

11ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil
14, 15 e 16 de Setembro de 2011



Fundos de Investimento Imobiliário: Análise do desempenho e comparação com US-REITs, UK-REITs, G-REITs e SIIC

Rafael Mario Sant'Anna Cosentino¹, Claudio Tavares Alencar²

¹ Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, Cidade Universitária, São Paulo, Brasil, rafael.cosentino@usp.br

² Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, Cidade Universitária, São Paulo, Brasil

RESUMO (OU RESÚMEN)

Este artigo discute o desempenho apresentado pelos Fundos de investimento imobiliário nos últimos 6 anos. O objetivo é reconhecer se a aderência que se verifica nos mercados Internacionais das Bolsas de Valores também existe entre Fundos de investimento imobiliário brasileiro e nos sistemas semelhantes existentes nos Estados Unidos, na França, na Alemanha e no Reino Unido. Desta forma, almeja-se neste artigo analisar o investimento em cotas de fundos de investimento imobiliário como alternativa para investidores estrangeiros, demonstrando as estruturas de investimento, os riscos, suas vantagens e desvantagens e o desempenho dos últimos 6 anos. Como conclusão do artigo, foi possível verificar que a carteira de investimento dos FIIs apresentou uma rentabilidade que não segue as tendências de mercado internacional, mas apresentou um desempenho aderente ao do setor do Real Estate brasileiro, com o aumento dos preços das cotas dos FIIs seguiram a elevação de preços dos imóveis verificada entre o ano de 2007 e 2010. A baixa correlação encontrada entre os FIIs e os outros sistemas demonstra que o FII brasileiro ainda não possui massa crítica em volume financeiro capitalizado para atrair recursos de investidores internacionais. Esta correlação é possível ser vista no caso dos outros países da análise, onde todos apresentam um movimento de alta nos anos que antecedem a crise do “sub prime”, e entre os anos de 2007 e 2009 apresentam primeiramente um movimento de perda e logo em seguida um movimento de recuperação, ratificando a correlação encontrada entre eles. A globalização e o forte investimento externo que o Brasil vem recebendo nos últimos anos, caso o mecanismo ganhe um volume financeiro suficientemente grande, deve apresentar uma correlação crescente com o restante dos sistemas nos próximos anos.

Palavras-chave: fundo de investimento imobiliário, portfólio, investidores, real estate, REIT, SIIC.

11ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil

14, 15 e 16 de Setembro de 2011



Real estate investment funds: performance analysis and comparison with US-REITs, UK-REITs, G-REITs and SIIC

ABSTRACT

This article discusses the performance presented by the Brazilian real estate investment funds in the last six years. The objective is to recognize if there is adherence to international markets in the stock markets also exists between Brazilian real estate investment funds and others regimes from United States, France, Germany and United Kingdom. Therefore, this article aims to analyze the investment in shares of investment funds as an alternative to foreign investors, showing the structures of investment, risks, advantages and disadvantages and the performance of the last six years. As conclusion of the article, we found that FII investment portfolio showed a return that does not follow the trends of international market, but performance was adherent to the Real Estate sector in Brazil, with the increase in prices of shares of FIIs followed the rise in house prices occurred between the years 2007 and 2010. The lower correlation between FIIs and others regimes shows that the FII does not have critical mass in volume capitalized financial resources to attract international investors. This correlation can be seen in the case of other countries in the analysis, which all show an upward movement in the years before the crisis of "sub prime", and between the years 2007 and 2009 have primarily a movement of loss and soon then a recovery trend, confirming the correlation between them. Globalization and strong foreign investment that Brazil has been receiving in recent years, if the financial mechanism to earn a large enough volume, you must present an increasing correlation with the rest of the schemes in the coming years.

Key-words: real estate investment fund, portfolio, investors, real estate, REIT, SIIC

1. INTRODUÇÃO

O mercado imobiliário brasileiro apresenta desde o ano de 2007 um expressivo crescimento, sendo este um dos grandes vetores do atual momento da economia brasileira. Dessa forma, o mercado dos Fundos de investimento Imobiliário (FII) apresentou crescimento semelhante, onde principalmente desde novembro de 2008 após a instrução nº472 de 31 de outubro de 2008, os FIIs atingiram em fevereiro de 2011, um total de 107 fundos registrados na comissão de valores mobiliários (CVM) totalizando um patrimônio líquido de aproximadamente 8,6 bilhões de reais. Entretanto dos 107 fundos registrados, pouco menos da metade, 50 fundos, encontra-se listado na Bolsa de valores de São Paulo (BOVESPA), sendo que dos 50 Fundos listados, 28 foram lançados após 2008 e os outros 22 entre 1993 até 2007.

No Cenário internacional desde 1960, os Estados Unidos (EUA), criaram um sistema de exceção de impostos para investimento indireto em real estate, chamado de Real Estate Investment Trust (REIT), este que no ano de 2010 atingiu a marca de US\$ 390 bilhões com um total de 150 empresas com ações negociadas em bolsa de valores.

No caso da Europa, o primeiro sistema análogo ao americano foi o Fiscalle Belegginstelling (FBI) da Holanda, criada em 1969, entretanto somente em 2003, a França, primeira das 3 maiores economias da Europa a lançar um sistema parecido, chamado de Société d'Investissement Immobilier Cotée (SIIC). No ano de 2010 os SIIC atingiram um valor de US\$ 60,3 bilhões, sendo hoje o principal mercado europeu.

As outras duas maiores economias europeias, Reino Unido e Alemanha, somente aprovaram suas legislações em 2006, com início das atividades no ano de 2007. Ambos diferentemente da França, seguiram mais intensamente o sistema americano, chamando-os de UK-REIT e G-REIT respectivamente, entretanto somente o do Reino Unido apresentou um sucesso de lançamento atingindo em 2010, a marca de US\$ 33,8 bilhões. Quanto ao sistema alemão, este é tido como o maior fracasso de todos os REITs lançados, atingindo em 2010 somente uma empresa listada como REIT e capitalização de US\$ 642 milhões, este fracasso se deve principalmente devido a concorrência com os Mutal Funds alemães e as fortes restrições impostas quanto a propriedade de ativos.

Como o mercado de FIIs no Brasil ainda não possui nenhum grande indicador, neste artigo foi desenvolvido, em sua metodologia, uma carteira hipotética do mercado dos fundos imobiliários onde se criou um índice que é composto pela rentabilidade dos fundos devido à diferença do seu valor de mercado e devido aos rendimentos distribuídos. Com este indicador deseja-se apresentar a evolução deste indicador desde o mês de janeiro de 2005 até dezembro de 2010, e compara-lo com a evolução de outros sistemas análogos ao FIIs. Os países escolhidos para a análise serão Estados Unidos com seu US-REIT, Alemanha com o G-REIT, França com o SIIC e o Reino Unido com o UK-REIT. Os dados apresentados neste artigo são parte de uma pesquisa que se encontra em desenvolvimento, desta forma os resultados aqui apresentados são preliminares e podem sofrer alterações até a conclusão da tese.

2. Revisão Bibliográfica

2.1. Fundo de Investimento Imobiliário – FII-BR

Os FIIs no Brasil foram criados pela lei nº8.668 de 1993 e regulamentados pelas instruções CVM através das instruções nº205/206 de 1994. O FII é um condomínio de investidores com objetivo de aplicar recursos financeiros, solidariamente, em empreendimentos imobiliários ou de base imobiliário, a serem implantados ou já concluídos. Em 2008 foram introduzidas mudanças substanciais no mecanismo através da instrução CVM nº472, assim os FIIs poderão investir

conforme o artigo 45º em quaisquer direitos reais sobre bens imóveis, desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela **CVM**, ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos **FII**, ações ou cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos **FII**, cotas de fundos de investimento em participações (**FIP**) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos **FII** ou de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário, certificados de potencial adicional de construção emitidos com base na Instrução **CVM** nº 401, de 29 de dezembro de 2003, cotas de outros **FII**, certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (**FIDC**) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos **FII** e desde que sua emissão ou negociação tenha sido registrada na **CVM**, letras hipotecárias e letras de crédito imobiliário. Uma das exigências para os **FII**s é a distribuição semestralmente 95% do lucro líquido do exercício semestralmente, correndo o risco de perder os incentivos tributários que isenta os **FII**s de imposto de Renda. Vale ressaltar que a isenção de impostos para o **FII**s é todos os impostos sobre a receita, ou seja, PIS, COFINS, Imposto de Renda e CSLL, sendo que somente o imposto de renda irá incidir sobre receitas financeiras. Entretanto para isso ocorrer nenhum cotista ou construtor pode deter mais do que 25% do fundo. Um benefício que os **FII**s

2.2. Mercado Mundial – REIT

A estrutura de investimento Real Estate Investment Trust (**REIT**) foi criada nos Estados Unidos em 1960 como alternativa ao investimento no mercado de Real Estate, ocorrendo este investimento de forma indireta, ou seja através de ações de uma empresa. Os REITs, normalmente possuem algumas isenções de impostos sobre o lucro, mas devem distribuir obrigatoriamente quase todo o seu lucro para manter esta isenção. Segundo FRITSCH, PREBBLE e PREBBLE [2010], o modelo clássico é uma entidade com isenção de impostos, passando este ganho com estes benefícios para seus investidores, ocorrendo o pagamento de impostos somente pelos investidores, ainda esta empresa deve possuir na maioria dos casos, empreendimentos imobiliários que produzam receitas de locação. Inicialmente criadas para oferecer aos pequenos e médios investidores a possibilidade de investimento em portfólios diversificados. Diferentemente de hoje, o impulso alcançado pelos REITs americanos ocorreu após o “Reform Act 1986”, pois anteriormente o investimento em REITs se dava principalmente em REITs do tipo Mortgages. Deste modo a partir de 1986 os REITs do tipo equity passaram além de ser proprietário do imóvel ser responsável pela operação do mesmo, entretanto vale ressaltar que a primeira legislação de REITs no mundo foi a Norte-Americana de 1960. Após a criação dos US-REIT pelo governo americano, em 1969 o governo Holandês criou o Fiscale Beleginstinstelling (FBI), entretanto somente na década de 80 diversos países criaram seus mecanismos, estes podem ser vistos na tabela abaixo, vale ressaltar que por mais que alguns países possuam suas legislações há alguns anos, ainda existem países que não possuem seus REITs listados e negociados em Bolsa de Valores. Este caso acontece no caso de DUBAI onde até fevereiro de 2011 ainda não existe nenhum DUBAI-REIT listado na bolsa de valores de Dubai. Outro país que até março de 2011 tinha o mesmo fato é o México, entretanto, em março de 2011, o primeiro FIBRA foi lançado na economia mexicana. A essência de todos os mecanismos a ideia da isenção de impostos predomina, entretanto, cada instrumento tem suas particularidade tanto do ponto de vista da empresa como do ponto de vista do investidor. Na tabela 1 tem-se um breve comparativo entre as diversas estruturas REITs do mundo.

**Tabela 1- Comparação Entre REITs - FONTE: EPRA
[2010]**

País	Ano	SIGLA	NºEmpresas	Market Cap Libra(Billion)	% Global	Impostos	Distribuição de Dividendos	Período de Distribuição	Investimento Mínimo em Real Estate
America									
Brasil	1993	FII-BR	95	2,38	0,6%	Isento	95%	Semestral	75%
EUA	1960	US-REIT	173	206,90	52,1%	Isento	90%	Anual	75%
Chile	1989	-	-	-	-	Isento	30%	Anual	-
Canadá	1994	-	35	17,00	4,3%	-	100%	-	-
México	2004	1	-	-	-	-	95%	Anual	70%
Europa									
França	2003	SIIC	44	37,6	9,5%	-	100%	Anual	-
Alemanha	2007	G-REIT	2	0,40	0,1%	-	90%	Final do Período Fiscal	45%
Reino Unido	2007	UK-REIT	19	21,10	5,3%	Isento	90%	Anual	75%
Itália	2007	SIQ	1	0,30	0,1%	-	85%	Anual	80%
Holanda	1969	FIB	7	6,90	1,7%	Isento	100%	8 Meses Após Mês Fiscal	100%
Belgíca	1995	SICAFI	19	21,10	5,3%	Isento	90%	Anual	75%
Espanha	2009	RECI	-	-	-	19%	99%	-	80%
Africa									
Africa do Sul	1969	PUT	5	2,6	0,60%	Isento	-	-	-
	1973	PLS							
Asia & Oceania									
Japão	2000	J-REIT	36	21,1	5,32%	Isento	90%	-	-
Coreia do Sul	2001	REIC	6	0,2	0,05%	Isento	90%	-	80%
Cingapura	1999	S-REIT	21	14,5	3,65%	Isento	90%	Tri/Semestral ou Anual	75%
Taiwan	2003	REIT	8	1,2	0,30%	Isento	-	Semestral	-
Austrália	1985	LPT	60	43,7	11,01%	Isento	100%	Anual	-
Dubai	2006	REIT	-	-	-	-	80%	Anual	60%

2.2.1. Estados Unidos – US-REIT

Dado o pioneirismo norte americano e a liderança como maior economia do mundo, o mercado mais desenvolvido para os REITs é o americano, segundo a NAREIT¹ [2011], com um Equity Market CAP de US\$ 390 bilhões com 150 REITs listados e publicamente negociados.

Os REITs são classificados em três tipos:

- Equity REITs: Onde a empresa é dona da propriedade e opera o imóvel para renda de locação ou exploração.
- Mortgages REITs: Onde empresas financiam imóveis para investidores, outros REITs ou ainda na compra de ativos securitizados.
- Hybrid REITs: onde a empresa atua tanto como um equity como Mortgages. Este tipo de REIT deixou de existir na economia americana após o ano de 2010.

Segundo NAREIT, historicamente, imóveis comerciais para renda eram financiados com altos níveis de alavancagem (endividamento). As propriedades forneciam uma segurança tangível para o financiamento hipotecário, e a renda de locação daquelas propriedades era uma fonte clara de receita para pagar a despesa de juros da dívida. Os mercados imobiliários eram dominados por empreendedores ou empresários que eram tentados a construir fortunas pessoais e que desejam assumir riscos enormes para tanto.

Segundo AMATO [2009] antes da recessão imobiliária do início dos anos 90, não era incomum para propriedades individuais carregar hipotecas que representavam mais de 90% dos seus valores de mercado estimado ou do custo de construção. Eventualmente, a relação entre a dívida e o valor era ainda superior. A severa recessão dos anos 90 forçou as instituições financeiras, os empreendedores e os proprietários a reconsiderar o uso apropriado do financiamento em projetos imobiliários.

As restrições impostas às empresas para manterem a isenção fiscal permitida forçam a necessidade de a mesma buscar no mercado mobiliário recursos ou através de uma oferta pública ou ainda através de um financiamento, lembrando que os REITs necessitam distribuir 90% dos

¹ NAREIT (National Association of Real Estate Investment Trust) é uma representação mundial dos REITs e das companhias com ações em bolsa de valores com interesse no mercado de Real Estate e no mercado de capitais Americano.

seus dividendos e ainda mantes no mínimo 75% do seu patrimônio em ativos relacionados com Real Estate. Segundo PORTO [2010] em 2007, observa-se que a crise no mercado de hipotecas de alto risco (créditos subprime) se alastrou por todo o setor imobiliário americano e impactou diretamente os preços dos imóveis, afetando o valor de mercado dos US-REITs (EMC – Equity Market Capitalization). Ainda que a crise tenha impactado no valor do portfólio, os equity REITs são fundamentalmente instrumentos de investimentos diretos em imóveis e não estão sujeitos aos riscos dos créditos de títulos securitizados de hipotecas do mercado imobiliário norte-americano. O mercado norte-americano é a principal referência de investimento indireto em real estate, sua experiência bem-sucedida pode fornecer subsídios para ampliar e fortalecer o mercado brasileiro. As alterações da nova legislação dos fundos imobiliários, publicada no final de 2008 pela CVM, em diversos aspectos foi desenvolvida no modelo norte-americano, exemplo disso temos na possibilidade de diversificação da carteira de investimentos em ativos ligados ao setor imobiliário.

2.2.2. Europa – União Europeia

A implantação de um mecanismo análogo ao **US-REIT** no continente europeu, conforme dito anteriormente foi em 1969 com o lançamento dos FBI dos Países Baixos (Holanda), embora somente em 2003, a França, primeira das três maiores economias da Europa, lançou seu mecanismo chamado de Société d’Investissement Immobilier Cot e (SIIC), sendo que Reino Unido e Alemanha s  lançaram seus mecanismos 4 anos depois no ano de 2007. Segundo EICHHOLTZ e KOK [2007] dos 27 membros da **União Europeia (EU)** apenas 13 já possuem um mecanismo REIT estruturado, ainda mesmo que pertencentes a **EU**, as diferenças entre o mecanismo de cada país são diversas como: As companhias detentoras de imóveis em cada membro da **EU** diferentes encaram grandes diferenças nas obriga es para opera o, regras de investimento e restri es quanto a financiamento e crédito.

Exatamente neste ponto percebe-se que mesmo sendo dentro do bloco europeu, ainda não existe um REIT  nico. Sobre este tema WUNDERLICH [2008] discute em sua tese que o mercado europeu corresponde a 35% do total de REITs do mundo, mas a apenas 44% do  ndice Global da EPRA/NAREIT e ainda o principal entrave para um EU-REIT são as diferenças estruturais existentes entre os mecanismos e as taxas cobradas. Esta ideia dado o atual momento vivido pela economia da Europa não deve se tornar uma realidade, podendo sair do papel após a retomada da economia europeia.

Para comparar o desempenho junto ao **FIs** brasileiros serão avaliadas neste artigo as 3 maiores economias da Europa: França (**SIIC** – 2003), Alemanha (**G-REIT** – 2007) e Reino Unido (**UK-REIT** – 2007).

2.2.2.1. França – SIIC

A estrutura francesa equivalente ao **US-REIT**   o Société d’Investissement Immobilier Cot e (**SIIC**), esta apresenta uma isen o de impostos para a sociedade e outros benefícios para o investimento indireto no mercado de Real Estate Frances. Lançado em 2003, principalmente para fazer frente aos “open-ends funds” alemães e aos REITs belga e holand es, atingiu em julho de 2010 um total de 44 empresas listadas na bolsa de valores de Paris, com um Market cap. de   37,6 bilhões, aproximadamente US\$ 60,3 bilhões, se consolidando como o principal sistema de REIT europeu e como o mais bem sucedido. As principais características dos SIIC estão apresentadas na tabela 2.

O índice utilizado para comparação com o **FII-BR** será o índice da Euronext-IEIF, Euronext IEIF SIIC France, que pode ser encontrado no site do IEIF².

2.2.2.2. Reino Unido – UK-REIT

O Reino Unido apenas iniciou o seu projeto de lei sobre uma legislação para criar o seu sistema REIT em dezembro de 2005, aprovando esta no ano de 2006, onde ficou conhecida como Financial Act of 2006. Em janeiro de 2007 entrou em vigência o sistema dos **UK-REITs**, conforme FRITSCH, PREBBLE e PREBBLE [2010], a maior razão para o Reino Unido introduzir o sistema dos REITs foi a grande fragmentação do mercado imobiliário britânico, onde pode-se considerar que uma grande parte do mercado de Real Estate encontra-se nas mãos de pequenos “landlords³”. O resultado é que apenas poucos investidores conseguiam acesso ao mercado imobiliário e os investidores institucionais não conseguem juntar portfólios incluindo imóveis.

Segundo WUNDERLICH [2008] diferentemente da estrutura alemã, a estrutura adotada pelo Reino Unido, permitiu um início mais efetivo da utilização do mecanismo pelos investidores britânicos, sendo que já em janeiro de 2007, 9 empresas estavam listadas na bolsa de valores. O sistema dos **UK-REIT** atingiu em julho de 2010 um total de 19 empresas listadas na bolsa de valores de Londres, com um Market cap. de £ 21,1 bilhões, aproximadamente US\$ 33,8 bilhões. As principais características dos **UK-REITs** estão apresentadas na tabela 2.

O índice utilizado para comparação com o **FII-BR** será o índice da Global Research Property, GPR 250 REIT Index - Reino Unido, que pode ser encontrado no site do GRP⁴.

2.2.2.3. Alemanha – G-REIT

A Alemanha e o Reino Unido foram das lideranças europeias os últimos a lançar seus sistemas REITs. Ainda a Alemanha foi o último país do G-8 a ter um sistema REIT somente em janeiro de 2007. O **German REIT (G-REIT)** foi introduzido na economia alemã extremamente regulado, como exemplo desta tem-se a impossibilidade de se investir em imóveis residenciais que tenham sido construídos anteriores a 2007, levando este mecanismo a sofrer desvantagens frente a outros investimentos possíveis em Real Estate, como os “Close-end Real Estate Funds” ou os “Open-end Real Estate Funds” ou os “Open-end Real Estate Special Funds” ou ainda em ações de empresas que investem em Real Estate na Bolsa de Valores Alemã. Como este artigo deseja analisar o desempenho dos sistemas REITs pelos principais países do mundo com o **FII-BR**, não serão avaliadas estas alternativas de investimento indireto em real estate da economia alemã.

Segundo WUNDERLICH [2008] a estimativa para o início das operações do G-REIT era de uma capitalização de mercado da ordem de €4,7 bilhões, entretanto ao término de 2007 foram capitalizados apenas €574 milhões, levando a diversos autores questionarem se os G-REIT não seriam um sistema fracassado e quais as alternativas que o governo alemão pode tomar para fazer com que o mecanismo seja um sucesso como seu análogo francês. O sistema dos **G-REIT** atingiu em julho de 2010 um total de 2 empresas listadas na bolsa de valores, com um Market

² IEIF (L’Institut de l’Épargne Immobilière et Foncière) é um organismo de estudos e pesquisa independente. Focado no mercado europeu, principalmente o francês, onde coleta dados e faz análises e previsões para o comportamento do mercado, mais informações em www.ieif.fr.

³ Landlords são donos de imóveis, sejam apartamentos, escritórios, condomínios ou qualquer outro imóvel de Real Estate que aluguem este imóveis para obter renda dos mesmos.

⁴ GRP (Global Property Research) é uma empresa que fornece serviços para as principais instituições financeiras com as melhores informações do mercado, mais informações em www.globalpropertyresearch.com.

cap. de £ 0,4 bilhões, aproximadamente US\$ 642 milhões. As principais características dos G-REITs estão apresentadas na tabela 2.

Tabela 2 – Tipos de Sistemas por País – Fonte: EPRA[2010]

Tipos de Regimes e suas principais características por País					
País:	Brasil	Estados Unidos	França	Reino Unido	Alemanha
Nomenclatura:	Fundo de Investimento Imobiliário	Real Estate Investment Trust	Société d'Investissement Immobilier Cotée	United Kingdom Real Estate Investment Trust	German Real Estate Investment Trust
Sigla:	FII-BR	US-REIT	SIIC	UK-REIT	G-REIT
Ano:	1993 / 2008	1960	2003	2007	1007
Legislação e Regulações:	Lei 8.668/93 e regulações CVM 206/94 e 472/08	"Internal Revenue Code"	Financial Act, Artigo 11 (2003), Guia Administrativo da Administração Fiscal da França	Financial Act 2006	Lei sobre as empresas de Real Estate Alemã com cota negociadas em bolsa de valores (REIT Law)
Regime:	Fundo de Investimento	REIT	Société	REIT	REIT
Tipo:	Fundo	Corporativo - Empresas com Ações	Corporativo - Empresas com Ações em regime livre de taxas	Corporativo - Empresas com Ações limitada	Corporativo - Empresas com Ações
Quota Mínima / Capital Inicial:	Não	Não	Capital Inicial de €15 milhões	Capital Inicial de £50 mil	Capital Inicial de €15 milhões
Obrigações da empresa ou fundo:	<ul style="list-style-type: none"> - Deve ser aceito pela CVM - Deve ser gerido por uma instituição financeira - Subscrição de cota deve ser registrada na CVM - Deve fazer um contrato com os investidores (Contrato do Fundo) 	<ul style="list-style-type: none"> - Deve preencher o formulário 1120-REIT com o serviço interno de receitas - Ser uma empresa pertencente aos Estados Unidos 	<ul style="list-style-type: none"> - Sociedade Limitada por ações - Ser listada em bolsa de valores 	<ul style="list-style-type: none"> - Deve atender a algumas exigências para ter o obter o status REIT 	<ul style="list-style-type: none"> - Registro no registro comercial - Pre-REIT: Registro na central federal do escritório fiscal - Ser listada em bolsa de valores
Obrigações para os Acionistas:	<ul style="list-style-type: none"> - Nenhuma parte relacionada ou construtora pode deter mais do que 25% das cotas do FII - Mínimo de 50 investidores sendo que nenhum pode deter mais do que 10% das cotas do FII individualmente 	<ul style="list-style-type: none"> - Ter no mínimo 100 acionistas - 5 ou menos acionistas individuais ou fundações não podem deter mais do que 50% das ações do REIT - Não possui restrições quanto a investidores estrangeiros 	<ul style="list-style-type: none"> - Acionistas podem deter no máximo 60% das ações da empresa e dos direitos a voto - No momento da seleção, 15% do capital e dos votos devem pertencer a investidores, onde um investidor individualmente detém menos do que 2% 	<ul style="list-style-type: none"> - Não pode ser uma companhia de capital fechado - Um acionista não pode ser dono diretamente de 10% ou mais ações ou do direito a voto da companhia - Não possui restrições quanto a investidores estrangeiros 	<ul style="list-style-type: none"> - 15% das ações devem estar amplamente distribuídas, sendo este percentual de 25% no momento do IPO) - Um acionista não pode ser dono diretamente de 10% ou mais ações ou do direito a voto da companhia
Ser Listado em Bolsa de Valores:	Não, podem haver Fundos Privados	Não, podem haver Reit Privados	Sim é obrigatório	Sim, mas deve ser uma Bolsa de Valores reconhecida pelas autoridades do Reino Unido	Sim é obrigatório

Restrições em Atividades / Investimentos:		- No mínimo 75% deve ser investidos em ativos do mercado de Real Estate, títulos do governo ou em dinheiro - 75% da receita bruta deve vir de ativos do mercado de Real Estate - 95% da receita bruta deve ser de uma combinação entre fontes primárias e fontes não primárias de Ativos de Real Estate - Não pode deter mais do que 10% das ações de uma outra corporação - Não mais do que 5% do valor dos seus investimentos podem ser investidos em ativos que não qualificados - Não pode deter mais do que 25% de ativos que possuam outros REITs como investidores	- Principal atividade é restrita a locação de propriedades - Não possui restrições quanto a ativos - A participação em empreendimentos imobiliários em desenvolvimento não pode ultrapassar 20% do valor contábil bruto	- 75% deve ser investido em imóveis para locação comercial - 75% da receita deve ser proveniente de imóveis para locação comercial - O REIT deve deter no mínimo 3 ativos separados - Nenhum dos ativos deve ultrapassar 40% do valor total do REIT - Pode investir em lugares fora do Reino Unido	- 75% deve ser investido em imóveis - 75% da receita deve ser proveniente de imóveis - Não pode investir em imóveis residenciais que tenham sido construídos antes de 2007	
Alavancagem:		Não possui restrições legais	Não possui restrições legais	Possui algumas regras para capitalização	"Interest Cover Test"	O Capital deve ser de no mínimo 45% do total dos ativos imóveis
Distribuição Obrigatória:						
	Lucro Operacional:	95% do lucro líquido	90% do lucro	85% do lucro	90% do lucro	90% do lucro líquido do ano
	Sobre Ganho de Capital:	95% do ganho de capital	Não possui um regra	50% do ganho sobre capital	Não possui um regra	50% do ganho de capital com ativos de real estate
	Dividendos:	-	-	100% dos dividendos obtidos	-	-
	Timing:	Semestralmente	Anualmente	Anualmente	Anualmente	Ao Final do Ano Fiscal
Sanções e Punições:		Perda das isenções de impostos	Diversas Penalidades, sendo a principal a perda do status de regime REIT	- Perda das isenções em anos que a empresa não atinja os requerimentos de distribuição	Diversas Penalidades, sendo a principal a perda do status de regime REIT	Diversas Penalidades, sendo a principal a perda do status de regime REIT

O índice utilizado para comparação com o **FII-BR** será o índice da EPRA/NAREIT, EPRA/NAREIT Germany REITs, que pode ser encontrado no site do EPRA⁵.

3. Risco

Segundo BERNSTEIN [1997] estudos sérios a respeito do risco começaram no Renascimento, quando as pessoas se libertaram das restrições do passado e desafiaram abertamente as crenças consagradas. Desde então muito tem se desenvolvido nessa área. Passando por MARKOWITZ

⁵ EPRA (European Public Real Estate Association) é uma associação europeia que visa promover, desenvolver e representar o mercado de Real Estate Europeu, mais informações em www.epra.com.

[1952] onde risco foi traduzido pela variância ou desvio padrão ao redor de uma média, depois por SHARPE [1964], onde foi apresentado o CAPM (Capital Asset Pricing Model), onde o risco de um ativo para um investidor é o risco que este ativo acrescenta à carteira de mercado.

3.1. Risco do Mercado Financeiro

Segundo ROSS et al.[2010], o risco, no mercado financeiro, pode ser conceitualmente dividido em dois tipos básicos, o risco diversificável e o risco não diversificado. O primeiro refere-se aos riscos que afetam um número pequeno de empresas, ou seja, se algo der errado apenas uma ou poucas empresas serão afetadas. O segundo tipo de risco, o não diversificável refere-se aos acontecimentos de mercado, também conhecido como risco de mercado, neste caso, acontecimentos no mercado afetam a todos os participantes. Assim é importante ressaltar que a diversificação reduz apenas o risco diversificável, como o próprio nome diz. Isso se deve ao fato de que quando se diversifica um investimento, o capital total pode sofrer baixa relativa a acontecimento que afetam apenas um dos ativos que compõem a carteira, neste caso os outros ativos podem reduzir as perdas totais, porém o mesmo pode acontecer quando uma boa notícia afeta positivamente o valor de somente um ativo, os outros, não sendo afetados, impedirá que os ganhos aumentem na mesma proporção que aumentarão para o ativo que foi afetado pela boa notícia.

3.2. Risco do Mercado dos Fundos de Investimento Imobiliário

No caso do mercado de Real Estate, sendo os fundos de investimento imobiliário, como são relativamente novos no mercado, ainda apresentam muitos fundos que são 100% dependentes de um único ativo, seja um edifício de escritórios ou um shopping Center, assim qualquer problema que venha a sofrer o empreendimento em questão, pode afetar o rendimento do fundo, chegando a casos extremos a exigir que o cotista aporte recursos para evitar a quebra do fundo.

4. Dados

Os dados para realizar este artigo foram coletados de sites especializados, institucionais e governamentais. O período analisado foi de janeiro de 2005 a dezembro de 2010. O tempo contempla diversos acontecimentos na economia, sendo os mais marcantes, a estabilidade econômica vivida pelo Brasil desde 2005, a crise mundial de 2008 e ainda a retomada do crescimento econômico apresentado entre os anos de 2009/2010.

Para escolha dos **FII**s que farão parte da Carteira Hipotética, foram selecionados os Fundos com a seguinte ordem:

- a. Mínimo de 3 meses em negociação na **BOVESPA**
- b. Ou Patrimônio Líquido Maior que R\$ 40.000.000 ou Lançamento Anterior a Novembro de 2008.

Devido a dificuldades para conseguir dados referentes aos fundos de investimento imobiliários, somente os fundos com dados disponíveis completos desde o momento da sua criação foram incluídos no processo de seleção da carteira hipotética. Desta forma a carteira hipotética se iniciará em janeiro de 2005 com um único fundo e atingirá em setembro de 2010 a seleção de 15 **FII**s participantes, sendo estes **FII**s apresentados na tabela 3 e a evolução da carteira pode ser acompanhada no gráfico 1.

Tabela 3: Carteira de Fundos Imobiliários - FONTE: BOVESPA; CVM – Fevereiro/2011.

Nº	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOB	CÓDIGO	TIPOLOGIA
1	BB FII PROGRESSIVO	BBF11B	COMERCIAL
2	FII ANCAR IC	ANCR11B	SHOPPING
3	FII ANHANGUERA EDUCACIONAL	FAED11B	EDUCACIONAL
4	FII CAIXA CEDAE	CXCE11B	COMERCIAL
5	FII CAMPUS FARIA LIMA - INSPER	FCFL11B	EDUCACIONAL
6	FII ED ALMIRANTE BARROSO	FAMB11B	COMERCIAL
7	FII EUROPAR	EURO11	INDUSTRIAL
8	FII GWI CONDOMÍNIOS LOGÍSTICOS	GWIC11	LOGÍSTICA
9	FII HOTEL MAXINVEST	HTMX11B	HOSPEDAGEM
10	FII MAX RETAIL	MAXR11B	SHOPPING
11	FII NOSSA SENHORA DE LOURDES	NSLU11B	HOSPITAL
12	FII SHOPPING PATIO HIGIENOPOLIS	SHPH11	SHOPPING
13	FII SHOPPING WEST PLAZA	WPLZ11B	SHOPPING
14	FII TORRE ALMIRANTE	ALMI11B	COMERCIAL
15	FII TORRE NORTE	TRNT11B	COMERCIAL

Os dados que serão utilizados na análise foram encontrados nos sites da NAREIT (www.nareit.com), da EPRA (www.epra.com), da Global Property Research (www.globalpropertyresearch.com) e da IEIF (www.ieif.fr). Foram coletados os seguintes índices e outras informações como: evolução da capitalização de mercado dos sistemas e números de empresas. Os índices escolhidos estão apresentados na tabela 4.

Tabela 4 – Índices Escolhidos – FONTE: NAREIT; EPRA; GPR; IEIF [2010]

País	Índice Escolhido
Estados Unidos	FTSE NAREIT US Real Estate Index - Composite REITs - US-REIT
França	Euronext IEIF SIIC France
Reino Unido	GPR 250 REIT Index - Reino Unido
Alemanha	EPRA/NAREIT Germany REITs - Alemanha

5. Metodologia

Primeiramente foram coletados os dados dos 15 FIIs, onde foram observados principalmente:

- a. Participação de cada fundo i na *Carteira Hipotética*:

E para o cálculo do retorno da *Carteira Hipotética*, será utilizado a seguinte metodologia para determinar o peso de cada fundo no portfólio da carteira:

Onde:

W_i = Participação do fundo i no Portfólio

W_T = Participação de todos os fundos no Portfólio

V_{i_t} = Valor de mercado do fundo i

V_T = Valor total de mercado do Portfólio

$$W_T = 1,00$$

Equação 1

- b. Rendimento Distribuído (Distribuição de Lucros - DL);

Observaram-se os dividendos distribuídos pelos fundos em cada período t .

- c. Valor último valor de negociação da cota do fundo;

Como valor da cota de cada fundo será utilizado o último valor negociado em cada período t , este valor foi obtido junto a BOVESPA.

d. Rentabilidade:

Para o Calculo da rentabilidade de cada fundo será utilizado a seguinte metodologia, onde será considerado que o investidor ao final de cada período t venderá toda sua participação nos fundos pelo preço em t, entretanto sendo considerado que o preço de compra será o do período t-1, desta forma acrescentando o valor da distribuição de lucros têm-se:

Onde:

t = tempo

DL_{it} = Distribuição de Lucros do fundo i no período t

P_{it} = Preço da cota do fundo i no período t

P_{it-1} = Preço da cota do fundo i no período t-1

Equação 2

Desse forma a Rentabilidade mensal da Carteira Hipotética será:

Equação 3

$$R_c = \sum_{i=1}^{15} \left(\left(\frac{P_{it} * Cotas + DL_{it}}{P_{it-1} * Cotas} - 1 \right) * W_i \right)$$

e. Dividend Yield:

Equação 4

$$DY_{it} = \frac{DL_{it}}{P_{it} * Cotas}$$

Sabendo que o mercado de Real Estate, seja o **FIIs**, seja os **US-REIT** apresentam baixa liquidez, conforme BERTIN, KOFMAN, MICHAJLUK E PRATHER [2005], “Desde que os US-REIT são transacionados publicamente, eles possuem uma maior liquidez que um investimento direto em Real Estate, entre tanto, devido a sua característica institucional, os US-Reit não podem ser um perfeito substituto para recursos livres em capital.”. E ainda que estes mecanismos foram criados com a intenção de atrair investidores de pequeno e médio porte, que antes não conseguiam investir no mercado de Real Estate devido aos altos custos necessários para investir diretamente na construção de empreendimentos imobiliários.

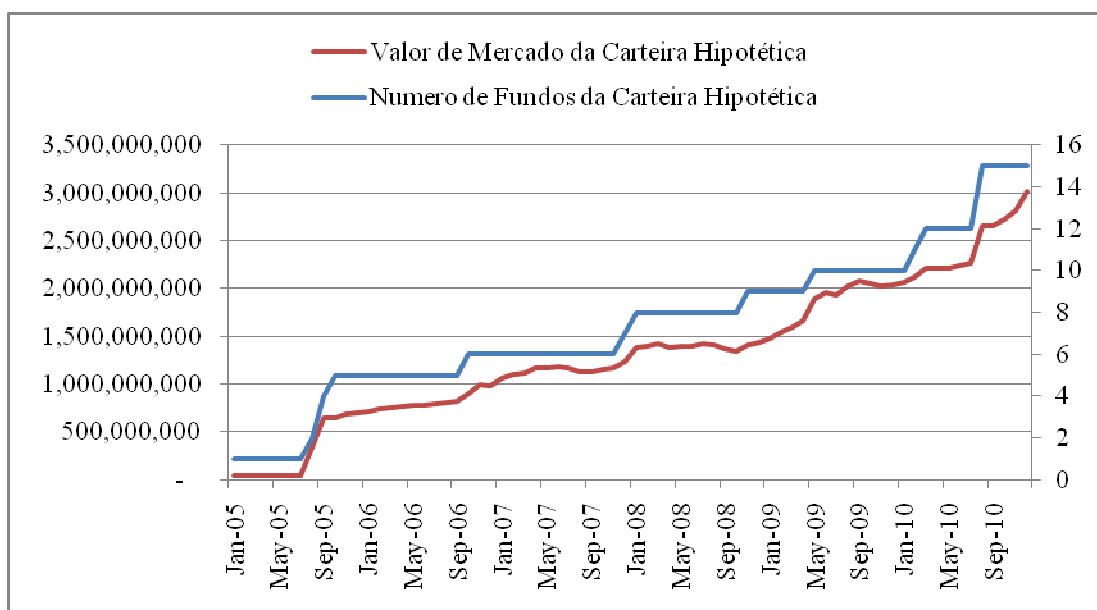


Gráfico 1 – Evolução da Carteira Hipotética do mercado dos FIIs

6. Análise dos Resultados

Após a montagem da carteira hipotética dos **FII**s, observaram-se os seguintes resultados para a Rentabilidade Média conforme gráfico 2 que foi calculado utilizando-se da equação 3:

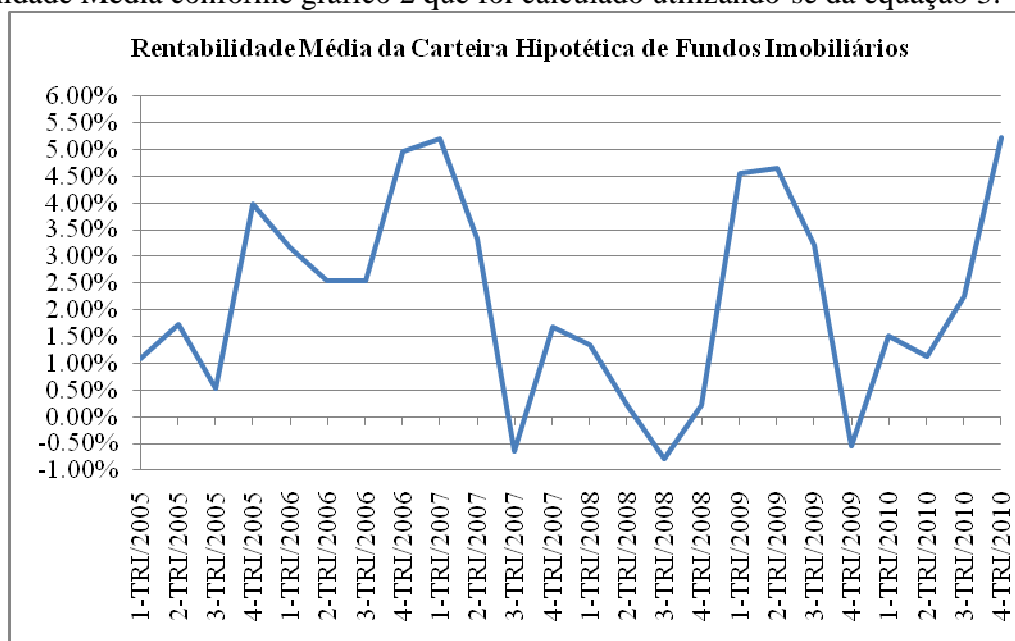


Gráfico 2 - Rentabilidade da Carteira Hipotética de Fundos Imobiliários - Fonte: Autor

Outra observação importante dos resultados da análise é o comportamento da rentabilidade da Carteira Hipotética, onde mesmo no ano de 2008, quando a crise norte-americana afetou o desempenho de quase todos os mercados no mundo, ainda sim no acumulado do ano de 2008 é de 3,00%. E considerando os demais anos, é possível verificar que a carteira mantém um desempenho positivo, mesmo com a entrada de mais FII's na carteira.

Analisando o Dividend Yield da carteira, lembrando que o **FII**s é isento de imposto de renda, quanto ao rendimento distribuído, o DY pago pela carteira por ano está representado na tabela 5.

Tabela 5 - Tabela da distribuição de rendimentos acumulado por ano - Fonte: Autor

Carteira Hipotética	
Ano	Dividend Yield
2005	11,52%
2006	11,71%
2007	9,20%
2008	9,41%
2009	8,69%
2010	7,83%

Observando o DY da tabela 5, percebe-se que o DY está caindo com o passar dos anos, principalmente devido à valorização obtida pelas cotas dos **FII**s, isso demonstra uma tendência apresentada pelo preço dos imóveis em especialmente das grandes capitais que sofreram nos últimos anos um aumento no seu preço de venda de aproximadamente 30%.

Para avaliar o desempenho da Carteira Hipotética frente aos outros investimentos escolhidos, os dados serão organizados por trimestre e estão apresentados na tabela 6. Analisando a tabela 6, percebe-se que a rentabilidade da Carteira Hipotética dos **FII**s segue uma tendência de alta que se diferencia dos demais investimentos, dado o momento vivido pela construção civil no Brasil,

onde os preços dos imóveis, dos insumos relacionados à construção civil e da mão de obra estão em alta, às cotas dos **FII**s captaram este efeito. Ao captar este efeito pode-se dizer que os **FII**s começaram a ter uma livre flutuação no preço de suas cotas negociadas no mercado secundário. Observando os outros sistemas, observa-se que os impactos profundos que a crise mundial de 2008 causou no desempenho do mercado de Real Estate internacional, mas também justamente nos anos de 2009 e 2010 é possível verificar a retomada dos índices como um todo.

Tabela 6 - Comparação entre investimentos

Fundos	Carteira Hipotética de Fundos Imobiliários	US-REIT	SIIC	UK-REIT	G-REIT
Mês	Fundos Imobiliários	FTSE NAREIT US Real Estate Index - Composite REITs	Euro next IEF SIIC France	GPR 250 REIT Index - Reino Unido	EPRA/NAREIT Germany REITs - Alemanha
1-TRI/2005	1,09%	-2,51%	2,41%	-	-
2-TRI/2005	1,73%	4,32%	4,81%	-	-
3-TRI/2005	0,54%	0,74%	3,04%	-	-
4-TRI/2005	3,98%	0,46%	-1,04%	-	-
1-TRI/2006	3,16%	4,48%	6,68%	-	-
2-TRI/2006	2,54%	-0,28%	-1,60%	-	-
3-TRI/2006	2,54%	2,79%	5,96%	-	-
4-TRI/2006	4,95%	3,09%	5,94%	-	-
1-TRI/2007	5,20%	0,82%	2,32%	-1,47%	-
2-TRI/2007	3,33%	-2,92%	-3,42%	-4,45%	-
3-TRI/2007	-0,63%	0,32%	-1,82%	-2,43%	-
4-TRI/2007	1,67%	-4,12%	-3,80%	-4,81%	-
1-TRI/2008	1,34%	-0,14%	0,53%	0,69%	-
2-TRI/2008	0,23%	-1,42%	-3,80%	-7,40%	-
3-TRI/2008	-0,79%	1,40%	-2,60%	-1,64%	-
4-TRI/2008	0,22%	-12,06%	-9,01%	-17,94%	-
1-TRI/2009	4,55%	-10,55%	-5,55%	-11,65%	-
2-TRI/2009	4,64%	9,17%	8,82%	11,08%	21,19%
3-TRI/2009	3,21%	9,73%	12,00%	8,65%	12,50%
4-TRI/2009	-0,56%	2,89%	-0,43%	2,12%	0,86%
1-TRI/2010	1,52%	3,23%	2,57%	-2,06%	-0,07%
2-TRI/2010	1,12%	-1,09%	-2,80%	-4,89%	4,31%
3-TRI/2010	2,26%	4,05%	5,50%	6,59%	7,40%
4-TRI/2010	5,22%	2,54%	-0,49%	2,80%	0,85%
Média Retorno Rc (72 meses)	2,21%	0,62%	1,01%	-1,12%	1,96%
Média Retorno Rc (60 meses)	2,29%	0,60%	0,75%	-1,34%	2,35%
Média Retorno Rc (48 meses)	2,03%	0,12%	-0,12%	-1,67%	2,94%
Média Retorno Rc (36 meses)	1,91%	0,64%	0,39%	-1,14%	3,92%
Média Retorno Rc (24 meses)	2,74%	2,49%	2,45%	1,58%	5,88%
Média Retorno Rc (12 meses)	2,53%	2,18%	1,19%	0,61%	3,12%
VAR (% am) ²	0,036%	0,245%	0,247%	0,356%	0,256%
Risco S (% am)	1,900%	4,945%	4,969%	5,965%	5,056%

Outro fator importante é a inexistência dos G-REIT, conforme tabela abaixo representado apenas por 1 REIT alemão, demonstrando conforme alguns autores suspeitam que o sistema alemão com suas desvantagens não agradou ao investidores, e ainda no caso dos US-REIT é possível verificar a retomada do índice norte-americano que após a baixa de 2007/08, apresenta uma melhora significativa. No caso do índice Frances, observa-se a retomada do ano de 2009 foi afetada no ano de 2010, provavelmente sejam os efeitos da crise que começou em alguns países da Zona do Euro, especialmente Grécia, Portugal, Irlanda e Espanha. Este mesmo comportamento é observado na evolução do índice do Reino Unido. Verificando a correlação dos **FII**s com os outros sistemas, tabela 7, o sistema brasileiro possui uma baixa correlação com

os outros sistemas, demonstrando que ainda não possui o suficiente valor de capitalização de mercado, para atrair o investimento internacional e assim acompanhar as tendências mundiais, isto é possível verificar, pois justamente o setor imobiliário que foi fruto da crise norte-americana é um dos setores em alta da economia brasileira.

Outro importante ponto é a alta correlação apresentada entre os sistemas francês, americano e britânico, demonstrando a forte globalização destes países, indicando que estes mecanismos podem acompanhar uma determinada tendência de alta ou de baixa mundial, diferentemente dos fundos brasileiro que ainda não acompanham as expectativas do mercado mundial e sim apenas do mercado interno brasileiro.

Tabela 7 - Correlação entre os investimentos

Carteira Hipotética de Fundos Imobiliários	1,000	0,200	0,354	0,279	0,271
US-REIT	0,200	1,000	0,869	0,913	0,550
SIIC	0,354	0,869	1,000	0,828	0,549
UK-REIT	0,279	0,913	0,828	1,000	0,617
G-REIT	0,271	0,550	0,549	0,617	1,000

7. Considerações Finais

Este trabalho demonstrou o Fundo de Investimento Imobiliário como mecanismo de investimento indireto no setor de Real Estate, apresentando seu comportamento recente, através de uma amostra retirada do mercado. Ainda que tenha apresentado uma grande evolução desde 2008 quando apenas 22 fundos estavam listados contra 50 no ano de 2010, os FIIs-Br ainda necessitam de tempo para amadurecer como alternativa de investimento, em partes devido ao baixo valor de mercado capitalizado, da ordem de R\$ 8,3 bilhões, considerando o mercado de ações como referencia, onde este conta com 381 empresas com aproximadamente R\$ 1,54 trilhão de valor de mercado. Outro ponto fundamental foi a forte relação do mercado dos fundos imobiliários com a elevação apresentada pelos preços de venda dos imóveis do mercado de Real Estate, de certa forma indicando uma dependência do desempenho de valorização das cotas com o crescimento do setor imobiliário.

Avaliando o investimento no FII-Br como alternativa para o investimento internacional em Real Estate frente aos SIIC-FR, US-REIT, UK-REIT e G-REIT, eliminado o fracassado sistema alemão, o sistema brasileiro, mesmo que mais antigo que o britânico e o francês, ainda é muito menor em termos de valor de mercado, da ordem de 87, 16 e 9 vezes respectivamente.

Em termos de liquidez, a literatura como um todo atribui a este mecanismo como sendo um título de baixa liquidez, deste ponto de vista percebe-se que os FIIs com o aumento da oferta dos últimos anos ganharam uma certa liquidez, entretanto ainda não apresentam uma liquidez semelhante a americana ou francesa.

Outro ponto que deve ser levado em consideração é que somente a partir da instrução CVM 472/08 que os fundos passaram a poder tratar sua carteira de maneira ativa, comprando e vendendo imóveis no ativo do fundo através de capitalizações e distribuição do ganho

respectivamente, desta forma começam a surgir fundos multi-ativos, que de certo ponto de vista reduzem o risco do setor imobiliário, no caso de uma alta taxa de vacância de um dos imóveis. Assim dado os grandes investimentos esperados para o desenvolvimento dos empreendimentos voltados para a Copa do Mundo de 2014 e as Olimpíadas 2016, o forte momento vivido pela economia brasileiro, em especial a construção civil, o mercado de Real Estate como um todo, inclusive o dos FIIs, devem sofrer uma forte capitalização, no caso dos FIIs, deve ocorrer um aumento da participação deste mecanismo como alternativa a investidores interessados em aportar seus recursos no setor de Real Estate.

8. Referencias Bibliográficas

- AMATO, FERNANDO BONTORIM. 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 Características de Poupança. FERNANDO BONTORIM AMATO. São Paulo, 2009. 217 p. Tese (Doutoramento) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.
- BERNSTEIN, PETER L. Desafio aos Deuses: A Fascinante História do Risco. Editora Campus, 2-Edição, 1997.
- BERTIN, William J., MICHAYLUK, David, PRATHER, Laurie and KOFMAN, Paul, Intraday REIT Liquidity. Journal of Real Estate Research, Vol. 27, No. 2, 2005. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=953676>
- EICHHOLTZ PIET et KOK NILS. The Eu Reit and the internal market for Real Estate. PIET EICHHOLTZ et NILS KOK. A research report for the European Landowners' Organization, the European Property Federation, the Royal Institution of Chartered Surveyors, The European Group of Valuers' Associations, and the Urban Land Institute Europe, November 2007.
- EPRA – European Publicly Real Estate Association [online]. [visitado em junho 2011]. Available from: <<http://www.epra.com>>.
- FRITSCH, NICOLA. PREBBLE, JOHN. PREBBLE, REBECCA. A Comparison of Selected Features of Real Estate Investment Trust Regimes in the United States, the United Kingdom and Germany. NICOLA FRITSCH, JOHN PREBBLE, REBECCA PREBBLE. Bulletin for international taxation, July 2010.
- FRITSCH, NICOLA. PREBBLE, JOHN. PREBBLE, REBECCA. Real Estate Investment Trusts in the United Kingdom. NICOLA FRITSCH, JOHN PREBBLE, REBECCA PREBBLE. Bulletin for international taxation, May 2010.
- FRITSCH, NICOLA. PREBBLE, JOHN. PREBBLE, REBECCA. Real Estate Investment Trusts in Germany. NICOLA FRITSCH, JOHN PREBBLE, REBECCA PREBBLE. Bulletin for international taxation, June 2010.
- PORTO, PAOLA TORNERI. Método para Gestão de Portfólios de Investimentos em Edifícios de Escritórios para Locação no Brasil. PAOLA TORNERI PORTO. São Paulo, 2010. 280 p. Tese (Doutoramento) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.
- ROSS, Stephen A. WESTERFIELD, Randolph W. JORDAN, Bradford D. Fundamentals of corporate finance/ Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan. 9th ed. (The McGraw-Hill/Irwin. Series in finance, insurance and Real Estate)
- WUNDERLICH, ANABEL. EU REIT Future or Fiction. ANABEL WUNDERLICH. Geislingen, 2008. 167 p. Tese – University of Nürtingen.