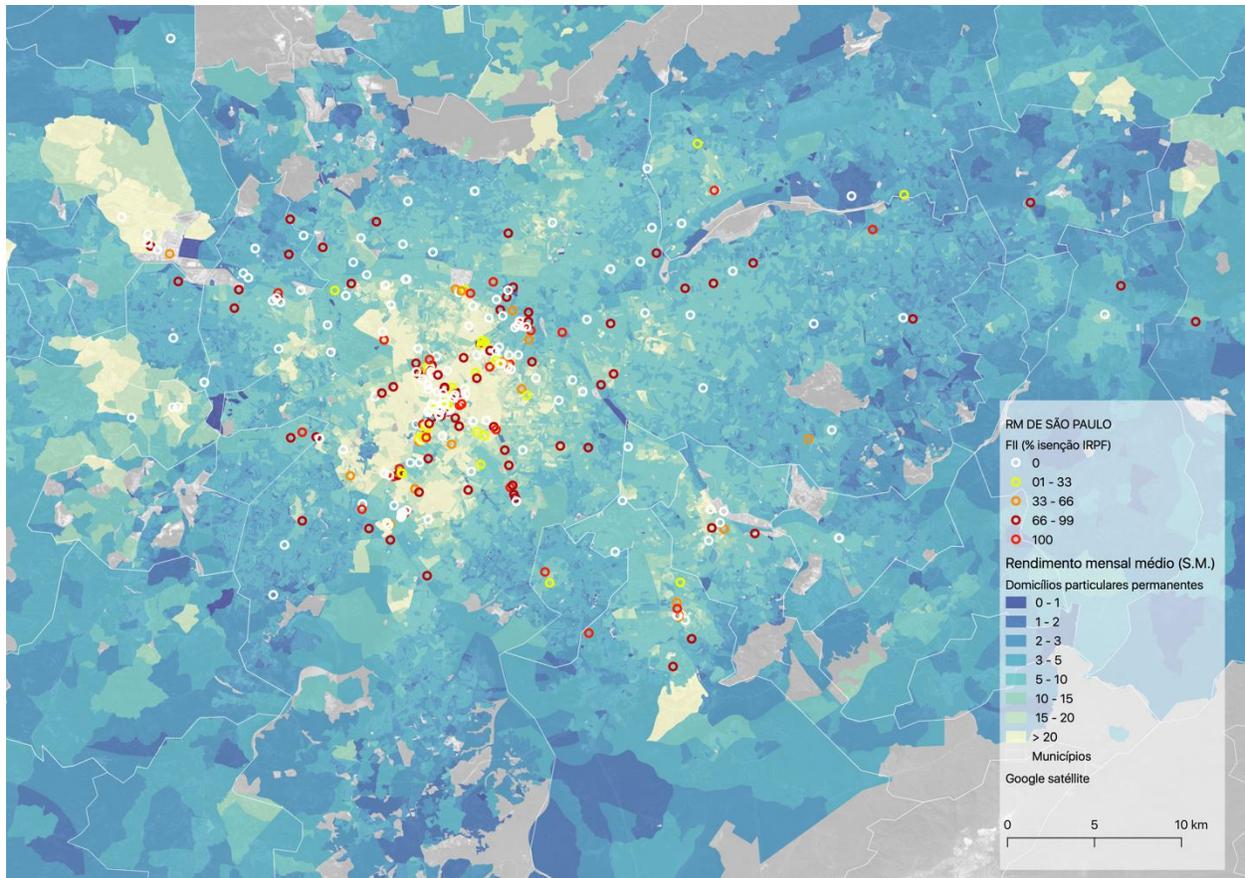
Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

A visualização dos mapas reforça as evidências estatísticas de que não pode se observar um padrão territorial entre o percentual de renúncia de IRPF dos imóveis para renda de FIIs e a renda nominal média por domicílio particular nas regiões metropolitanas brasileiras.

A Região Metropolitana de São Paulo (RMSP)

No caso de São Paulo, foi feita uma análise mais detalhada. Para além da cartografia de pontos (Mapa 32), foi também desenvolvido o mapa do percentual médio de isenção de IRPF dos imóveis para renda de FIIs, em 2017 (Mapa 33).

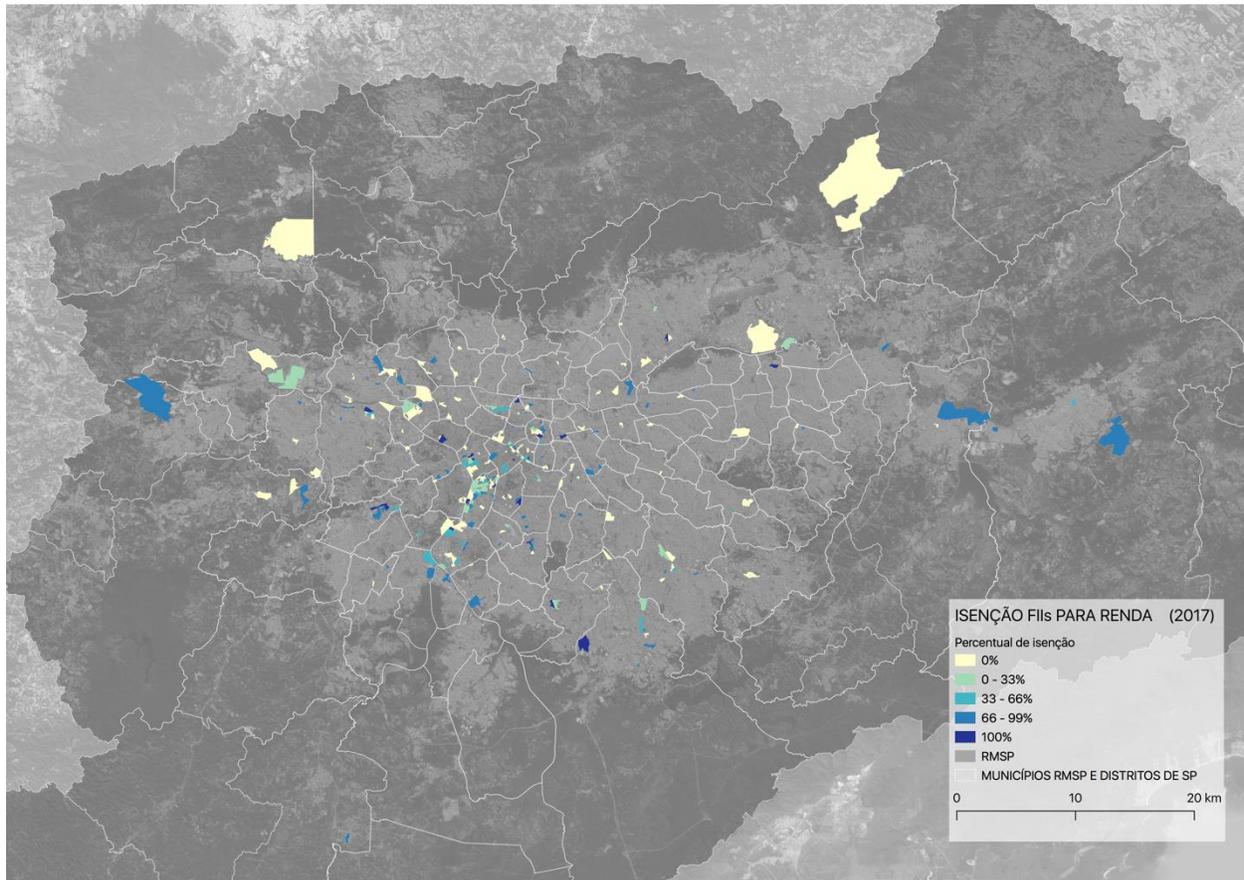
Mapa 33: Isenção de IRPF de FIIs para renda, em 2017 x Rendimento nominal mensal médio dos domicílios particulares permanentes (S.M.), em 2010, na Região Metropolitana de São Paulo



Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Conforme segue:

Mapa 34: Percentual médio de isenção de IRPF dos imóveis para renda de FIIs, em 2017, na Região Metropolitana de São Paulo

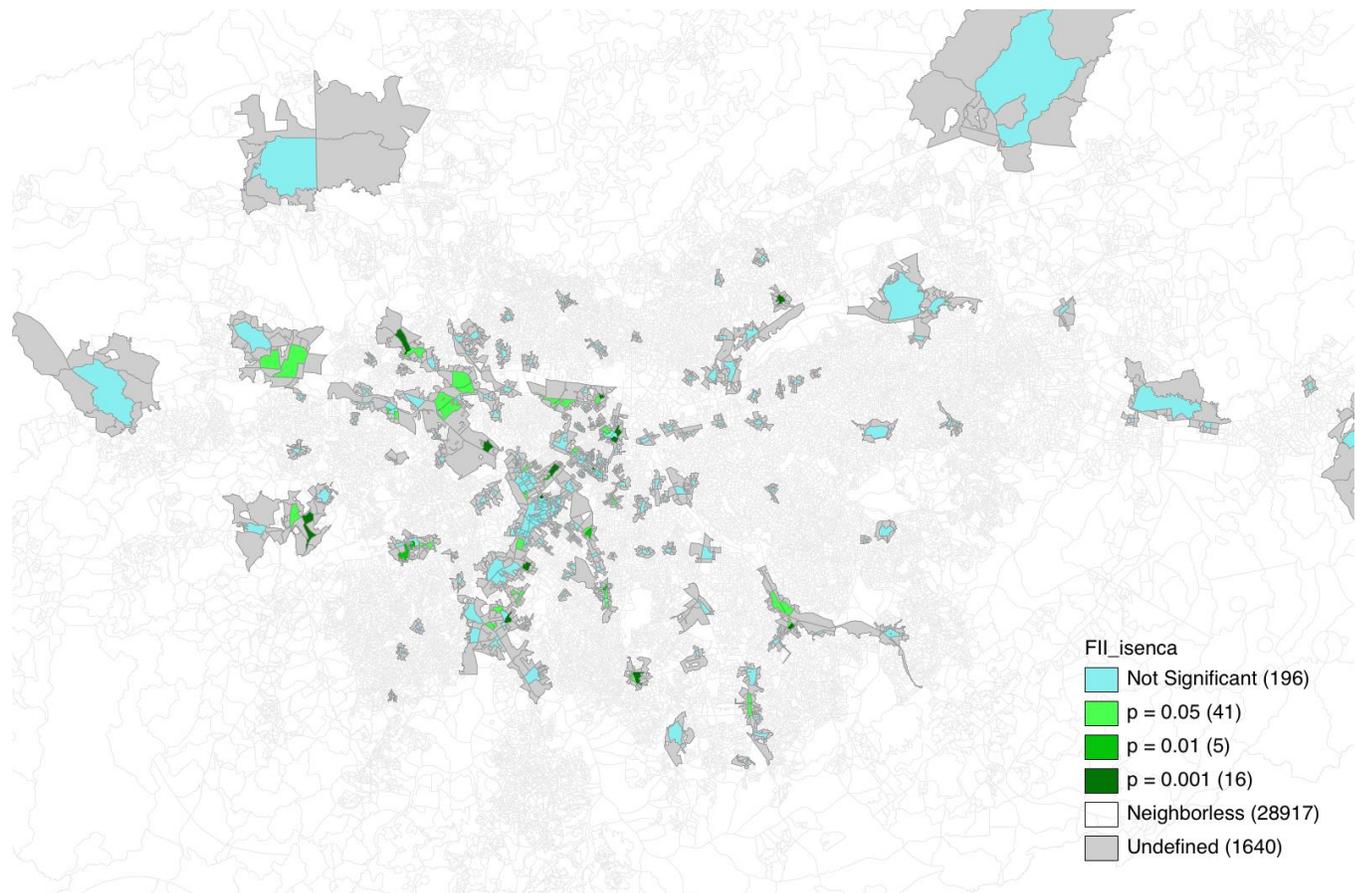


Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net e do CENSO 2010 (base do CEM/USP).

Ambas imagens reforçam, visualmente, as constatações estatísticas anteriores, de que, para as variáveis selecionadas, não foram encontrados padrões territoriais significativos.

Para complementar a análise anterior foi, então, utilizado o indicador de autocorrelação espacial I de Moran, ferramenta de análise geostatística, para verificar o grau de semelhança ou diferença de uma unidade em relação à sua vizinhança. Com isso, busca-se - mesmo não havendo correlação estatisticamente significativa entre as variáveis selecionadas -, constatar se haveria algum determinado padrão em regiões específicas.

Mapa 35: Significant Moran's do percentual de isenção de IRPF dos imóveis de FIIs para renda na Região Metropolitana de São Paulo, em 2017

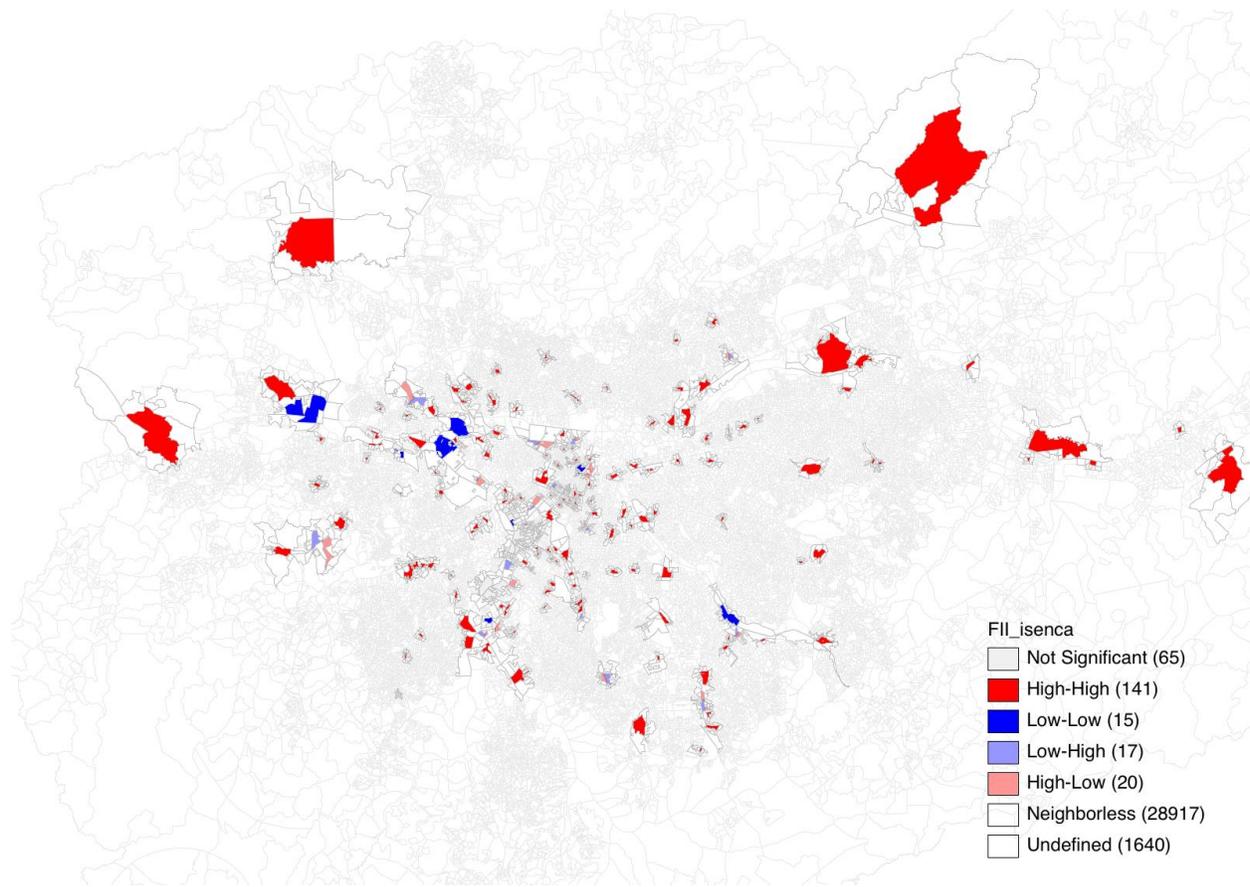


Fonte: elaboração própria, com dados do Sistema Fundos.Net, 2018.

Verifica-se a predominância de perímetros “não significantes”, o que indica a baixa probabilidade de explicação do valor de cada perímetro a partir do valor de seu “vizinho”. Os valores em que há significância ($p=0,05$ ⁶¹, $p=0,01$ e $p=0,001$), quanto menor o número, maior a confiança estatística dele, apresentam um padrão disperso no território.

⁶¹ Valor que reflete 95% de confiança no resultado em virtude dos múltiplos testes.

Mapa 36: Moran's cluster do percentual de isenção de IRPF dos imóveis de FIIs para renda na Região Metropolitana de São Paulo, em 2017



Fonte: elaboração própria, com dados do Sistema Fundos.Net.

Neste mapa, é possível auferir se o valor alto de um perímetro explica o valor alto ou baixo de seu vizinho (vermelho e vermelho claro, respectivamente), ou o contrário: se um valor baixo explica o valor alto ou baixo dos perímetros adjacentes (azul e azul claro, respectivamente)⁶². Diante dos resultados é possível afirmar que não se verifica a formação de clusters, ou seja, o comportamento do valor médio da isenção de IRPF dos imóveis de FIIs para renda, em 2017, pode ser considerado disperso espacialmente.

⁶² Foi adotada o parâmetro de análise Queens, em que é analisada a relação e um perímetro com todos os polígonos que partilham uma aresta em comum.

Os FIIs e os processos de reestruturação urbana

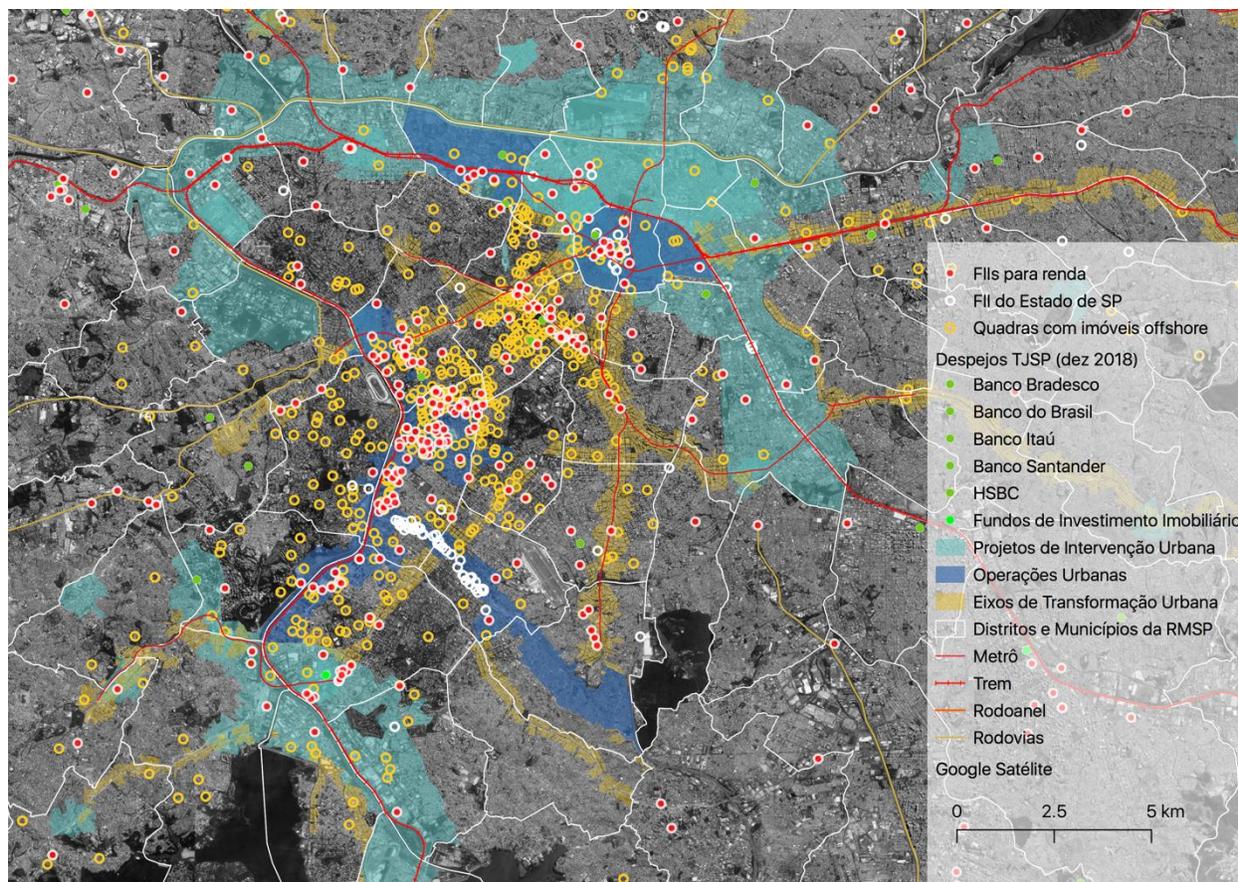
A ausência de relação estatística e geoespacial entre do percentual de isenção de IRPF dos imóveis de FIIs para renda, em especial na Região Metropolitana de São Paulo, com as variáveis selecionadas, não significa que as localizações dos imóveis dos FIIs não apresentem determinados padrões territoriais. Pelo contrário, estudos sobre o tema, como os desenvolvidos no âmbito do LabCidade/FAU-USP (SANTORO & ROLNIK, 2017; MARTIN et al., 2018), revelam determinadas correspondências, conforme contextualização apresentada inicialmente neste capítulo.

Com o objetivo de amparar, futuramente, a reflexão sobre a relação dos FIIs com outras ações que vem reforçando a conformação de um modelo de governança urbana, com viés corporativo (SANTOS, 1990, p. 105), foi elaborado o mapa a seguir. Neste constam:

- a) os perímetros
 - i) das Operações Urbanas vigentes (Operação Urbana Centro e as Operações Urbanas Consorciadas Água Branca, Faria Lima e Água Espraiada);
 - ii) dos Projetos de Intervenção Urbana em desenvolvimento; e
 - iii) dos Eixos de Estruturação da Transformação Urbana;
- b) o centroide das quadras em que foi verificada a existência de imóveis em propriedades offshore; e
- c) os imóveis
 - i) dos Fundos de Investimento Imobiliários para renda de 2017;
 - ii) de propriedades do Governo do Estado listadas visando a constituição de carteira de FIIs; e
 - iii) os despejos decorrentes da ação de bancos público, privados e de FIIs.

Além disso, constam os principais eixos ferroviários, metroviários e rodoviários.

Mapa 37: FIIs para renda acabados e os processos de reestruturação urbana na RMSP (2017)



Fonte: elaboração própria, em colaboração com Kaique Xavier. Dados do Sistema Fundos.Net (out. 2018), GeoSampa, LabCidade/FAUUSP, Transparência Internacional e DNIT.

As constatações apontadas neste capítulo nos permitem verificar que, se do ponto de vista tributário as isenções tributárias dadas às pessoas físicas proprietárias de cotas de FIIs, nas determinadas condições apresentadas, são injustas, se comparadas com as demais alíquotas do sistema tributário relacionadas à renda com aluguel imobiliário; do ponto de vista territorial, ainda que os imóveis dos FIIs estejam concentrados em áreas mais valorizadas, o padrão relacionado às renúncias fiscais não reflete nenhuma política pública urbana.

Sendo assim, no capítulo seguinte são apresentadas considerações para aproximar elementos da reforma tributária com políticas de desenvolvimento urbano.

4. CONSIDERAÇÕES PARA FORMULAÇÃO DE POLÍTICAS PÚBLICAS

Dada a consolidação e a tendência de crescimento do patrimônio dos FIIs, conforme analisado no primeiro capítulo; a verificação de que o regime tributário sobre a renda com alugueis ser distinto em função da natureza do proprietário dos bens (se pessoa física, jurídica ou entidade de investimento coletivo), conforme abordado no segundo capítulo, leva a injustiças; e dada a ausência de correlação estatística e territorial entre o percentual de isenção de IRPF de imóveis de FIIs e a renda média dos domicílios particulares, além de outras variáveis (em especial, a rentabilidade anual), foram então formuladas duas alternativas de políticas públicas.

A primeira é a revogação do modelo vigente para que passem a valer, unicamente, as alíquotas gerais do imposto sobre a renda para pessoas físicas. Estas, evidentemente, diante de uma compreensão mais geral do sistema tributário brasileiro, deveriam ser atualizadas para que sejam, efetivamente, progressivas. Importante destacar que a isenção continuaria a vigorar, no entanto, exclusivamente para pessoas de menor renda.

Tal proposta conferiria, do ponto de vista tributário, maior neutralidade ao sistema. Esse princípio que deve ser defendido ainda mais diante das externalidades negativas de uma política equivocada de renúncia fiscal, especialmente quando ela é feita de forma indiscriminada, sem mecanismos de transparência e sem o monitoramento de seus impactos.

Nessa hipótese, entretanto, as dinâmicas territoriais dos FIIs tenderiam a seguir inalteradas. Social e politicamente, dada a conjuntura atual, é provável que tal proposta seja alvo de resistência, tal como se observou durante a tramitação da extinta MP 694. Sendo assim, foi formulada uma segunda hipótese, que teve como pano de fundo a ideia de que é possível relacionar isenção tributária e desenvolvimento urbano. Tal reflexão se baseou em instrumentos que trabalham com objetivos urbanísticos que permitem, por um lado, a implantação de usos rentáveis – como os FIIs, por exemplo – desde que haja contrapartidas de interesse público – geralmente sociais ou ambientais (*social* ou *environmental extractions*) –, obtidas em um processo de gestão territorial da valorização da terra, ainda que reconhecendo as limitações destas políticas tributárias e urbanas inclusivas (SANTORO et al., 2018).

Outra referência utilizada foi a estratégia empregada na Lei Municipal nº 16.496/16 (Lei de Fomento à Periferia), que estabelece uma política territorial para a destinação de recursos para projetos culturais, priorizando áreas que historicamente receberam menores quantias, a saber:

Art. 4º Para efeitos desta lei, divide-se o Município de São Paulo em 4 (quatro) áreas⁶³ e entende-se por distritos com altos índices de vulnerabilidade social aqueles situados na periferia do Município, relacionados nas Áreas 2 e 3, de que tratam os incisos II e III deste artigo, conforme o percentual de domicílios particulares, permanentes ou improvisados, com renda per capita de até 1/2 (meio) salário mínimo, de acordo com o Recenseamento Geral de 2010 realizado pelo IBGE, na seguinte proporção:

(...)

Art. 7º A destinação dos recursos de apoio a projeto observará as seguintes proporções:

I - 70% (setenta por cento) para projetos propostos por coletivos artísticos e culturais residentes e atuantes na Área 3;

II - 23% (vinte e três por cento) para projetos propostos por coletivos artísticos e culturais residentes e atuantes na Área 2;

III - 7% (sete por cento) para projetos propostos por coletivos artísticos e culturais residentes e atuantes nos bolsões com altos índices de vulnerabilidade social, observado o disposto no art. 5º⁶⁴. Parágrafo único. Caso não haja inscritos suficientes para garantir a proporção prevista nos incisos I, II e III do "caput" deste artigo, a Comissão de Seleção poderá remanejar recursos, respeitados os princípios e objetivos desta lei e a priorização da Área 3.

⁶³ I - Área 1: composta pelos distritos em que até 10% de seus domicílios auferem renda de até meio salário mínimo per capita, a saber: Alto de Pinheiros, Barra Funda, Bela Vista, Belém, Butantã, Cambuci, Campo Grande, Consolação, Itaim Bibi, Jardim Paulista, Lapa, Liberdade, Moema, Mooca, Perdizes, Pinheiros, República, Santa Cecília, Santana, Santo Amaro, Saúde, Sé, Tatuapé, Tucuruvi, Vila Leopoldina, Vila Mariana;

II - Área 2: composta pelos distritos em que entre 10,01% e 20% de seus domicílios auferem renda de até meio salário mínimo per capita, com exceção dos situados no centro expandido de São Paulo, a saber: Água Rasa, Aricanduva, Artur Alvim, Campo Belo, Carrão, Casa Verde, Cidade Líder, Cursino, Freguesia do Ó, Ipiranga, Jabaquara, Jaguará, Jaguaré, Limão, Mandaqui, Morumbi, Penha, Pirituba, Ponte Rasa, Raposo Tavares, Rio Pequeno, Sacomã, São Domingos, São Lucas, Socorro, Vila Andrade, Vila Formosa, Vila Guilherme, Vila Maria, Vila Matilde, Vila Medeiros, Vila Prudente, Vila Sônia;

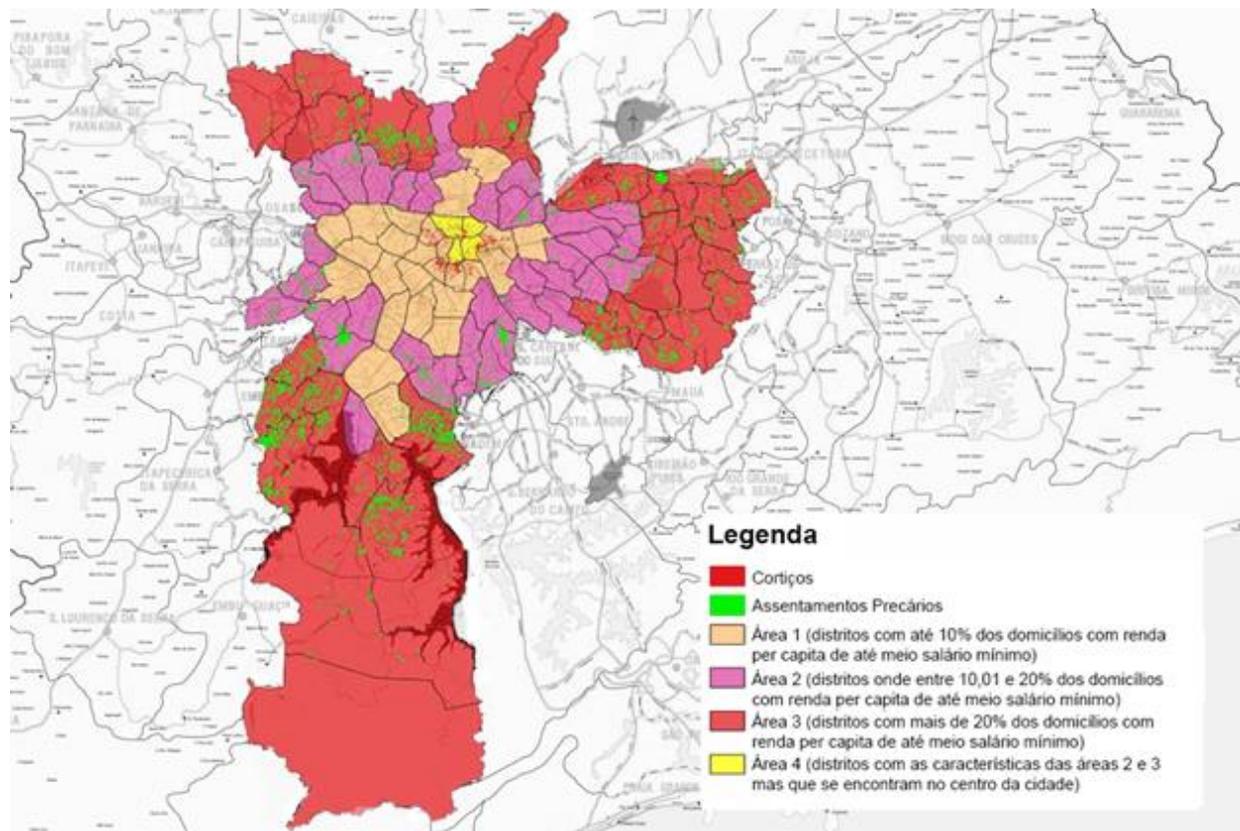
III - Área 3: composta pelos distritos situados na área periférica do Município, em que mais de 20% de seus domicílios auferem renda de até meio salário mínimo per capita, a saber: Anhanguera, Brasilândia, Cachoeirinha, Campo Limpo, Cangaíba, Capão Redondo, Cidade Ademar, Cidade Dutra, Cidade Tiradentes, Ermelino Matarazzo, Grajaú, Guaianases, Iguatemi, Itaim Paulista, Itaquera, Jaçanã, Jaraguá, Jardim Ângela, Jardim Helena, Jardim São Luís, José Bonifácio, Lajeado, Marsilac, Parelheiros, Parque do Carmo, Pedreira, Perus, São Mateus, São Miguel, São Rafael, Sapopemba, Tremembé, Vila Curuçá, Vila Jacuí;

IV - Área 4: composta pelos distritos situados no centro expandido do Município em que mais de 10% de seus domicílios auferem renda de até meio salário mínimo per capita, a saber: Bom Retiro, Brás, Pari e Sé.

Parágrafo único. A cada novo recenseamento do IBGE, a SMC publicará no Diário Oficial do Município a relação atualizada dos distritos relacionados nos incisos I a IV deste artigo."

⁶⁴ "Art. 5º Para efeitos desta lei, entende-se por bolsões com altos índices de vulnerabilidade social, os setores censitários localizados nas Áreas 1 e 4 em que mais de 10% (dez por cento) de domicílios auferem renda de até 1/2 (meio) salário mínimo."

Mapa 38: Política territorial da Lei de Fomento às Periferias



Fonte: Movimento Cultural das Periferias (elaboração: Aluizio Marino), 2018.

Posto isso, foram identificados possíveis parâmetros que poderiam associar as isenções e sua calibragem aos desejos de configuração de uso e ocupação urbana dos municípios e regiões metropolitanas, em especial relacionados à provisão do serviço de moradia social, por meio da locação social, em áreas bem localizadas, e do fomento às atividades que gerem emprego em renda em áreas com pouca oferta, mas que tenham vocação para se constituir como centralidades urbanas.

A proposta, se levada ao cabo, consistiria em desenvolver um Projeto de Lei Complementar, emendando o Estatuto da Cidade (Lei Federal nº 10.257/2001) que: i) revogasse os atuais dispositivos que estabelecem isenção tributária para cotistas pessoas físicas e para ativos imobiliários, tais como os CRI, LCI, LH e LIG, de modo que passasse a valer a regra geral (Tabela 14), ressalvada, mais uma vez, a necessidade de sua revisão para que seja atingido o princípio da progressividade; ii) definisse princípios para uma política territorial visando à aplicação de alíquotas incentivadas para o cálculo do imposto sobre a renda para pessoas físicas que contenham

cotas de FII, a saber: a) em áreas consolidadas para produção e/ou renda a partir de unidades habitacionais destinadas à locação social, com objetivo de democratizar o acesso às redes de infraestruturas públicas instaladas; e b) em áreas com pouca oferta de trabalho, para produção e/ou renda de unidades de uso não-residencial, com objetivo de fomentar o desenvolvimento de novas centralidades urbanas de comércio e serviços.

Para tanto, precisariam ser definidas regras para aplicação dos parâmetros progressivos, a partir de critérios objetivos, passíveis de serem atualizados frequentemente. Assim, a relação de quanto maior o cumprimento dos objetivos, maior a isenção poderia ser auferida, debatida e, se necessário, calibrada.

A viabilidade de tal proposta dependeria da aprovação de leis específicas no âmbito dos municípios para regradar as áreas em que tais parâmetros seriam aplicáveis, nos moldes da Lei de Fomento às Periferias.

Uma proposta dessa natureza provavelmente poderia ter um melhor desempenho diante do debate público. Algumas novas perguntas surgem desse debate: O ganho de rentabilidade fruto da isenção para esses tipos de investimentos afetaria a escolha dos cotistas? Poderia haver alguma interferência no padrão territorial dos FIIs? Tais perguntas demandariam outros estudos para ser respondidas.

Do ponto de vista da racionalidade e justiça do sistema como um todo, recomenda-se privilegiar a primeira proposta, que confere isonomia e progressividade ao sistema tributário. Mas o assunto não se esgota: outros instrumentos devem ser mobilizados e sua investigação aprofundada, especialmente aqueles que incidem sobre a propriedade, na busca de aproximar as agendas da Reforma Urbana da Tributária Solidária.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Um dos primeiros passos na direção da conformação do complexo imobiliário-financeiro no Brasil deu-se com a constituição dos Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs), por meio da Lei Federal 8.668/1993.

Além do direito real sobre bens imóveis, vinculado à construção ou aquisição de imóveis para locação ou venda (ativos vulgarmente denominados “tijolos”), o patrimônio dos FIIs também pode ser composto por “papeis”, o que tem permitido o aprofundamento da relação do setor financeiro com o imobiliário.

O desenvolvimento histórico dos FIIs pode ser separado em quatro períodos: i) de 1993 a novembro de 2004, de constituição do instrumento; ii) de dezembro de 2004 a 2008, de adequações no regime tributário; iii) de 2008 a 2015, de incorporação de ativos financeiros; e iv) de 2015 em diante, de aprimoramento das regras e gestão e transparência.

Em 1997, a integração do mercado imobiliário com o sistema financeiro ganhou novos instrumentos, que transformaram bens imóveis em títulos imobiliários equivalentes aos debêntures, o que conferiu maior liquidez aos ativos.

Os avanços do complexo financeiro-imobiliário têm tornado a compreensão dos processos de reestruturação urbana ainda mais complexa, sobretudo diante do fenômeno do descolamento do valor de mercado dos ativos e da sua precificação no sistema financeiro.

O modelo tributário brasileiro é um dos responsáveis pelo aprofundamento das desigualdades de renda no Brasil. O Imposto de Renda para Pessoa Física (IRPF) no Brasil segue a mesma lógica, beneficiando as pessoas com maior renda. Tal modelo é condição de e, ao mesmo tempo, implica no agravamento de um conjunto de injustiças sociais e territoriais.

Diante desse cenário, entidades da sociedade civil formularam propostas para revisão da política fiscal brasileira, orientadas pela “equidade no tratamento impositivo a partir do critério da capacidade econômica, renda e riqueza de cada contribuinte” (OXFAM, 2017, p. 18).

Determinados tributos relacionados à propriedade e riqueza incidem diretamente sobre o solo urbano. As políticas públicas aplicadas a renda da terra urbanizada, um bem socialmente construído, também devem ser revisadas à luz do princípio da justiça tributária.

Os fundos de investimento, no Brasil, são desprovidos de personalidade jurídica: eles foram instituídos enquanto entidades de investimento coletivo, sob a forma de condomínio (Quiroga, 2019), o que implica em um conjunto de regras específicas do ponto de vista tributário.

Os FIIs possuem um modelo híbrido de tributação: uma parte incide sobre a carteira de ativos, e outra quando do resgate das cotas (Quiroga, 2019).

A comparação entre as alíquotas revela a injustiça tributária do sistema vigente: em determinadas condições, a tributação do aluguel pode ser de 27,5%, se o proprietário for uma pessoa física; 14,53%, se for uma empresa enquadrada no lucro presumido; e isenta, se forem fundos de investimento imobiliário.

A análise dos valores passíveis de tributação dos FIIs revela que os valores envolvidos dos dois últimos anos giram em torno de R\$ 1,4 bilhões de reais, somente em 2017 chegando à aproximadamente R\$ 900 milhões, montante que tende a crescer significativamente nos próximos anos.

As informações obtidas demonstram que a probabilidade de a renda explicar a isenção é alta, com probabilidade de erro de apenas 4%,⁶⁵ para um universo muito reduzido de imóveis, apenas 1,19%. Ou seja, a explicação do percentual de isenção de um imóvel para locação não pode ser estatisticamente explicada em função da renda nominal média dos domicílios particulares localizados nos setores censitários ao qual estes imóveis estão inscritos.

Em linhas gerais, os resultados vão na mesma direção: não foram observadas relações significativas entre isenção tributária e as demais variáveis selecionadas. Não se verificaram a formação de cluster, ou seja, quando há alguma interferência do valor médio da isenção com seu vizinho, ela é dispersa especialmente. A ausência de relação estatística e geoespacial entre isenção tributária e renda, e as demais variáveis selecionadas, em especial a rentabilidade, no entanto, não significam que a localização dos imóveis dos FIIs não apresente determinados padrões territoriais. Pelo contrário estudos sobre o tema, como os desenvolvidos no âmbito do LabCidade, revelam a conformação de frentes de expansão do complexo financeiro-imobiliário.

Uma das referências adotadas no desenvolvimento desta proposta foram os conceitos aplicados na Lei Municipal 16.496/16 que estabelece uma política territorial para definição da destinação de recursos para projetos culturais, priorizando áreas que historicamente receberam menores quantias.

Posto isso, apresenta-se a necessidade de revisão do modelo de isenção tributária dada aos FIIs e parâmetros iniciais para formulação de propostas de políticas públicas que aproximem

⁶⁵ A probabilidade é considerada alta quando posto que índice obtido é menor do que os 5%.

a agenda da Reforma Tributária Solidária com mecanismos que permitam viabilizar o financiamento de projetos alinhados com às premissas da Reforma Urbana.

BIBLIOGRAFIA

AALBERS, M. B. *Corporate Financialization*. In Castree, N. (ed) *The International Encyclopedia of Geography; People, the Earth, Environment, and Technology*, Oxford, Wiley, 2014.

ALENCAR, C. T. A reciclagem planejada do portfólio de Fundos de Investimento Imobiliário propicia um melhor desempenho? Uma análise ex post de 2010 a 2017. Carta do NRE-Poli, nº51-18, janeiro-março de 2018. Escola politécnica da USP, São Paulo, 2018.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). Deliberação Nº 62 do Conselho de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento, São Paulo, 22 de junho de 2015.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS AUDITORES-FISCAIS DA RECEITA FEDERAL DO BRASIL (ANFIP); FEDERAÇÃO NACIONAL DO FISCO ESTADUAL E DISTRITAL (FENAFISCO). *Reforma tributária solidária. A Reforma Necessária*. Brasília: ANFIP: FENAFISCO: Plataforma Política Social, 2018.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS AUDITORES-FISCAIS DA RECEITA FEDERAL DO BRASIL (ANFIP); FEDERAÇÃO NACIONAL DO FISCO ESTADUAL E DISTRITAL (FENAFISCO). Tributação sobre a renda da pessoa física: isonomia como princípio fundamental de justiça. In: FAGNANI, E (org.) *A Reforma Tributária Necessária: Diagnóstico e Premissas*. Brasília: ANFIP: FENAFISCO: Plataforma Política Social, 2018. 804 p.

AVAAD, P. A. G. *A (não) incidência de IRRF no pagamento de rendimentos de FII para outros fundos de Investimentos regulados pela ICVM 409*. In: CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e (coord.). *Mercado financeiro & de capitais. Regulação e tributação*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 1227-1248.

BOTELHO, A. *A renda fundiária urbana*. In: O urbano em fragmentos: a produção do espaço e da moradia pelas práticas do setor imobiliário. São Paulo: Fapesp/Annablume, 2007, p. 67-86.

BOTELHO, A. *Os instrumentos do SFI em São Paulo: os Certificados de Recebíveis Imobiliários e os Fundos de Investimento Imobiliário. O caso do Fundo de Investimento Imobiliário Panamby*. In: O urbano em fragmentos: a produção do espaço e da moradia pelas práticas do setor imobiliário. São Paulo: Fapesp/Annablume, 2007, p. 67-86.

BRASIL (Congresso Nacional). Parecer sn/2015 da Comissão Mista destinada a emitir parecer à MPV 694/15. Senador Romero Jucá (relator). Brasília, DF, 15 de dezembro de 2015.

CALAZANS, F. J.; HENRIQUES, Elisa da Costa. *Imposto de renda sobre rendimentos e ganhos auferidos pela carteira dos Fundos de Investimento Imobiliários – Da amplitude da regra de isenção*. In: CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e (coord.). Mercado financeiro & de capitais. Regulação e tributação. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 799-818

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Guia CVM do investidor: fundos de investimento imobiliário. 2ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2015.

DEPARTAMENTO INTERSINDICAL DE ESTATÍSTICA E ESTUDOS SOCIOECONÔMICOS (DIEESE). Horizonte continua incerto. Para onde estamos indo? Boletim de conjuntura Número 17 – Dezembro de 2018. Dieese, São Paulo, 2018.

DIAS, L. P. Entrevista concedida para o autor. 18 de dezembro de 2018.

DIAS, L.; TRONCOSO, M. C. *Panorama dos fundos de investimento imobiliário no Brasil*. In HANSZMANN, Felipe. Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2016

DINIZ, R. P. Entrevista concedida para o autor. 26 de janeiro de 2019.

FIX, M. *São Paulo cidade global: fundamentos financeiros de uma miragem*. São Paulo: Boitempo Editorial, 2007.

FREITAS, D. M.; LEMOS, L. L.; MENDONÇA, P.; HOLANDA, P.; PEQUENO, L. R. B. *Processos de Reestruturação territorial relacionados às novas formas de agenciamento do Estado-Capital*. In: ROLNIK, R.; SANTORO, P.F.; MORADO, D.; MEDEIROS, D.; RENA, N.; PEQUENO, L. R. B. (orgs.). *Cidade Estado capital: reestruturação urbana e resistências em Belo Horizonte, Fortaleza e São Paulo*. São Paulo: LabCidade FAUUSP, Fundação Ford, 2018, p. 164-205.

FREITAS, R.; XAVIER, C. C. *Tributação dos Fundos de Investimento Imobiliários (FII): aspectos atuais e polêmicos*. In: CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e (coord.). *Mercado financeiro & de capitais. Regulação e tributação*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 1171-1194.

HARVEY, D. *Globalization and the spatial fix*, 2001. Disponível em:
<http://geographische-revue.de/gr2-01.htm>. Acesso em agosto de 2018.

HIRAYAMA, M. S. *Análise de Persistência de Desempenho de Fundos de Investimento Imobiliário no Mercado Brasileiro*. Tese de Mestrado. São Paulo, Insper - Instituto de pesquisa e economia, 2014.

MACHADO, A. D. M. *Entrevista concedida para o núcleo de pesquisa do Complexo Imobiliário-Financeiro do ObservaSP*. 13 de junho de 2017.

MAIA, P. M. S.; SOUZA, R. M. *Análise do Mercado de Fundos de Investimentos Imobiliários negociados na Bolsa*. *Revista de Contabilidade do Mercado em Ciências Contábeis da UFRJ (online)*, Rio de Janeiro, v. 20, n. 2, p. 18-37, maio/ago, 2015.

MARTIN, I. M.; SANTORO, P. L.; MENDONÇA, P.; ROLNIK, R. *São Paulo e os territórios do complexo imobiliário-financeiro*. In: ROLNIK, R.; SANTORO, P.F.; MORADO, D.; MEDEIROS, D.; RENA, N.; PEQUENO, L. R. B. (orgs.). *Cidade Estado capital: reestruturação*

urbana e resistências em Belo Horizonte, Fortaleza e São Paulo. São Paulo: LabCidade FAUUSP, Fundação Ford, 2018, p. 207-221.

MARTINS, A. Entrevista concedida para o autor. 23 de janeiro de 2019.

MENDONÇA, P. H. R. A mobilização de terrenos públicos para a estruturação das parcerias público-privadas de habitação na Região Metropolitana de São Paulo. Relatório final de Pesquisa. São Paulo: FAPESP, 2018.

MENDONÇA, P.H.R.; ROLNIK, R. Governo do Estado especula com patrimônio imobiliário público. Disponível em <<http://www.labcidade.fau.usp.br/governo-do-estado-especula-com-patrimonio-imobiliario-publico/>>, acesso 28 fev. 2019.

MEYER, M. Mudanças nos investimentos em imóveis pelos fundos de pensão. Disponível em <<https://www.valor.com.br/patrocinado/machado-meyer-advogados/inteligencia-juridica/mudanca-nos-investimentos-em-imoveis-pelos>>, acesso em 20 de novembro de 2018.

MORAES, A. V.; SERRA, R. G. Diversificação do mercado dos fundos de investimentos imobiliário brasileiro. Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos, São Paulo, v. 14, n. 1, p. 63-73, janeiro/março, 2017.

OXFAM BRASIL. A distância que nos une – um retrato das desigualdades brasileiras. São Paulo: Oxfam Brasil, 2017.

PEREIRA, A.; VIOTTO, A.; ROYER, L. Mercado de capitais e mercado imobiliário: a crescente importância dos títulos de base imobiliária. In: XV Encontro Nacional da ANPUR, 2013, Recife. Anais do XV Encontro Nacional da ANPUR, 2013.

PEREIRA, I. M. Complexo Imobiliário-Financeiro em São Paulo: produtos e território. Relatório final de iniciação científica PIBIC/CNPq. São Paulo: FAUUSP, julho 2017.

QUIROGA, R. Entrevista concedida para o autor. 14 de janeiro de 2019.

ROCHA LIMA, J. Começar de Novo. O futuro das companhias de real estate de capital aberto no Brasil. Carta do NRE-Poli, nº30-12, outubro-dezembro de 2012. Escola politécnica da USP, São Paulo, 2012.

ROCHA LIMA, J. Fundos imobiliários têm futuro no Brasil? Carta do NRE-Poli, nº24-11, abril-junho de 2011. Escola politécnica da USP, São Paulo, 2011.

ROCHA LIMA, J.; DE ALENCAR, C. T. Foreign investment and the Brazilian real estate market. *International Journal of Strategic Property Management*, v. 12, n. 2, p. 109-123, 2008.

ROCHA LIMA, J. Fundos de Investimentos Imobiliários saindo da infância. A Onda de 2015-2018. Carta do NRE-Poli, nº53-18, julho-setembro de 2018. Escola politécnica da USP, São Paulo, 2018

ROLNIK, R; SANTORO, P. F. Novas frentes de expansão do Complexo Imobiliário Financeiro em São Paulo. *Cadernos Metrópole* [online]. 2017, vol.19, n.39, pp.407-431.

ROYER, L. O. Financeirização da política habitacional: limites e perspectivas. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, 2009.

SANFELICI, D. La industria financiera y los fondos inmobiliarios en Brasil: lógicas de inversión y dinámicas territoriales. *Economía Sociedad y Territorio*, 2017, p. 367-397.

SANTORO, P. F.; LIMA, P. H. B.; MENDONCA, P. H. R. Parcerias público-privadas e habitação social: vínculos perversos. In: *Cidade Estado Capital: reestruturação urbana e resistências em Belo Horizonte, Fortaleza e São Paulo*. 1 ed. São Paulo: FAUUSP, 2018, v.1, p. 116-163.

SANTORO, P. F.; UNGARETTI, D.; MENDONÇA, P. H. R. ‘Destruir’ terra pública no processo de financeirização? O caso de São Paulo. Seminário Internacional Financeirização e Estudos Urbanos: olhares cruzados Europa e América Latina. São Carlos, 2018.

SANTOS, C. A. *Imunidade de aplicações financeiras para entidades imunes*. In: CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e (coord.). Mercado financeiro & de capitais. Regulação e tributação. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 775-798.

SANTOS, M. *Metrópole corporativa fragmentada: o caso da São Paulo*. São Paulo, Nobel/Secretaria de Estado da Cultura, 1990.

SHIMBO, L. Z. *Habitação Social, Habitação de Mercado: a confluência entre Estado, empresas construtoras e capital financeiro*. 2010. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.
Relatório UqBAR 2018

TRANSPARÊNCIA INTERNACIONAL. São Paulo: *A corrupção mora ao lado. Empresas offshore e o setor imobiliário na maior cidade do hemisfério sul*, 2017.

VERISSIMO, E. F. C. Entrevista concedida para o autor. 06 de fevereiro de 2019.

YOKOYAMA, K. Y. *Os Fundos de Investimento Imobiliário listados em bolsa e as variáveis que influenciam seus retornos*. Tese de Mestrado. Universidade Federal do Espírito Santo, 2014.

ANEXO 01: METODOLOGIA

Sobre a raspagem de dados para obtenção de informações sobre os Fundos de Investimento Imobiliários⁶⁶:

- Inicialmente cogitou-se raspar os informes mensais, trimestrais e anuais dos Fundos de Investimento Imobiliários, disponíveis, desde outubro de 2010, por meio sistema da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), sistema Fundos.Net, http://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundosreg, dado que, apesar do acesso demandar um código captcha, seria possível o acesso direto aos dados a partir da combinação de um endereço de domínio padrão adicionado do número do CNPJ de cada FII. No entanto, foi verificado, posteriormente, que os dados aventados, a saber: os informes mensais, trimestrais e anuais estruturados também estavam disponíveis no sistema de Dados Abertos da CVM, mas em um formato específico, que demandaria um conjunto de procedimentos para sua conversão em banco de dados:
 - Utilização do arquivo CSV dos Dados Cadastrais de Fundos de Investimento Estruturados disponível no endereço (<http://dados.cvm.gov.br/dataset/fie-cad>) para obtenção do CNPJs dos FIIs ativos;
 - Automação de processo de busca para cada FII por meio de um link padrão adicionado do número dos CNPJ ao final, como este exemplo: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/abrirGerenciadorDocumentosCVM?cnpjFundo=14149745000121>;
 - Automação de processo para baixar o XML de todos os informes periódicos estruturados;
 - Transformação dos XMLs para o formato de planilha XLS, divididas da seguinte maneira:
 - i. Planilha com todos informes mensais;

⁶⁶ Processo conduzido tecnicamente por Flávio Soares.

- ii. Planilha com todos informes anuais, com exceção das informações dos ativos financeiros (mobiliários e imobiliários), ações judiciais e aquisições e alienações que foram segregadas em planilhas específicas;
- iii. Planilha com todos informes trimestrais, com exceção das informações dos bens imóveis: terrenos, imóveis para renda acabados, imóveis para renda em construção, imóveis para venda acabados e imóveis para venda em construção, estes foram segregados em planilhas específicas.

Sobre o tratamento das planilhas:

- Padronização do campo da competência dos informes, referente à sua data de referência;
- Padronização dos endereços colocando-os no formato (Logradouro, Numero, Cidades, Estado), em aproximadamente 20% do banco as informações tiveram que ser complementadas com base em buscas realizadas no Google. Restaram aproximadamente 5% de endereços em que não foram encontradas informações precisas para além do nome da cidade em que estes estavam localizados. Em linha gerais, eram informações de endereços localizados em áreas rurais ou em vias novas, sobretudo, de alguns fundos específicos. Neste caso, optou-se em manter, para georreferenciamento dos imóveis o nome da cidade, mesmo sendo uma aproximação. Assim, também não seriam descartados os metadados dos imóveis que seriam analisados estatisticamente;
- Foram então incorporadas novas informações sobre segmento dos imóveis. Foram mantidas as classificações existentes, com exceção dos fundos classificados como híbridos, títulos e valores mobiliários, outros ou que não estavam classificados. Estes foram reclassificados com base nas informações de seus inquilinos. Foram adotados os critérios da ANBIMA, com adaptações: foram criadas as categorias: comércio e serviço, agrário e arena esportiva.

Sobre o tratamento do percentual de isenção tributária para investidores Pessoas Físicas:

- Os percentuais de cotas de investidores que não detém mais 10% de cotas dos fundos foi verificado dividindo o total de cotistas com essa característica pelo total de cotas emitidas. Foram encontrados alguns valores errados. Em virtude de tal resultado verificou-se a

necessidade de criar mecanismos de redundância para verificar, a cada etapa dos passos seguintes, se as informações das planilhas estavam corretamente preenchidas;

- Sendo assim, para verificar o percentual de cotistas pessoa física (PF) que detinham até 5% do total de cotas estava correto este foi somado ao percentual de cotistas pessoa jurídica na mesma condição. Observou-se que em alguns casos o valor final era de 100% enquanto que, em outros, o valor era significativamente inferior a 100%, ou seja, os gestores dos FII adotaram premissas distintas para este cálculo;
- Essa informação foi padronizada consultando o número de cotistas em ambas as situações, pessoas físicas e jurídicas, e dividindo esse número pelo total de cotistas. Foi adotada a metodologia de soma equivalente à 100%;
- Foram também encontrados alguns poucos erros, valores cuja soma extrapolava 100%, Nestes casos foi consultada a planilha e somados percentuais dos valores totais de cotas detidas, a este valor foi verificado se a diferença para se chegar aos 100% correspondia ao valor em dúvida. Em alguns casos, o valor foi corrigido em função dessa diferença. Quando os valores eram muito discrepantes foi então consultada a fonte primária. Mesmo assim, ao final do processo não foi possível corrigir a informação dos fundos com os seguintes CNPJs, para o ano de 2017:
 - Para os CNPJs 11026627000138 e 17161979000182 foi observado que o percentual do total de cotas detidas era superior a soma dos percentuais de PF e PJ, valores que deveriam ser iguais, nestes casos foi adotado o valor constante nos informes para PF;
 - Para os CNPJs 13584584000131, 14609653000187, 16841067000199, 17211882000137, 17590518000125, 18369510000104, 213982000001147, foi observado que haviam informações no banco de dados, nestes casos foi adotado o valor médio das isenções, a saber, 28%.
- Para o percentual do total de cotas detidas por pessoas com 5% a 10% dos ativos foi repetido o mesmo procedimento. Não foi possível corrigir a informação dos fundos com os seguintes CNPJs para o ano de 2017
 - Para o CNPJ 14609653000187 foi observado que o percentual do total de cotas detidas era superior a soma dos percentuais de PF e PJ, valores que deveriam ser iguais, nestes casos foi adotado o valor constante nos informes para PF;

- Foram então somados os percentuais de cotas detidas por pessoas com 0 a 5% e 5 a 10% dos ativos;
- Com base no cruzamento de dados com os informes mensais (campo “Cotistas-Total”), o número de cotistas para cada fundo, se estavam de acordo com os critérios de enquadramento para isenção (mínimo de 50 cotistas), aqueles que não estavam foram registrados e descartados;
- Em seguida, foram levantados, com base no cruzamento de dados com os informes mensais, (campo “MB”), os fundos que são negociados no Mercado de Balcão, ou seja, que não são negociados exclusivamente em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, fato que faz com que não sejam isentos, deste modo os valores foram registrados e descartados;

Sobre o cálculo do valor passível de ser arrecadado se fossem revogados os benefícios tributários para cotistas pessoa física:

- Foi utilizado o campo “PercentResultFinanLiqAcumulado” obtido com o processamento do informe trimestral, valor que corresponde aos 95% do resultado financeiro líquido acumulado que precisam ser distribuídos obrigatoriamente, no mínimo a cada semestre (art. 10 da Lei 8.668/93);
 - Foi feita a comparação com “RendimentosDistribuir” dos informes mensais, os valores não coincidiram, percebeu-se assim que alguns informes estavam duplicados, por um erro da raspagem. Isso pois estavam incluídos informes inativos. Tal questão foi corrigida.
- O valor obtido foi multiplicado pelo percentual de isenção dos FIIs para saber o valor total de recursos passíveis de isenção. Foram adotados os valores de 27,5%, alíquota máxima pessoa física, e 31,3%, média global;
- Para se obter o valor do benefício para cada imóvel foi multiplicado o valor passível de tributação do FII pelo rendimento representado por cada imóvel em relação ao FII, obtido por meio dos informes trimestrais. O mesmo foi feito posteriormente com os valores de aluguel;
- Para o ano de 2018, para se obter uma estimativa, foram adotados os valores de isenção de 2017 que foram multiplicados pelos rendimentos distribuídos pelos fundos no 1o, 2o e 3o

trimestre de 2018, isso pois os dados dos informes anuais somente serão divulgados em março de 2019, após o término da dissertação

Sobre o valor passível de ser arrecadado se fossem revogados os benefícios tributários para ativos financeiros imobiliários:

- Foram selecionados os ativos financeiros isentos, conforme consta na Tabela XX e somados os valores de cada um deles a partir das informações disponíveis nos últimos informes trimestrais de cada ano, com exceção de 2018, que foi utilizado o mês de outubro;
- Este valor foi multiplicação pelo valor do rendimento anual médio, conforme metodologia descrita a seguir.
- O resultado foi multiplicado pelo valor obtido com a equação: “1-Percentual de Pessoas Físicas Isentas”;
- Os resultados positivos foram somados, revelando o valor total passível de tributação;
- Estes foram multiplicados pelas alíquotas de 15% e 25%, valores adotados para empresas no lucro presumido.

Sobre o tratamento da rentabilidade:

- A rentabilidade mensal foi extraída do campo do Informe Mensal denominada “Rentabilidade Efetiva Mensal (7.1+7.2)” que é o resultado dos itens “7.1 Rentabilidade Patrimonial do Mês de Referência” e “7.2 Dividend Yield do Mês de Referência”;
- Foi aplicada a formula de juros composto em relação às rentabilidades mensais para se obter a rentabilidade anual dos FIIs;
- Para o ano de 2018 foram identificados 3 outliers. Os dados foram corrigidos da seguinte maneira:
 - 17374696000119, rendimento do mês de janeiro era de 1017.97%, foi colocado para 0%
 - 15862591000183, rendimento do mes de março era de 1.0046%, e o do mês de setembro de 1.0172%, valores que foram alterados para 0.010172% e 0.010046%, respectivamente.
 - 14423780000197, rendimento do mês de fevereiro era de 927.95%, foi colocado para 9.27%
- Para o ano de 2017 também foram identificados outliers:

- 15862591000183, 20118492000121, 20118492000121, 13125823000195, com rendimentos superiores a 1.000%, estes foram excluídos;
- A rentabilidade de cada um dos imóveis para renda acabados foi obtida com a multiplicação da rentabilidade anual dos fundos pelo “Percentual de Receitas do FII”, valor obtido nos Informes Trimestrais.

Sobre o número de investidores estrangeiros:

- Variável com campos com incompletos;
- Foi somando o numero de investidores ao longo do ano, sendo assim o valor presente é o número total de investidores não residentes e não a média, foi adotado tal critério pois o número de investidores não residentes é oscilou muito na análise mês a mês.

Sobre as demais variáveis selecionadas:

- Patrimônio Líquido: foi utilizado o valor presente no ultimo informe mensal de cada ano, com exceção de 2018 em que foi utilizado o valor de outubro.
- Valor das Cotas: foi levantado o valor patrimonial das cotas e a quantidade de cotas emitidas para cada CNPJ para os ultimos meses de cada ano, de acordo com o informe mensal, com exceção de 2018 em que foi utilizado o valor de outubro. Em seguida foi dividido o valor patrimonial pela quantidade de cotas.
- Alugueis:
 - Foi somado o valor de aluguéis distribuídos por cada fundo conforme dado presente nos informes mensais;
 - O aluguel distribuído para cada um dos imóveis para renda acabados foi obtido com a multiplicação da rentabilidade anual dos fundos pelo “Percentual de Receitas do FII”, valor obtido nos Informes Trimestrais;
 - Para se obter o valor por m2 foi então multiplicado o valor anterior pela área locável de cada imóvel e dividido por 12;

Sobre a nuvem de palavras:

- Foi utilizado o software Wordle;

- Foram retiradas do texto as palavras: ano, mercado, imobiliário, segmento, setor, taxa, fundo, próximo, imóveis, cenário, perspectiva, ainda, ativos, deverá, queda, aumento, economia, econômica, relação, valores, empresas, crescimento, final, mil, redução, período, semestre, trimestre, preços, bem.