

11ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil

14, 15 e 16 de Setembro de 2011



FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO GOVERNANÇA CORPORATIVA

Fernanda M. Ferreira¹, Sergio Alfredo Rosa², Claudio Tavares Alencar³

¹ Escola Politécnica de São Paulo, fernandamariaferreira@usp.br

² Escola Politécnica de São Paulo, sergio.alfredo@poli.usp.br

³ Escola Politécnica de São Paulo, claudio.alencar@poli.usp.br

RESUMO

A grande demanda verificada atualmente por FIIs tem sido resultado de vários fatores e não de um fator isolado. O ambiente econômico nacional e internacional nos últimos dois anos têm gerado a demanda por instrumentos de investimento mais rentáveis do que a renda fixa, porém com características de estabilidade. O FII apresenta várias características que o tornam atrativo, dentre elas o lastro em ativos imobiliários, o retorno em longo prazo, modelo de investimento para renda, proteção da inflação e isenção fiscal. À medida que a demanda aumentou, o mercado rapidamente se estruturou e correspondeu com o lançamento de novos FIIs, grande quantidade de lançamentos e ainda as novas modalidades de FIIs, buscando diferenciais para que a indústria possa absorver a maior quantidade de tipos de investidores possíveis. Paralelamente a isso a própria regulamentação deste ambiente de investimento sofreu alterações.

Observando as alterações ocorridas na regulamentação e na documentação dos FIIs, este estudo busca identificar o seu novo posicionamento no mercado, se ele se tornou mais flexível, ativo e conseqüentemente atrativo.

Para isso foi realizada a análise dos critérios de Governança Corporativa na regulamentação e documentação do ambiente de investimento em análise (FII), e de ambientes de investimento de comparação (FIP e SA). Além disso, foram realizadas entrevistas com gestores de FIIs do mercado, buscando confirmar as informações identificadas na pesquisa. Os critérios de Governança foram agrupados por tema e reunidos de maneira a colaborar para mensurar o novo modelo de FII, através deles foi realizada a análise comparada entre os ambientes de investimento.

A conclusão do presente artigo demonstra que o FII é um ambiente de investimento mais flexível e mais atrativo no mercado atualmente. Além das alterações feitas pela própria regulamentação, há várias considerações sobre a maturidade do mercado e suas estruturas organizacionais. Portanto observasse uma tendência para o modelo do FII, que será resultado das próprias tendências atuais do mercado. Ao longo do tempo será mais adequado não indicar os ativos, ao mesmo tempo em que o investidor estará mais interessado em participar das decisões. O FII será estruturado com mais figuras de gestão, mais especialistas, capazes de identificar e se posicionar mais rapidamente sobre as melhores oportunidades do mercado, será mais ativo e preocupado em reciclar seu portfólio, porque acompanhará continuamente a capacidade de geração de renda dos ativos. A questão de transparência se tornará essencial, e uma padronização de informações no mercado será automática. O FII se distancia cada vez mais da classe dos fundos e se aproxima cada vez mais da classe das SAs, porém a estrutura organizacional e o fluxo de decisões são muito distintos e não podem ser resolvidos sem a alteração do conceito de fundo. Eles podem ir se segmentando em modelos um pouco distintos entre si, variando maior ou menor risco, atingindo todos os tipos de investidores ou a partir dele podem surgir novos ambientes de investimento para atender modelos diferentes e com novas necessidades no mercado.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Fundos de Investimento Imobiliário.

11ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil

14, 15 e 16 de Setembro de 2011



REAL ESTATE INVESTMENT FUND CORPORATE GOVERNANCE

ABSTRACT

The high demand currently verified by real estate investment funds have been the result of several factors, not one single factor. The national and international economic environment over the past two years have generated demand for investment vehicles more profitable than the fixed income, but with stability characteristics. The fund has several features that make it attractive, among them the ballast in real estate assets, return on long-term investment model for income, inflation protection and tax exemption. As demand increased, the market quickly if structured and corresponded with the launch of new real estate investment funds, a large number of product launches as well as new methods, looking for differences that industry can absorb as many types of investors possible. Parallel to that the very rules of the investment environment has changed.

Observing the changes in the regulation and documentation of real estate investment funds, this study seeks to identify its new position in the market, if it became more flexible, active, and consequently attractive.

For this analysis was the criteria for corporate governance regulation and documentation of investment environment in the analysis (real estate investment funds), and investment environments for comparison (investment fund participation and companies). In addition, interviews were conducted with managers of real estate investment funds in the market, seeking to confirm the information identified in the survey. Governance criteria were grouped by theme and a way to work together to measure the new model of FII, through their analysis was compared between the investment environments.

The conclusion of this article demonstrates that the fund is an investment environment more flexible and attractive in the market today. Besides the changes made by the legislation itself, there are several considerations on the maturity of the market and their organizational structures. So observe a tendency for the pattern of fund, which is a result of his current market trends. Over time it will be more appropriate not to indicate the assets, while the investor is more interested in participating in decisions. The fund will be structured with more pictures of management, more experts, able to identify and position themselves more quickly on the best market opportunities, will be more active and concerned about recycling your portfolio, because it will continuously monitor the capacity for income generation assets. The issue of transparency will be essential, and standardization of market information will be automatic. The real estate investment fund has increasingly distanced himself from the class of funds and are increasingly coming from the class of companies, but the organizational structure and flow of decisions are very distinctive and can not be solved without changing the concept of substance. They can go to models targeting a little different from each other, ranging higher or lower risk, affecting all types of investors, or it may arise from new investment environments and different models to meet new needs in the market.

Key-words: Corporate Governance, Real Estate Investment Funds.

11ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil

14, 15 e 16 de Setembro de 2011



1. INTRODUÇÃO

O FII, atualmente, é indicado como ambiente de investimento capaz de suprir essa demanda de investidores que buscam um modelo de poupança, aplicações de longo prazo, e considerável estabilidade. Estes fundos são condomínios de investidores, à semelhança dos fundos de ações e renda fixa, administrados por instituições financeiras e fiscalizados pela CVM¹.

Atualmente os REITs americanos negociados em bolsa possuem capitalização de mais de US\$ 359 bilhões distribuídos em 126 “fundos”, e os FIIs no Brasil possuem volume de mercado de R\$ 9.781 milhões distribuídos em 114 fundos. (ROCHA LIMA, 2011).

Os FIIs podem atrair o investidor estrangeiro para o investimento de médio e longo prazo no país. Os investidores típicos buscam: renda mensal, lastro imobiliário, prazo longo, pouco envolvimento com a administração, baixo risco de vacância ou inadimplência, valor unitário acessível e parcelamento do investimento.

Ainda segundo Amato (2009) Os produtos securitizados têm diversas vantagens em relação à aquisição imobiliária tradicional, em virtude do próprio processo de securitização que é capaz de: [i] reduzir os custos de transação, [ii] flexibilizar a formação e desmobilização total ou parcial de carteira de investimentos imobiliários, [iii] fracionar o investimento, [iv] potencializar a diversificação do portfólio, [v] incrementar a liquidez potencial dos ativos, [vi] aumentar o rigor na fiscalização do desempenho; e [vii] profissionalizar a administração através da terceirização da gestão para empresas especializadas.

Alterações estruturais e organizacionais podem ser observadas na regulamentação, nos ambientes de investimento existentes há algum tempo e nos que estréiam sua oferta no mercado. As alterações parecem buscar proporcionar características que os tornem mais competitivos e atraentes. Enquanto estas transformações de mercado acontecem e em resposta aos modelos de negócio onde cada vez mais proprietário e propriedade estão dissociados, a Governança Corporativa se consolida como tema fundamental para qualquer modelo de investimento. Por este motivo ela é foco do presente estudo.

Conforme avançamos na análise dos critérios de Governança Corporativa dos FIIs e observamos suas mudanças ao longo do tempo, verificamos sua evolução em relação a outros veículos de investimento. Então é possível identificar itens que concedem maior ou menor flexibilidade e maior ou menor atratividade ao investimento no mercado, porque impactam diretamente na gestão e composição do portfólio, que é a essência da estratégia do FII.

Com a aplicação da metodologia apresentada adiante, pretendeu-se atingir o principal objetivo nesta pesquisa:

- Avaliar se o FII adquiriu características de Governança Corporativa que o colocam em uma posição mais flexível e ativa, tornando-o mais atrativo no mercado.

2. METODOLOGIA

Para a obtenção da solução do problema de pesquisa, identificação da Governança Corporativa em FIIs, foi realizado estudo descrito adiante. Parte deste estudo correspondeu à análise comparada, que utilizou os principais itens de Governança Corporativa.

Para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes

¹ CVM – Comissão de Valores Mobiliários

11ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil

14, 15 e 16 de Setembro de 2011



podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização (CVM, 2002, p.2)

Portanto, foi realizada uma pesquisa sobre Governança Corporativa, para melhor compreensão dos conceitos e como eles podem se relacionar com a estrutura e operação dos FIIs. A análise comparada foi feita através de critérios, visando estabelecer uma matriz para o ambiente de investimento de análise e para os veículos de comparação, entendendo-se os critérios como capazes de medir flexibilidade e posicionamento no mercado.

Concluída a pesquisa sobre Governança Corporativa, seus aspectos mais relevantes foram identificados a partir do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC² em comparação com os itens presentes na regulamentação dos FIIs.

Os aspectos principais e mais relevantes para o objetivo da pesquisa foram escolhidos para compor uma base de comparação utilizada em toda a pesquisa.

Para a escolha destes itens que suportaram a análise comparada considerou-se aqueles que poderiam proporcionar mais evidências em relação ao problema de pesquisa. Com a utilização de itens que tinham maior correlação com o tema tratado, conseqüentemente as análises e comparações sobre eles puderam proporcionar dados relevantes para o estudo.

A base de aspectos ou critérios contempla temas, tópicos e itens, estruturados por assunto proporcionando a organização das idéias e análises.

Na análise comparada foi utilizada regulamentação e documentação do FII, FIP e SA.

Com base nos itens de Governança Corporativa identificados:

- Comparação entre as características do FII e as características do FIP e da SA;

O objetivo foi identificar se as novas características de Governança Corporativa presentes na nova regulamentação e documentação do FII são mais atrativas e flexíveis do que os itens presentes na regulamentação e documentação do FIP e da SA.

Para completar a reflexão sobre o tema, foram realizadas entrevistas com gestores de empresas do mercado que gerenciam carteiras de FIIs.

3. AMOSTRA ANALISADA

Os itens (já definidos como base de comparação), nesta etapa foram identificados nos grupos de documentos selecionados, respectivamente:

Regulamentação dos FIIs; Documentos dos FIIs ; Veículos de investimento nacional;

A pesquisa foi iniciada a partir da análise da regulamentação, onde se incluem leis federais e instruções da CVM. Todos estes documentos foram escolhidos com o objetivo de descrever o cenário das mudanças ao longo do período de análise.

O item seguinte de análise foram os regulamentos e prospectos. Estes documentos foram selecionados para identificar o maior número de evidências possível.

No total foram analisados os movimentos de cinco FIIs. Um mono ativo, dois são multi ativos e dois são genéricos. O mono ativo³ é concentrado no segmento shopping, um multi ativo concentrado no segmento de escritórios e lojas de varejo⁴, o outro multi ativo é concentrado no

² IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

³ Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis

⁴ CSHG Real Estate Fundo de Investimento Imobiliário

11ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil

14, 15 e 16 de Setembro de 2011



segmento de escritórios e hotéis⁵. O genérico concentrado em propriedades comerciais e centros de distribuição⁶ e outro genérico concentrado em valores mobiliários⁷.

Para a comparação com outros ambientes de investimento de real estate nacionais⁸, foram analisadas a regulamentação e documentação de dois FIPs⁹ e de duas SAs¹⁰.

⁵ Fundo de Investimento Imobiliário Continental Square Faria Lima

⁶ Kinea Renda Imobiliária Fundo de Investimento Imobiliário

⁷ BC Fundo de Fundos de Investimento Imobiliário

⁸ O FIDC não foi escolhido como ambiente de investimento nacional de comparação, porque seu lastro são os direitos creditórios, que são dívidas relacionadas ou não com empreendimentos imobiliários ou de base imobiliária e não exatamente direitos reais sobre a propriedade destes.

⁹ Prosperitas II – Fundo de Investimento em Participações e Kinea I Real Estate Equity Fundo de Investimento em Participações

¹⁰ BR Malls Participações SA e BR Properties SA

11ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil

14, 15 e 16 de Setembro de 2011



4. RESULTADOS

4.1. Alterações na Legislação e na Documentação

Tema	Tópico	FII	FIIP	SA
PROPRIEDADE	Direito de Propriedade	sobre a quota	sobre a quota	sobre a ação
	Direito a voto	o quotista possui	o quotista possui, pode ser classe diferenciada	acionista ordinário possui e preferencial não possui
	Regras de Assembléia (convocação e pauta)	com informação prévia dos assuntos	com informação prévia dos assuntos	com informação prévia dos assuntos e discussão prévia do Conselho de Administração
	Votação em Assembléia	itens mais relevantes exigem quorum mais restrito	itens mais relevantes exigem quorum mais restrito	itens mais relevantes exigem quorum mais restrito, há diferentes tipos de assembleias
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	Equidade no Tratamento	tratamento igualitário	tratamento igualitário	classes de ações, direito de preferência para novas
	Composição do Conselho (funções da administradora e gestora)	não há Conselho de Administração	há Comitê de Investimentos	há Conselho de Administração
	Relacionamento (supervisão da gestão com outras partes)	-	-	orientação dos negócios e fiscalização da gestão
	Atribuições do Conselho – Estratégia de Investimento	variedade de opções de ativos, estratégia prevista em regulamento	participações em empresas, estratégia prevista em regulamento	aquisições de empreendimentos, estratégia definida pelo Conselho de Administração
REGRAS DE DISTRIBUIÇÃO E DISPERSÃO	Atribuições do Conselho – Captação de Recursos	subscrição parcial de quotas e cancelamento de saldo; novas emissões: regulamento e aprovação de assembleia	captação através de chamadas de capital, prazo determinado de investimento e desinvestimento	emissão de novas ações: estatuto e aprovação da assembleia
	Liquidez (percentual mínimo de ações em circulação)	-	-	-
GESTÃO	Dispersão (garantia de acesso a todos os investidores)	plano de distribuição, pode ser para investidor qualificado	apenas para investidores qualificados	classes de ações diferenciadas
	Composição da Gestão	administrador deve ser instituição financeira, não há indicação do gestor	administrador e gestor	Conselho de Administração e diretoria
	Atribuições da Administradora/ Gestor	contratar serviços em nome do fundo	contratar serviços em nome do fundo	funções exercidas pela companhia
CONSELHO FISCAL	Informações (conteúdo e periodicidade)	informações e periodicidade previstas em regulamento	informações e periodicidade previstas em regulamento	relações com investidores
	Composição (função não identificada)	-	-	pode ou não ser instalado, pontualmente
	Atribuições	-	-	função de fiscalização
AUDITORIA INDEPENDENTE	Relacionamento	-	-	-
	Auditor Externo (contratação)	auditor independente para demonstrações financeiras	auditor independente para demonstrações financeiras	auditor independente para operações específicas/ demonstrações financeiras
CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES	Parecer da Auditoria (como é tratado)	-	-	-
	Situações de Conflitos – Identificação (o que é e quem pode denunciar)	operações envolvendo ou contratação de pessoas ligadas ao administrador	operações em companhias onde participem o administrador, o gestor, ou quotista	ações de interesse do acionista controlador; operações com empresas ligadas ao acionista controlador; beneficiar-se de informações
	Situações de Conflitos – Tratamento	proibição de realizar operações	-	administrador não pode votar quando situação puder beneficiá-lo
	Uso de Informações	veracidade e quantidade de informações para tomada de decisões	-	-
	Mediação e Arbitragem	-	-	divergências tratadas mediante arbitragem

Tabela 1 – Análise Comparada da Regulamentação

Fonte: elaborada pela autora

11ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil

14, 15 e 16 de Setembro de 2011



Tema	Tópico	FII	FIP	SA
PROPRIEDADE	Direito de Propriedade	sobre a quota	sobre a quota	sobre a ação
	Direito a voto	quotista possui	quotista possui	acionista ordinário possui, sendo cada ação um voto
	Regras de Assembléia (convocação e pauta)	convocação com informação prévia dos assuntos	convocação com informação prévia dos assuntos	com informação prévia dos assuntos e discussão prévia do Conselho de Administração
	Votação em Assembléia	itens mais relevantes exigem quorum mais restrito, maioria das quotas emitidas ou 2/3 emitidas	itens mais relevantes exigem quorum mais restrito, 75% da assembléia; ou aprovação do Comitê de Investimentos	itens mais relevantes exigem quorum mais restrito, metade das ações com direito a voto
	Equidade no Tratamento	tratamento igualitário, pode haver direito de preferência na subscrição de novas quotas	-	pode haver o direito de preferência na subscrição de novas ações
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	Composição do Conselho (funções da administradora e gestora)	consultor de investimentos e representante dos quotistas	há Comitê de Investimentos	há Conselho de Administração
	Relacionamento (supervisão da gestão com outras partes)	gestão feita pelo administrador	gestão sobre as companhias investidas	orientação dos negócios e fiscalização da gestão
	Atribuições do Conselho – Estratégia de Investimento	variedade de opções de ativos, estratégia prevista em regulamento	participações em empresas, estratégia prevista em regulamento	aquisições/ venda/ administração de empreendimentos, estratégia definida pelo Conselho de Administração
	Atribuições do Conselho – Captação de Recursos	subscrição parcial de quotas e cancelamento de saldo; novas emissões: regulamento e assembléia	captação através de chamadas de capital, prazo determinado	emissão de novas ações: estatuto e assembléia
REGRAS DE DISTRIBUIÇÃO E DISPERSÃO	Liquidez (percentual mínimo de ações em circulação)	-	-	percentual mínimo de ações em circulação
	Dispersão (garantia de acesso a todos os investidores)	regime de melhores esforços, não há limite por quotista, a não ser a tributação	investidores qualificados, não há limite por quotista	emissão de novas ações pode resultar em diluição da participação do investidor
GESTÃO	Composição da Gestão	administradora	administradora e gestor	Conselho de Administração e diretoria
	Atribuições da Administradora/ Gestor	contratar serviços em nome do fundo; alguns casos há figura do gestor	contratar serviços em nome do fundo; funções exercidas por administradora e gestor	funções exercidas pela companhia, através da diretoria e do Conselho de Administração
	Informações (conteúdo e periodicidade)	informações e periodicidade previstas em regulamento, divulgação imediata de fatos relevantes	informações e periodicidade previstas em regulamento, divulgação imediata de fatos relevantes	relações com investidores, maior exigência devido ao Novo Mercado
CONSELHO FISCAL	Composição (função não identificada)	-	-	pode ou não ser instalado
	Atribuições	-	-	conforme previsto em legislação
	Relacionamento	-	-	-
AUDITORIA INDEPENDENTE	Auditor Externo (contratação)	auditor independente para demonstrações financeiras, contratado pela administradora	auditor independente para demonstrações financeiras, e para verificar atuação do administrador	auditor independente para análise de demonstrações financeiras
	Parecer da Auditoria (como é tratado)	apresentação em assembléia	-	apresentação em assembléia
CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES	Situações de Conflitos – Identificação (o que é e quem pode denunciar)	operações ou contratação de pessoas ligadas ao administrador	aplicação de recursos ou operações em companhias onde participem o administrador, o gestor, ou quotista	código de conduta com elevados padrões de transparência, caracterização de ações de benefício próprio
	Situações de Conflitos – Tratamento	depende de aprovação da assembléia	o comitê de investimentos deve comunicar a administradora e esta aos quotistas sobre a situação	comitê de ética formado pelos diretores define como proceder
	Uso de Informações	-	sigilo e confidencialidade	informações privilegiadas sob sigilo absoluto
	Mediação e Arbitragem	atendimento comercial	Câmara de arbitragem	Câmara de arbitragem

Tabela 2 – Análise Comparada da Documentação

Fonte: elaborada pela autora

11ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil

14, 15 e 16 de Setembro de 2011



A conclusão da Análise Comparada, a partir da Regulamentação e da Documentação dos ambientes de investimento analisados identificou que no item Propriedade os quotistas e acionistas não exercem direito real sobre os ativos que compõem o portfólio, a administração é responsável da administradora no FII e no FIP, e do Conselho de Administração na SA. O poder de decisão é exercido via votação nas assembléias para os três ambientes de investimento. Na SA os assuntos levados para a assembléia são previamente discutidos pelo Conselho de Administração que é responsável pela estratégia da companhia. Há quóruns mais restritos para itens mais relevantes de decisão. Para o item Conselho de Administração, no FII e no FIP não existe essa figura exatamente, no FII existe a possibilidade do representante dos quotistas e no FIP existe o comitê de investimentos. No FII a estratégia está prevista em regulamento e alterações dependem da aprovação da assembléia, o que dificilmente ocorrerá devido às restrições de quóruns de aprovação. A captação de recursos assim como a estratégia de investimento está prevista em regulamento e possíveis alterações dependem de aprovação restrita da assembléia, para FIIs pulverizados qualquer alteração se torna inviável. No FII existe o consultor de investimentos, que pode elaborar e indicar a estratégia, mas não tem qualquer poder de deliberação assim como o possível representante dos quotistas. No item Regras de Distribuição e Dispersão, o FII pode ser destinado apenas a investidores qualificados, mas na maioria dos casos não é. O investidor, sócio ou construtor do empreendimento imobiliário investido não pode adquirir mais de 25% das quotas emitidas pelo fundo, caso contrário ocorrerá perda da isenção fiscal para o fundo, que passa a ser tributado como pessoa jurídica. Apenas na SA consta indicação de percentual mínimo de ações que devem ser mantidas em circulação. No item Gestão no FII ela é realizada pela administradora que deve obrigatoriamente ser instituição financeira. Já no FIP o papel do gestor é separado da administração, na SA a função é feita pelo Conselho de Administração e pela diretoria da companhia. Nos regulamentos do FII e FIP e no estatuto da SA, estão definidas informações e periodicidade com que devem ser divulgadas. No caso específico da SA, há mais critérios de informações que devem ser divulgados devido às regras do Novo Mercado, que a companhia pode ou não estar submetida. No item Conselho Fiscal não existe a figura no FII, porque este conselho tem função fiscalizadora para estruturas mais complexas de ambiente de investimento. No item Auditoria Independente existe a utilização obrigatória de auditoria independente para análise das demonstrações financeiras nos três ambientes de investimento analisados. No item Conduta e Conflitos de Interesses no FII são consideradas operações que envolvam a administradora ou ativos pertencentes a ela. No FIP não é permitido investir em companhias em que participem a administradora ou membro do comitê. Já na SA, existe um Código de Conduta que indica os padrões de conduta e transparência a serem adotados. No FII para ser considerada ou não conflitos de interesses a situação é julgada pela assembléia de quotistas, o tratamento é a proibição de a administradora realizar operações. O FII deve solucionar conflitos de maneira amigável, já no FIP e na SA há indicação de que deve ser utilizada a Câmara de Arbitragem.

11ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil

14, 15 e 16 de Setembro de 2011



4.2. Entrevistas

Tema	Tópico	1	2	3	4	5
PROPRIEDADE	Direito de Propriedade	informações são claras, há transparência	informações são claras, há transparência	informações suficientes para o quotista	informações são claras e específicas	há muitas informações ainda não padronizadas entre os gestores
	Direito a voto	satisfatório, não há privilégios	adequado porque há regras e quóruns	simples, não há quotas com direitos diferenciados	informação não identificada	informação não identificada
	Regras de Assembléia (convocação e pauta)	fundo com poucos quotistas, maiores possibilidades de alterações	quóruns definidos na regulamentação	poderia ser mais utilizada a comunicação eletrônica	os quóruns são adequados	específico e regulamentado
	Votação em Assembléia	assuntos que exigem maioria presente são resolvidos de maneira mais ágil	assuntos que exigem maioria presente são resolvidos de maneira mais ágil	poderia haver tratamentos diferentes a determinados assuntos, ganharia agilidade	a votação eletrônica seria mais ágil	questões em que os quóruns exigem maioria das quotas em fundos pulverizados, nunca serão votadas
	Equidade no Tratamento	total	total	total, nas regras e nas informações	total, nas regras e nas informações	há equidade
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	Composição do Conselho (funções da administradora e gestora)	não há conselho, há representante dos quotistas com função fiscalizadora	há representante dos quotistas, o grupo pode se formar ou não no fundo	há o representante dos quotistas, que é muito distinto de um conselho de administração e em geral não se forma	o representante dos quotistas não deve ser utilizado no futuro, porque os fundos são muito pulverizados	já há travas na legislação, talvez caso contrário existisse a necessidade de um representante
	Relacionamento (supervisão da gestão com outras partes)	o administrador a partir do regulamento e assembléia direciona a estratégia do fundo	o administrador executa a estratégia definida no regulamento ou alterada pela assembléia	a estratégia já está definida o regulamento	informação não identificada	informação não identificada
	Atribuições do Conselho – Estratégia de Investimento	sem especificação de propriedade, se torna mais ágil mas com menor circulação no mercado	se não for necessário indicar as propriedades, o fundo fica mais ágil	ao longo do tempo deve haver uma aceitação de não especificação de propriedades, mas já há fundo de fundos e fundo de CRIs	a figura do gestor deve manter uma equipe monitorando o mercado e verificando as novas oportunidades de investimento	necessidade de especificar propriedades engessa as ações do fundo, porém com as novas opções de investimento surgem novas oportunidades para a indústria
	Atribuições do Conselho – Captação de Recursos	ausência de percentual máximo não alocado não fomenta maior diversificação do portfólio, subscrição parcial de quotas não gera incremento apenas facilita	ausência de percentual máximo não alocado fomenta maior diversificação do portfólio, subscrição parcial facilita o lançamento de fundos	não existência de percentual máximo não alocado em ativos não fomenta maior diversificação, a subscrição parcial não trouxe incremento só facilidade	a ausência de percentual máximo não alocado em ativos, pode gerar uma pequena reserva, a subscrição parcial apenas facilita	a tributação desincentiva a aplicação em ativos financeiros, a subscrição parcial gera mais flexibilidade para o fundo
DISTRIBUIÇÃO	Liquidez (percentual mínimo de ações em circulação)	negociado na Bolsa, todas as quotas já estão no mercado	informação não identificada	informação não identificada	informação não identificada	informação não identificada
	Dispersão (garantia de acesso a todos os investidores)	não há regra	não há limites de quotas por quotistas	informação não identificada	para aumentar a dispersão a saída são quotas com valores pequenos porque são mais acessíveis	informação não identificada

11ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil

14, 15 e 16 de Setembro de 2011



Tema	Tópico	1	2	3	4	5
GESTÃO	Composição da Gestão	há necessidade da definição da figura do gestor	a figura de gestor é definida no mercado, em alguns fundos, mas não indicada na regulamentação	deveria ser diferente, porque o gestor é quem opera a estratégia do fundo	na regulamentação não estão divididos os papéis mas no mercado já há divisão	no mercado, em algumas empresas os papéis administrador e gestor já estão bem definidos
	Atribuições da Administradora/ Gestor	necessidade de contratar assessorias especializadas	necessidade de contratar assessorias especializadas	há confusão de papéis, as funções do gestor são divididas entre o administrador e o consultor de investimentos, contratação de assessorias	há confusão de papéis, necessidade de contratar assessorias especializadas	informação não identificada
	Informações (conteúdo e periodicidade)	definido em regulamento	definido em regulamento	o investidor quer mais informações e os fundos tem preocupação em aumentar transparência	quanto maior a transparência maior o número de investidores	há uma preocupação geral do mercado em mostrar as informações
CONSELHO FISCAL	Composição (função não identificada)	não há	não há	não há	não há	não há
	Atribuições	complexidade do fundo não justifica	informação não identificada	informação não identificada	o fundo teria que ter uma estrutura mais complexa para justificar	o fundo não tem esta complexidade, a legislação protege
	Relacionamento	função compensada pela auditoria	função compensada pela auditoria	função compensada pela auditoria	a auditoria atende a necessidade	a auditoria atende a necessidade
AUDITORIA	Auditor Externo (contratação)	obrigatório, análise sobre as demonstrações financeiras	obrigatório, análise sobre as demonstrações financeiras	obrigatório, análise sobre as demonstrações financeiras	obrigatório, análise sobre as demonstrações financeiras	obrigatório
	Parecer da Auditoria (como é tratado)	levado para apresentação na assembleia	levado para apresentação na assembleia	divulgado com clareza e transparência	divulgado com transparência na assembleia	divulgado com clareza e transparência para a assembleia
CONFLITOS INTERESSES	Situações de Conflitos – Identificação (o que é e quem pode denunciar)	o quotista não tem idéia clara	incluir itens que tratam do assunto atrai mais quotistas, porque demonstra transparência	os investidores tem idéia do que é, porém a votação em assembleia inviabiliza	os investidores institucionais têm idéia clara, os investidores pessoa física não têm	os investidores não tem idéia clara
	Situações de Conflitos – Tratamento	levado para aprovação da assembleia	levado para aprovação da assembleia	levado para aprovação da assembleia	aprovação em assembleia, o que é inadequado	aprovação depende da assembleia
	Uso de Informações	sigiloso	informação não identificada	informação não identificada	informação não identificada	informação não identificada
	Mediação e Arbitragem	não para o fundo	não é utilizado	raramente	não é utilizado	não é utilizado

Tabela 3 – Análise Comparada das Entrevistas

Fonte: elaborada pela autora

A conclusão das Entrevistas demonstrou que para o item Propriedade o ponto mais relevante trata das regras de votação em assembleia. Por um lado encaminhar todos os assuntos para votação em assembleia protege o investidor, para qualquer alteração ele será consultado; por outro lado trava a agilidade do FII. As dificuldades da aprovação se concentram no fato de muitos FIIs serem pulverizados e que grande parte de quotistas não comparece às assembleias. O investidor ganha em transparência, mas pode perder em resultado, dependendo da decisão ou do prazo para tomada de decisão. No item Conselho de Administração com o passar do tempo os investidores vão desejar maior participação nas decisões e um grupo de discussão e decisão será fundamental. Para ganhar agilidade na decisão e negociação, o FII não deve especificar os ativos que serão adquiridos, essa especificação prejudica a negociação, porém o mercado ainda está reticente em participar de um fundo que não indique inicialmente os ativos a serem investidos. Para o item Regras de Distribuição e Dispersão nos FIIs listados na BM&FBovespa todas as quotas estão no mercado. Há a preocupação com a possibilidade de um investidor adquirir mais de 50% das quotas e com isso acabar com a isenção fiscal. O que pode ser feito para fundos com poucos quotistas, é um acordo de quotistas, porém para fundos pulverizados este acordo é inviável. No item Gestão o FII não possui a figura do gestor, atualmente ele contrata um consultor imobiliário, mas o poder deliberativo continua sendo da administradora. O ideal é a presença da figura do gestor com conhecimentos específicos do mercado e poder de deliberação para direcionamento estratégico do FII, isso vai agregar velocidade e valor às decisões. No item Conselho Fiscal os processos de auditoria podem substituí-lo. No item Auditoria Independente, todas as informações que são geradas com a auditoria são levadas à assembleia e à CVM. Para o item Conduta e Conflitos de Interesses a assembleia determina se uma situação é ou não de conflitos de interesses, o que é inadequado porque os quotistas não possuem conhecimentos suficientes para determinar isto e não comparecem na sua maioria às assembleias. Nas entrevistas os gestores foram questionados a respeito do movimento do mercado e acrescentaram que há procura e maior velocidade de subscrição de quotas nos FIIs atualmente e que o crescimento do mercado imobiliário gera reflexos diretos na indústria dos FIIs. Atualmente há uma conjuntura de fatores positivos: cenário macroeconômico, isenção fiscal, marco regulatório, o país em um momento de desenvolvimento de mercado de capitais, demanda e oferta, tudo muito consistente levando oferta e demanda de FIIs a crescerem em uma velocidade parecida.

5. CONCLUSÕES

Com o desenvolvimento desta pesquisa observou-se que o FII adquiriu, em parte, características de Governança Corporativa que o colocam em uma posição mais flexível, porém há vários pontos de discussão significativos para que ele efetivamente se torne mais ativo, permitindo maior velocidade na renovação do portfólio, buscando constantemente a maior rentabilidade possível dos empreendimentos.

A presente dissertação através da pesquisa realizada com a análise comparada e com as entrevistas identificou **pontos de discussão**, alguns deles têm por objetivo agregar valor ao investidor, e outros, ao próprio fundo.

Tema	Tópico	Ponto de Discussão	Objetivo
PROPRIEDADE	Votação em Assembléia	quóruns mais segmentados por tipo de assunto	agilidade para o fundo
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	Composição do Conselho (funções da administradora e gestora)	grupo com poder de deliberação	poder de decisão para o investidor
	Atribuições do Conselho – Estratégia de Investimento	captação de recursos sem indicação de ativo	poder de estratégia para o fundo
	Atribuições do Conselho – Captação de Recursos	facilidade de cptação de recursos quando preciso	poder de estratégia para o fundo
GESTÃO	Composição da Gestão	obrigatoriedade da figura do gestor	mais especialidade para o fundo
CONFLITOS DE INTERESSES	Situações de Conflitos – Identificação (o que é e quem pode denunciar)	aprovação por comitê especializado	mais adequado com o mercado e para o investidor
	Situações de Conflitos – Tratamento	direcionamento no tratamento de diferentes situações	mais adequado com o mercado e para o investidor

Tabela 4 – Pontos de Discussão dos Itens de Governança Corporativa

Fonte: elaborada pela autora

Em alguns casos, a solução de um ponto de discussão pode entrar em conflito com outro, pela própria estrutura do ambiente de investimento, conseqüentemente necessitando de tratamento adequado para a realização de qualquer alteração..

A figura-5 demonstra que o ambiente de investimento, seja qual for, é formado por características intrínsecas. Essas características podem variar a maneira como aparecem no ambiente de investimento, mas de uma forma ou de outra sempre estão presentes. A maneira como as características são encontradas e suas diversas combinações de variações formam os diversos ambientes de investimento. A figura-5 também demonstra as relações entre estas características através dos itens de Governança Corporativa.

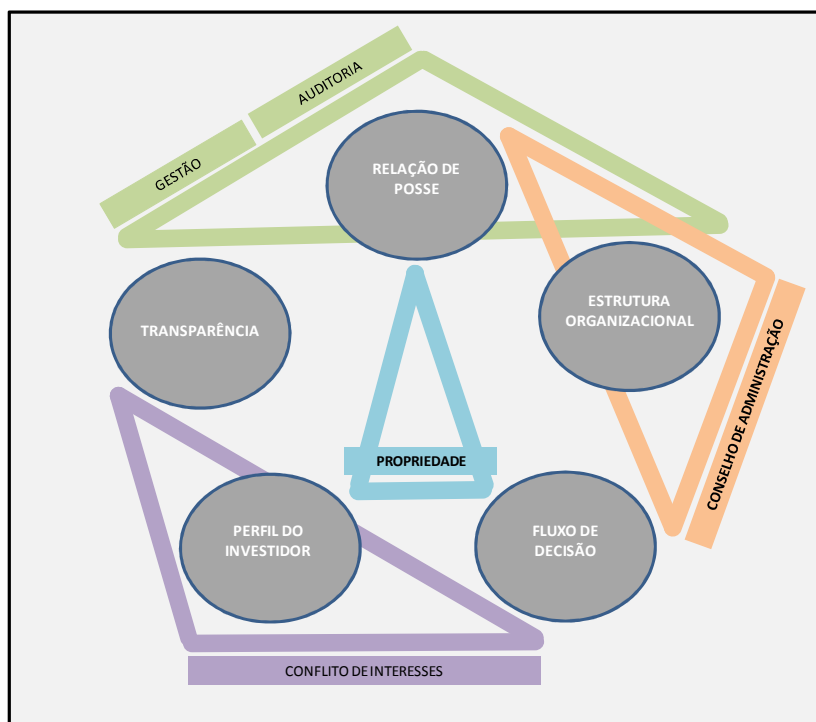


Figura 5 – Características Intrínsecas aos Ambientes de Investimento e as Relações de Governança Corporativa

Fonte: elaborada pela autora

Além disso, as características de um mesmo ambiente de investimento podem sofrer pequenas ou grandes alterações, ao longo do tempo, criando o mesmo ambiente de investimento com algumas variações ou até mesmo dando lugar a um novo ambiente de investimento.

Considerando os pontos de discussão identificados na tabela-4 e analisando as características e respectivos critérios de Governança Corporativa que as envolvem conforme a Figura-5:

Entre as características: Fluxo de Decisão, Estrutura Organizacional e Relação de Posse, encontram-se os itens de Governança Corporativa relacionados nesta pesquisa sob o título de Conselho de Administração. Nos pontos de discussão encontramos: criação de **grupo com poder de deliberação**, captação de recursos sem indicação do ativo e facilidade de captação de recursos. Conforme identificado nas entrevistas, há necessidade de criar um grupo com poder de deliberação para agilizar determinadas aprovações e decisões, ao mesmo tempo em que o investidor quer ter maior poder de decisão (impacto na Relação de Posse que ele tem com o fundo e os ativos, que também tende a sofrer alteração ao longo do tempo). Sendo que o modelo do FII atualmente não contempla a figura de um comitê (Estrutura Organizacional atual necessitaria de alteração para contemplar esta nova demanda). A solução destes pontos de discussão seria possível através de:

- definições específicas de riscos envolvidos em cada tipo de decisão; com isso identificaria exatamente quais são os assuntos que podem e devem ter quórum mais ou menos restrito e quais assuntos podem ter a decisão prevista em regulamento, tudo dentro do contexto que considera maior participação e segurança ao investidor;
- eleição de grupo com poder para representar o fundo e deliberar por ele em questões específicas; com as definições de risco envolvidas nas decisões por assunto;
- devem ser elaboradas regras para as eleições dos representantes, de maneira que mitigue os riscos de conflitos de interesses;

Entre as características: Estrutura Organizacional, Relação de Posse e Transparência, encontram-se os itens de Governança Corporativa relacionados nesta pesquisa sob os títulos de Gestão e Auditoria. Nos pontos de discussão, encontramos: **obrigatoriedade da figura do gestor**. A criação da figura do gestor altera a relação de posse, porque o investidor passa a não só outorgar direitos à administradora, como também ao gestor, figura que teoricamente desenharia a estratégia do FII. Portanto a relação de posse deste ambiente de investimento, antes direcionada à administradora, torna-se dividida entre a administradora e a gestora. Ao mesmo tempo em que o mercado exige cada vez maior transparência nos processos, neste caso surge mais uma figura dentro da estrutura organizacional, exigindo portando aumento no número de processos para manutenção da transparência entre as relações. A figura da administradora está sedimentada e inclusive, por ser uma instituição financeira concede estabilidade à indústria dos FIIs, porque contempla fiscalizações, conforme constatado nas entrevistas. Porém em contrapartida há necessidade de que a estratégia do FII fique sob a responsabilidade de um gestor com expertise sobre o mercado e análise constante da capacidade de geração de riqueza dos ativos do portfólio. A solução deste ponto de discussão seria possível através de:

- alteração na regulamentação, criando a obrigatoriedade da figura do gestor;
- aumento no número de definição de processos e regras para abrigar na estrutura organizacional a figura do gestor;
- aumento das regras de transparência para compensar o aumento de processos sem diminuir a facilidade de acesso as informações por parte dos investidores;
- possibilidade de continuar com a administradora sendo uma instituição financeira para continuar promovendo a estabilidade ao FII, porém com divisão de processos com o gestor;

Entre as características: Fluxo de Decisão, Relação de Posse e Perfil do Investidor, encontram-se os itens de Governança Corporativa relacionados nesta pesquisa sob o título de Propriedade. No ponto de discussão, encontramos: **quóruns mais segmentados e por tipo de assunto**.

Os investidores de FIIs são cientes dos fluxos de decisão atualmente utilizados que contemplam aprovações por eles para a maioria dos itens e alguns itens têm decisões já previstas em

regulamento. O aumento de número de itens com decisões pré determinadas em regulamento ou as decisões tomadas por grupo com poder de deliberação, alteram a maneira como o investidor exerce a propriedade e ou poder de decisão sobre o FII. Essas alterações devem causar impacto em determinados perfis de investidores. A solução deste ponto de discussão será possível através de:

- definições específicas de quóruns necessários por tipo de decisão e itens que devem ser encaminhados para decisão do grupo com poder de deliberação; conforme previsto para solução do item Conselho de Administração;
- avisos explícitos nos prospectos, indicando para o investidor quais assuntos serão deliberados sem a necessidade de sua respectiva votação;

Assim desde a subscrição o investidor já conhece o modelo do FII e a relação que terá sob sua decisão, sua participação ou não em determinados assuntos e decisões. Ele poderá verificar se este modelo de FII está adequado ou não ao seu perfil.

Entre as características Transparência, Perfil do Investidor e Fluxo de Decisão encontram-se os itens de Governança Corporativa relacionados nesta pesquisa sob o título de Conflitos de Interesses. Portanto, no ponto de discussão, encontramos: **aprovação por comitê especializado**. Essa questão altera a transparência porque transfere o poder de deliberação que o investidor tem sobre qualquer assunto que trate de possível situação de Conflitos de Interesses, para um comitê, por ele outorgado, para decidir se a situação é ou não de conflito, e como será tratada. O investidor passaria a ser apenas comunicado sobre a decisão tomada, porque o grupo possuiria poder de deliberação. Portanto a relação de posse do investidor com o fundo ficaria mais distante e outorgada a outro grupo, neste aspecto específico. A solução deste ponto de discussão será possível através de:

- eleição de grupo com poder para representar o fundo e deliberar por ele em questões específicas de transparência e julgamento de conflitos de interesses, identificação e tratamento;
- alteração na regulamentação, indicando o comitê de conduta como responsável pela aprovação;
- inclusão em prospecto de avisos explícitos de que a decisão e o tratamento sobre assuntos relacionados a conflitos de interesses estariam sob responsabilidade de grupo específico;

Todas as possíveis alterações dos pontos de discussão causam impactos em outros itens e necessitam de reestruturação para serem efetuados.

Observando as necessidades de alterações dentro do FII e os respectivos impactos causados, vale questionar se as alterações devem de modo obrigatório transformar toda a indústria ou tornarem-se opcionais. Assim a regulamentação poderia ser alterada permitindo a criação dos itens citados anteriormente, mas não obrigando que todos os FIIs se adaptassem.

Poderiam existir FIIs com características mais flexíveis e que se tornassem mais ativos que outros. P.ex.: FIIs em que existiria a figura do gestor e outros não; com comitê para aprovação de conflitos de interesses e outros não; com indicação de ativos para subscrição de quotas e outros não. Na estruturação de um FII, os elaboradores decidiriam a composição de suas características conforme o segmento de investidores que desejassem atingir no mercado.

Esta seria uma hipótese de solução, para tornar o FII mais ativo e flexível do que atualmente; uma segmentação da indústria. Já existe uma determinada segmentação, em mono ativos e multi ativos, em regionais ou por segmento de ativo, em pulverizado ou não.

Com a segmentação poderia haver uma classificação dos inúmeros tipos e modelos de FIIs por níveis de risco x rentabilidade. Baseado nesta classificação o investidor poderia escolher em que FII investir de acordo com seu perfil de risco, com a análise da estrutura dos itens de Governança Corporativa. Estas características organizadas e formando classificações de fundos, poderiam auxiliar o investidor a escolher o nível de risco que deseja comprar, e para a indústria seria mais

produtivo que o investidor já soubesse suas restrições e possibilidades desde a subscrição das quotas.

Há ainda uma consideração em relação à essência do ambiente de investimento, observado o objetivo e contexto em que foi criado. Algumas características são a estrutura básica do FII; como p.ex. esta ampliação de itens que podem compor o portfólio, ao mesmo tempo em que amplia as possibilidades de investimento, descaracteriza o FII como um ambiente de investimento que essencialmente investe em imóveis comerciais. O FII passa a ser utilizado em alguns casos somente para investimento em ativos financeiros e não mais para investimentos em imóveis.

São pertinentes os questionamentos:

Até qual limite devem ser alteradas as características de um ambiente de investimento?

As alterações de características da essência do ambiente de investimento não justificam a criação de um novo modelo de ambiente de investimento? Ao invés de alterá-lo tão profundamente?

Até que ponto as alterações neste ambiente de investimento satisfazem o mercado (deste ambiente de investimento)?

Será que o mercado demanda este ambiente de investimento alterado ou um novo ambiente de investimento?

Provavelmente a indústria de fundos encontraria demanda para o antigo e novo modelo, por que há e continuará existindo variados perfis de investidor. O mercado precisa ser organizado e verificar as novas demandas, se elas justificam alterações nos ambientes de investimento existentes ou a criação de novos ambientes de investimento.

Para condução destas discussões, os seguintes estudos podem ser desenvolvidos:

- determinação de características essenciais dos ambientes de investimento com lastro em real estate;
- matriz para decisão de investimento em FIIs (variação de características e análise risco x rentabilidade);
- características que justificam e estruturam a criação de um novo ambiente de investimento de real estate;
- análise da oferta e demanda de ambientes de investimento em real estate no Brasil;

As pesquisas que buscam caracterizar a oferta e demanda por ambientes de investimento de real estate auxiliam na compreensão das alterações necessárias a estes ambientes para se adaptarem as novas necessidades do mercado, cada vez mais estruturado.

Por outro lado, as pesquisas que buscam determinar as características essenciais de um ambiente de investimento e quando suas alterações demandam um novo modelo indicam os limites das alterações e o caminho para o desenvolvimento de novos modelos.

A classificação dos ambientes de investimento podem auxiliar o investidor, aumentando sua compreensão do nível de risco, implicando em confiança e aumento de demanda e apoiar os ofertantes com padronização de divulgação das informações, tornando-as facilmente comparáveis no mercado.

Juntas, estas pesquisas podem compor uma estratégia de mercado para investimentos em real estate. Este conhecimento e análise profundos de comportamento do mercado, classificação e limites dos ambientes de investimento são lastro para sugestão de futuras alterações na regulamentação, informação para desenvolvimento de novas estruturas de investimento e material essencial para o mercado de real estate atual, cada vez mais competitivo e internacional.

6. REFERÊNCIAS

AMATO, Fernando Bontorim (2009). Implantação de Empreendimentos de Base Imobiliária por Meio de Fundos de Investimento Imobiliário: Critérios de Governança dos Recursos Financeiros para Mitigação de Riscos Capaz de Potencializar a Captação de Investimentos Privados com Característica de Poupança. Escola Politécnica, USP, Tese (Doutorado), 231p.

BANCO OURINVEST S.A. Prospecto do BC Fundo de Fundos de Investimentos Imobiliários FII. São Paulo, 201p. 2009. Disponível em: <<http://www.ourinvest.com.br>>; Acesso em: 19 out. 2010.

_____. Regulamento do BC Fundo de Fundos de Investimentos Imobiliários FII. São Paulo, 34 p. 2009. Disponível em: <<http://www.ourinvest.com.br>>; Acesso em: 19 out. 2010.

BR CAPITAL DTVM S.A. Regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário Continental Square Faria Lima. São Paulo, 19p. 2009. Disponível em: <<http://www.unitas.com.br>>; Acesso em: 19 out. 2010.

BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A. Estatuto Social da BR Malls SA. São Paulo, 23p. 2007. Disponível em: <<http://www.brmalls.com.br>>; Acesso em: 9 nov. 2010.

BR PROPERTIES S.A. Estatuto Social da BR Properties S.A. São Paulo, 13p. 2010. Disponível em: <<http://www.brpr.com.br>>; Acesso em: 29 out. 2010.

BRASIL. Presidência da República. Lei nº 6404/76, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em: 14 nov. 10.

_____. Lei nº 8668/93, de 25 de junho de 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em: 09 jul. 10.

_____. Lei nº 9779/99, de 19 de janeiro de 1999. Altera a regulamentação do Imposto sobre a Renda, relativamente à tributação dos Fundos de Investimento Imobiliário. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em: 09 jul. 10.

_____. Lei nº 11033/04, de 21 de dezembro de 2004. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em: 09 jul. 10.

_____. Lei nº 11196/05, de 21 de novembro de 2005. Altera decretos lei revoga leis e dispositivos das Leis nos 8.668, de 25 de junho de 1993 e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em: 09 jul. 10.

_____. Lei nº 11638/07, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em: 14 nov. 10.

_____. Lei nº 11941/09, de 27 de maio de 2009. Institui regime tributário de transição. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br>. Acesso em: 14 nov. 10.

_____. Lei nº 12024/09, de 27 de agosto de 2009. Dá nova redação aos altera as Leis nos 11.196, de 21 de novembro de 2005, 8.668, de 25 de junho de 1993, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.leidireto.com.br>. Acesso em: 09 jul. 10.

_____. Instrução Normativa nº 10, de 14 de fevereiro de 1980. Dispõe sobre a aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão, para cancelamento ou permanência em tesouraria, e respectiva alienação. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 02 dez.10.

_____. Instrução Normativa nº 56, de 1 de dezembro de 1986. Dispõe sobre valor nominal mínimo e grupamento de ações emitidas por companhias abertas, bem como sobre a padronização de certificados de ações. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 02 dez.10.

_____. Instrução Normativa nº 202, de 6 de dezembro de 1993. Dispõe sobre o registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 02 dez.10.

_____. Instrução Normativa nº 205, de 14 de jan. de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento Imobiliário. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 09 jul. 10.

_____. Instrução Normativa nº 206, de 14 de janeiro de 1994. Dispõe sobre normas contábeis aplicáveis às Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento Imobiliário. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 09 jul. 10.

_____. Instrução Normativa nº 245, de 1 de março de 1996. Dispõe sobre as informações a serem prestadas pelas companhias abertas com registro para negociação de seus títulos e valores mobiliários em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, e cujo faturamento bruto anual consolidado seja inferior a R\$ 100.000.000,00 (cem milhões de reais). Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 02 dez.10.

_____. Instrução Normativa nº 282, de 26 de junho de 1998. Altera a tabela constante do art. 1º da Instrução CVM Nº 165, de 11 de dezembro de 1991 (voto múltiplo). Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 02 dez.10.

_____. Instrução Normativa nº 287, de 7 de agosto de 1998. Dispõe sobre a suspensão e o cancelamento de ofício do registro de companhia aberta. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 02 dez.10.

_____. Instrução Normativa nº 319, de 3 de dezembro de 1999. Dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 15 nov.10.

_____. Instrução Normativa nº 323, de 19 de janeiro de 2000. Define hipóteses de exercício abusivo do poder de controle e de infração grave. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 2 dez.10.

_____. Instrução Normativa nº 324, de 19 de janeiro de 2000. Fixa escala reduzindo, em função do capital social, as porcentagens mínimas de participação acionária necessárias ao pedido de instalação de Conselho Fiscal de companhia aberta previsto no § 2º do art. 161 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 2 dez.10.

_____. Instrução Normativa nº 341, de 13 de julho de 2000. Dispõe sobre o anúncio de convocação de Assembléia Geral. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 2 dez.10.

_____. Instrução Normativa nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta

na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 3 dez.10.

_____. Instrução Normativa nº 361, de 5 de março de 2002. Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 3 dez.10.

_____. Instrução Normativa nº 367, de 29 de maio de 2002. Dispõe sobre a declaração da pessoa eleita membro do conselho de administração de companhia aberta, de que trata o § 4º do art. 147 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 14 nov.10.

_____. Instrução Normativa nº 372, de 28 de junho de 2002. Dispõe sobre o adiamento de Assembléia Geral e a interrupção da fluência do prazo de sua convocação. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 3 dez.10.

_____. Instrução Normativa nº 389, de 3 de junho de 2003. Altera a Instrução CVM nº 205. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 09 jul. 10.

_____. Instrução Normativa nº 390, de 8 de julho de 2003. Dispõe sobre a negociação, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão, mediante operações com opções, altera dispositivos da Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980, e revoga a Instrução CVM nº 290, de 11 de setembro de 1998, e a Instrução CVM nº 291, de 25 de setembro de 1998. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 15 nov.10.

_____. Instrução Normativa nº 391, de 16 de julho de 2003. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 09 jul. 10.

_____. Instrução Normativa nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 09 jul. 10.

_____. Instrução Normativa nº 401, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre os registros de negociação e de distribuição pública de Certificados de Potencial Adicional de Construção – CEPAC. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 15 nov.10.

_____. Instrução Normativa nº 409, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 09 jul. 10.

_____. Instrução Normativa nº 435, de 5 de julho de 2006. Altera a Instrução CVM nº. 391, de 16 de julho de 2003 e dá outras providências. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 09 jul. 10.

_____. Instrução Normativa nº 450, de 30 de março de 2007. Altera a Instrução CVM nº. 391, de 16 de julho de 2003 e dá outras providências. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 09 jul. 10.

_____. Instrução Normativa nº 453, de 30 de abril de 2007. Altera a Instrução CVM nº. 391, de 16 de julho de 2003 e dá outras providências. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 09 jul. 10.

_____. Instrução Normativa nº 472, de 31 de outubro de 2008. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de quotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII. Revoga as Instruções CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994, nº 389, de 3 de junho de 2003, nº 418, de 19 de abril de 2005 e nº 455, de 13 de junho de 2007. Acrescenta o Anexo III-B à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 09 jul. 10.

_____. Instrução Normativa nº 478, de 11 de setembro de 2009. Altera a Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, que 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. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 13 jun. 11.

_____. Instrução Normativa nº 481, de 17 de dezembro de 2009. Dispõe sobre informações e pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em assembleias de acionistas. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 13 jun. 11.

_____. Instrução Normativa nº 482, de 5 de abril de 2010. Altera e acrescenta artigos à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 e à Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 13 jun. 11.

_____. Instrução Normativa nº 487, de 5 de março de 2002. Altera a Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 13 jun. 11.

_____. Parecer de Orientação nº 16, de 17 de novembro de 1988. EMENTA: Nas hipóteses em que o dividendo das ações preferenciais de companhia aberta é estabelecido como percentual sobre o valor nominal ou unitário (capital social), a sua base de cálculo deverá incluir a correção monetária do capital social. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 15 nov.10.

_____. Parecer de Orientação nº 19, de 9 de maio de 1990. EMENTA: Inteligência do artigo 161, § 4º, letra " a" , da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que trata das normas para constituição do Conselho Fiscal.. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 3 dez.10.

_____. Parecer de Orientação nº 34, de 18 de agosto de 2006. Impedimento de voto em casos de benefício particular em operações de incorporação e incorporação de ações em que sejam atribuídos diferentes valores para as ações de emissão de companhia envolvida na operação, conforme sua espécie, classe ou titularidade. Interpretação do §1º do art. 115 da Lei 6.404/76. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 16 nov.10.

_____. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, São Paulo, 2002.

CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO CV S.A. Prospecto do CSHG Real Estate Fundo de Investimento Imobiliário FII. São Paulo, 136p. 2010. Disponível em: <<http://www.cshg.com.br>>; Acesso em: 19 out. 2010.

CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO CV S.A. Regulamento do CSHG Real Estate Fundo de Investimento Imobiliário FII. São Paulo, 23 p. 2010. Disponível em: <<http://www.cshg.com.br>>; Acesso em: 19 out. 2010.

INTRAG DTVM LTDA. Prospecto do Kinea I Real Estate Equity Fundo de Investimento em Participações. São Paulo, 142p. 2010.

Disponível em: <<http://www.kinea.com.br>>; Acesso em: 20 out. 2010.

INTRAG DTVM LTDA. Prospecto do Kinea Renda Imobiliária Fundo de Investimento Imobiliário FII. São Paulo, 135p. 2010. Disponível em: <<http://www.kinea.com.br>>; Acesso em: 20 out. 2010.

INTRAG DTVM LTDA. Regulamento do Kinea Renda Imobiliária Fundo de Investimento Imobiliário FII. São Paulo, 17p. 2010. Disponível em: <<http://www.kinea.com.br>>; Acesso em: 20 out. 2010.

PROSPERITAS INVESTIMENTOS S.A. Prospecto do Prosperitas II Fundo de Investimento em Participações. São Paulo, 72p. 2007. Disponível em: <<http://www.prosperitas.com.br>>; Acesso em: 20 out. 2010.

PROSPERITAS INVESTIMENTOS S.A. Regulamento do Prosperitas II Fundo de Investimento em Participações. São Paulo, 25p. 2007. Disponível em: <<http://www.prosperitas.com.br>>; Acesso em: 20 out. 2010.

RIO BRAVO INVESTIMENTOS – DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA Prospecto do Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis. São Paulo, 337p. 2009. Disponível em: <<http://www.riobravo.com.br>>; Acesso em: 19 out. 2010.

RIO BRAVO INVESTIMENTOS – DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA Regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis. São Paulo, 20p. 2009. Disponível em: <<http://www.riobravo.com.br>>; Acesso em: 19 out. 2010.

ROCHA LIMA JR., João da (2001). Fundos de Investimento Imobiliário e Real Estate Investment Trust. Carta do NRE-POLI agosto 2001, Departamento de Engenharia de Construção Civil, 7p.