FERNANDA MARIA FERREIRA

**FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO
- GOVERNANÇA CORPORATIVA -**

São Paulo

2011

FERNANDA MARIA FERREIRA

FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO
- GOVERNANÇA CORPORATIVA -

Dissertação apresentada à Escola Politécnica
da Universidade de São Paulo para obtenção
do título de Mestre em Engenharia.

São Paulo

2011

FERNANDA MARIA FERREIRA

**FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO
- GOVERNANÇA CORPORATIVA -**

Dissertação apresentada à Escola Politécnica
da Universidade de São Paulo para obtenção
do título de Mestre em Engenharia.

Área de Concentração: Construção Civil – Real
Estate

Orientadores:
Prof. Dr. Sérgio Alfredo Rosa da Silva
Prof. Dr. Claudio Tavares Alencar

São Paulo

2011

Este exemplar foi revisado e alterado em relação à versão original, sob responsabilidade única do autor e com a anuência de seu orientador.

São Paulo, 28 de outubro de 2011

Assinatura do autor

Assinatura do orientador

FICHA CATALOGRÁFICA

Ferreira, Fernanda Maria

Fundos de investimento imobiliário – governança corporativa / F.M. Ferreira. -- ed. rev. -- São Paulo, 2011.

211 p.

Dissertação (Mestrado) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Construção Civil.

1.Fundos de investimento imobiliário 2.Portfólio 3.Governança corporativa 4.Estratégia I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Construção Civil II.t.

*Aos meus pais, Adérito e Maria Odete, exemplos de força de vontade,
fonte de toda minha inspiração;
ao Márcio, meu companheiro, refúgio e força
durante esta jornada.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, que além de me permitir o dom sublime da vida, me concedeu inteligência e persistência para chegar até aqui.

Agradeço ao professor doutor João da Rocha Lima Jr., pelos inúmeros ensinamentos dentro e fora das salas de aula e por ser exemplo de perfeita conciliação entre atuação no mercado e na academia, mostrando que é possível desde que a busca constante seja pela excelência.

Ao professor doutor Sérgio Alfredo Rosa da Silva, meu orientador, pelos inúmeros conhecimentos transmitidos, pela paciência, pela dedicação, pela capacidade de conduzir os alunos na busca pelo conhecimento, por nem sempre me dizer o que eu queria ouvir, mas por sempre me dizer o que eu precisava ouvir; sua orientação assertiva e desafiadora foi fundamental para tornar este trabalho real.

Ao professor doutor Claudio Tavares de Alencar, pelo constante estímulo ao desenvolvimento do trabalho, pela preocupação constante com a qualidade no conhecimento obtido.

A professora doutora Eliane Monetti, pelos conhecimentos transmitidos durante as aulas, pela constante disponibilidade em auxiliar os alunos na busca por conhecimento.

Ao professor doutor Fernando Bontorim Amato, pela análise e críticas construtivas que realizou sobre este trabalho na fase de qualificação.

Agradeço aos entrevistados que tanto me auxiliaram para a conclusão da longa pesquisa realizada, seus ensinamentos foram fundamentais para o fechamento da dissertação: Carlos Martins da Kinea, Marcelo Michaluá da RB Capital, Martim Fass da Rio Bravo e Rodrigo Machado e João da Costa Ferreira Neto da Brazilian Mortgages, a todos agradeço imensamente.

Agradeço de coração à minha família, que compreendeu os inúmeros momentos que eu estive ausente; até mesmo quando preocupados com minha saúde souberam respeitar minhas escolhas e apoiar a minha luta.

Um agradecimento especial a todos que acreditaram que eu podia, até nos momentos que eu mesma duvidei. Um desafio sempre nos mostra que podemos muito mais do que imaginamos.

*“A fê é o fundamento da esperança,
é uma certeza a respeito do que não se vê.”*

Hebreus 1:11

RESUMO

Atualmente no Brasil, é possível observar um movimento no mercado dos FIIs (Fundos de Investimento Imobiliário). Este movimento inclui desde alterações recentes na regulamentação, nos prospectos e regulamentos como alterações nos novos tipos que têm sido ofertados no mercado. Além disso, este mercado está em uma fase de grande expansão, no cenário nacional. O ambiente econômico nacional e internacional têm propiciado uma busca por alternativas de investimento, e o FII possui características muito relevantes. Em um mercado cada vez mais pulverizado e mais negociado em bolsa de valores, os critérios de Governança Corporativa se tornam peça fundamental para qualquer tipo de investimento, com seus diversos aspectos, representa transparência, equidade no tratamento e prestação de contas. Itens fundamentais requeridos pelo investidor atual, que busca diversificar seu risco em veículos de investimento transparentes e com retorno considerável. Diante do momento econômico do mercado, da movimentação dos FIIs e da relevância dos critérios de Governança Corporativa, surge o presente estudo. Analisando as alterações no ambiente de investimento FII, com base em seus prospectos, regulamentos e na própria regulamentação, é possível identificar como seus critérios de Governança Corporativa estão atualmente. Comparando os critérios presentes nos FIIs com os critérios presentes em outros ambientes de investimento nacionais é possível identificar o seu posicionamento no mercado. A partir das evidências coletadas nos itens anteriores o estudo buscou validá-las através da realização de entrevistas com gestores. O presente trabalho conclui como as alterações dos critérios de Governança Corporativa influenciam o posicionamento dos FIIs no mercado, quais alterações ainda podem ser feitas para aumentar sua flexibilidade e discute os reflexos de alterações de Governança Corporativa em ambientes de investimento.

Palavras-chave: fundos de investimento imobiliário, FII, portfólio, governança corporativa, estratégia.

ABSTRACT

Presently in Brazil, it is possible to observe a movement in the markets for real estate investment funds. This movement includes since recent changes in legislation, in prospects and regulations as well as changes in the new types that have been offered on the market. Furthermore, this market is undergoing a major nationwide expansion. The international and national economic environment has encouraged a pursuit for alternative investments, and the real estate investment funds offer very relevant features. In an increasingly segmented market and mostly traded on the stock market, the criteria for corporate governance become key elements for any type of investment, with their several aspects, represents transparency, fairness in treatment and accountability. Fundamental items required by today's investors, which seeks diversify their risk through transparent in investment vehicles and obtain substantial profit. Given the economic moment of the market, of real estate investment funds movement and the relevance of the criteria for corporate governance, surfaces the present study. Analyzing the changes in investment environment of real estate investment funds, based on their prospects, legislation and own regulations, it is possible to identify how their corporate governance criteria are currently. Comparing the present criteria in investment funds with other criteria present in national investment environments it is possible to identify their new positioning in the market. From the evidence collected in the previous items this study sought to validate them by conducting interviews with managers. This present study concludes how the changes to the criteria of corporate governance have influence the placement of real estate investment funds in the market, which changes can be done to improve their flexibility and discuss changes corporate governance reflection on investment environment.

Keywords: real estate investment funds, portfolio, corporate governance, strategy.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 – Visão Geral da Metodologia.....	16
Tabela 2- Segmentação dos FIIs por Ativo Investido	22
Tabela 3 - Volume de Patrimônio Líquido dos FIIs em 2011	38
Tabela 4– Razões Fundamentais para o Despertar da Governança Corporativa.....	60
Figura 5– Sistema de Governança Corporativa.....	63
Tabela 6– Síntese da Regulamentação - Item Propriedade	74
Tabela 7– Síntese da Regulamentação - Item Conselho de Administração	75
Tabela 8 – Síntese da Regulamentação - Item Regras de Distribuição e Dispersão	76
Tabela 9– Síntese da Regulamentação - Item Gestão.....	76
Tabela 10– Síntese da Regulamentação - Item Conselho Fiscal	77
Tabela 11 – Síntese da Regulamentação - Item Auditoria Independente.....	77
Tabela 12– Síntese da Regulamentação - Item Conduta e Conflito de Interesses	78
Tabela 13– Análise Comparada da Regulamentação	79
Tabela 14– Síntese da Documentação - Item Propriedade	80
Tabela 15– Síntese da Documentação - Item Conselho de Administração	81
Tabela 16– Síntese da Documentação - Item Regras de Distribuição e Dispersão	82
Tabela 17– Síntese da Documentação - Item Gestão	83
Tabela 18– Síntese da Documentação - Item Conselho Fiscal.....	84
Tabela 19– Síntese da Documentação - Item Auditoria Independente	84
Tabela 20– Síntese da Documentação - Item Conduta e Conflitos de Interesses.....	85
Figura 22– Mapa de Abrangência das Instâncias Decisórias e Respectivas Questões.....	93
Figura 23– Itens de Governança Corporativa e Elaboração das Questões	94
Figura 24– Fluxograma do Questionário.....	95
Tabela 25– Itens de Governança x Instrumentos de Tratamento Utilizados.....	96
Tabela 26– Síntese da Visão dos Entrevistados - Item Propriedade	98
Tabela 27– Síntese da Visão dos Entrevistados - Item Conselho de Administração	99
Tabela 28– Síntese da Visão dos Entrevistados - Item Regras de Distribuição e Dispersão .	100
Tabela 29– Síntese da Visão dos Entrevistados - Item Gestão.....	101
Tabela 30– Síntese da Visão dos Entrevistados - Item Conselho Fiscal	102
Tabela 31– Síntese da Visão dos Entrevistados - Item Auditoria Independente.....	102
Tabela 32– Síntese da Visão dos Entrevistados - Item Conduta e Conflito de Interesses	103
Tabela 33– Síntese da Visão dos Entrevistados - Item Mercado	104

Tabela 34– Análise Comparada das Entrevistas.....	105
Tabela 35– Pontos de Discussão dos Itens de Governança Corporativa.....	110
Figura 36 – Características Intrínsecas aos Ambientes de Investimento e as Relações de Governança Corporativa.....	113

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1. INTRODUÇÃO	13
1.2. JUSTIFICATIVA	14
1.3. OBJETIVO.....	15
1.4. METODOLOGIA	15
1.5. ESTRUTURA	25
2 AMBIENTES DE INVESTIMENTO EM REAL ESTATE.....	27
2.1. INTRODUÇÃO	27
2.2. AMBIENTE DE INVESTIMENTO NOS EUA - REIT	27
2.3. AMBIENTE DE INVESTIMENTO NO BRASIL - FII	35
3 INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO.....	40
3.1. FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	40
3.1.1. <i>Introdução</i>	40
3.1.2. <i>Histórico</i>	41
3.1.3. <i>Características</i>	42
3.1.4. <i>Estrutura Organizacional</i>	43
3.1.5. <i>Regulamentação</i>	45
3.2. FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES	47
3.2.1. <i>Introdução</i>	47
3.2.2. <i>Histórico</i>	48
3.2.3. <i>Características</i>	48
3.2.4. <i>Estrutura Organizacional</i>	50
3.2.5. <i>Regulamentação</i>	52
3.3. SOCIEDADE ANÔNIMA DE REAL ESTATE.....	53
3.3.1. <i>Introdução</i>	53
3.3.2. <i>Histórico</i>	53
3.3.3. <i>Características</i>	54
3.3.4. <i>Estrutura Organizacional</i>	54
3.3.5. <i>Regulamentação</i>	55

4 GOVERNANÇA CORPORATIVA	58
4.1. CRITÉRIOS DE ANÁLISE	58
4.1.1. <i>Introdução</i>	58
4.1.2. <i>Histórico</i>	59
4.1.3. <i>Principais Objetivos</i>	60
4.1.4. <i>Governança Corporativa no Brasil</i>	61
4.1.5. <i>Código de Melhores Práticas (IBGC)</i>	62
4.1.6. <i>Recomendações sobre Governança Corporativa (CVM)</i>	64
4.1.7. <i>Novo Mercado (BM&FBovespa)</i>	65
4.1.8. <i>Nível de Governança Corporativa 1 (BM&FBovespa)</i>	67
4.1.9. <i>Nível de Governança Corporativa 2 (BM&FBovespa)</i>	68
4.2. IDENTIFICAÇÃO DOS CRITÉRIOS	69
4.2.1. <i>Introdução</i>	69
4.2.2. <i>Identificação dos Critérios de Análise</i>	69
5 ANÁLISE COMPARADA	72
5.1. INTRODUÇÃO	72
5.2. SÍNTESE DA REGULAMENTAÇÃO E ANÁLISE COMPARADA	74
5.3. SÍNTESE DA DOCUMENTAÇÃO E ANÁLISE COMPARADA	80
5.4. REFERÊNCIA INTERNACIONAL - REITS	89
6 ENTREVISTAS	91
6.1. INTRODUÇÃO	91
6.2. QUESTIONÁRIO	93
6.2.1. <i>Método de Elaboração do Questionário</i>	93
6.2.2. <i>Questionário do Gestor</i>	95
6.3. ENTREVISTAS	95
6.3.1. <i>Método de Condução das Entrevistas</i>	95
6.4. ENTREVISTADOS	97
6.4.1. <i>Empresas</i>	97
6.4.2. <i>Entrevistas com Gestores/ Administradores</i>	98
7 CONCLUSÕES	109
8 BIBLIOGRAFIA	120

APÊNDICES	128
APÊNDICE A – QUESTIONÁRIO - VISÃO DOS GESTORES DE FIIS	128
APÊNDICE B – ENTREVISTAS	130
<i>Apêndice B1 - Entrevista 1</i>	<i>130</i>
<i>Apêndice B2 - Entrevista 2</i>	<i>132</i>
<i>Apêndice B3 - Entrevista 3</i>	<i>135</i>
<i>Apêndice B4 - Entrevista 4</i>	<i>138</i>
<i>Apêndice B5 - Entrevista 5</i>	<i>141</i>
ANEXOS	144
ANEXO A – REGULAMENTAÇÃO FII	144
ANEXO B - REGULAMENTAÇÃO FIP	154
ANEXO C – REGULAMENTAÇÃO SA	159
ANEXO D – DOCUMENTAÇÃO FII	169
<i>Anexo D1 - HG Real Estate – Fundo de Investimento Imobiliário</i>	<i>169</i>
<i>Anexo D2 - BC Fundo de Fundos de Investimentos Imobiliários</i>	<i>174</i>
<i>Anexo D3 - Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis.....</i>	<i>177</i>
<i>Anexo D4 - Fundo de Investimento Imobiliário Continental Square Faria Lima ...</i>	<i>180</i>
<i>Anexo D5 - Kinea Renda Imobiliária Fundo de Investimento Imobiliário</i>	<i>183</i>
ANEXO E – DOCUMENTAÇÃO FIP.....	188
<i>Anexo E1 - Prosperitas II Fundo de Investimento em Participações.....</i>	<i>188</i>
<i>Anexo E2 - Kinea I Real Estate Equity Fundo de Investimento em Participações ..</i>	<i>193</i>
ANEXO F – DOCUMENTAÇÃO SA	198
<i>Anexo F1 - BR Properties S.A.</i>	<i>198</i>
<i>Anexo F2 - BR Malls SA.....</i>	<i>206</i>

1 INTRODUÇÃO

1.1. Introdução

Observa-se atualmente no Brasil, um mercado que caminha para uma grande expansão: os FIIs - fundos de investimento imobiliário. Alguns fatores propiciam este movimento: a estabilidade econômica observada desde a década de 90 com o controle da inflação, avanços nas leis que regulam o setor imobiliário e os investimentos externos que aumentaram principalmente nos últimos anos, reflexo de crises econômicas em países desenvolvidos e do aumento da atratividade do Brasil, um país emergente em desenvolvimento.

Estes fatores e a situação que se encontram, criam uma demanda por investimentos com determinadas características.

À medida que a inflação aumenta, implica em um reajuste de aluguéis, portanto o lastro da maioria dos FIIs sofre o reflexo, por este motivo é um ambiente de investimento considerado com maior proteção à inflação. Em momentos de crises econômicas, os investimentos com lastro em imóveis sofrem impactos menos relevantes do que os investimentos em empresas, onde a variação das ações nestas situações é muito significativa.

É neste contexto que aparece o FII, 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. 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.

De outro lado, os fundos de investimento imobiliário existentes atualmente no Brasil passam por uma transformação, demonstrando adaptação ao novo mercado. 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

¹ CVM – Comissão de Valores Mobiliários

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 alterações, verificamos seu cenário atual em relação a outros ambientes 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.

Para esta análise, o presente estudo trata de exploração de empreendimentos de base imobiliária por meio de FIIs, diferentemente de Amato (2009), em que a pesquisa trata da implantação de empreendimentos de base imobiliária por meio de FIIs.

1.2. Justificativa

Nos capítulos seguintes, além da pesquisa será apresentado um breve resumo dos FIIs no Brasil e o dos REITs nos EUA. Em comparação com outros países é possível verificar que o volume de recursos alocados no setor no Brasil ainda é baixo, conforme é discutido no Capítulo 2. Desta forma fica evidente que há potencial para aumento de investimentos no setor.

Buscando este aumento, os instrumentos de investimento vêm se transformando para competir não só nacionalmente, mas também internacionalmente, diante dos novos mercados e investidores internacionais.

O presente estudo teve o propósito de avaliar como a Governança Corporativa influencia no posicionamento do FII no mercado, as alterações que podem ser feitas e os reflexos de alterações em ambientes de investimento. Esta análise e suas conclusões podem servir de base para identificar não só se o FII adquiriu determinadas características, como verificar os itens ainda não modificados e que necessitam de modificação.

Permite identificar se alterações são positivas ou negativas e sob qual ótica, do gestor ou do investidor. Essa discussão cresce e toma proporções de debate conforme se aprofunda a análise do tema Governança Corporativa.

1.3. Objetivo

Com a aplicação da metodologia apresentada adiante, pretendeu-se atingir o principal objetivo do presente estudo:

O presente trabalho conclui como as alterações dos critérios de Governança Corporativa são capazes de influenciar o posicionamento dos FIIs no mercado, quais alterações ainda podem ser feitas para aumentar sua flexibilidade e discute os reflexos de alterações em Governança Corporativa em ambientes de investimento.

- Avaliar como as alterações dos critérios de Governança Corporativa influenciam o posicionamento do FII no mercado;
- Avaliar quais alterações podem ser feitas na Governança Corporativa dos FIIs;
- Discutir os reflexos de alterações de Governança Corporativa em ambientes de investimento;

O crescimento ou não dos FIIs a partir dos novos critérios de Governança Corporativa, não foi objeto da pesquisa, apenas houve questionamento sobre o assunto para os entrevistados (gestores).

1.4. Metodologia

Esta pesquisa foi desenvolvida seguindo a metodologia apresentada no Quadro-1 a seguir, que contempla toda a estrutura, que será demonstrada detalhadamente ao longo deste capítulo.

A metodologia inicialmente contempla pesquisa bibliográfica quanto ao corpo de conhecimento tema da pesquisa. Para a análise das alterações no FII foi realizada uma pesquisa sobre Governança Corporativa, que possibilitou a realização da análise comparada. Esta análise foi necessária para identificar os itens de Governança Corporativa no ambiente de investimento de análise e nos ambientes de comparação. Posteriormente foram identificados, dentro da Governança Corporativa, os critérios para o estabelecimento de comparações. Antes da análise comparada, foi feito um levantamento dos critérios na regulamentação e nos documentos dos ambientes de investimento. Para completar foram pesquisados mais dois ambientes de investimento nacionais (FIP) e (SA). A análise contempla ainda entrevistas com gestores do mercado. Elas complementam as evidências encontradas com a análise comparada. A última etapa apresenta as conclusões.

Quadro 1 – Visão Geral da Metodologia
Fonte: elaborado pela autora

As cinco primeiras etapas compõem a 1ª fase da pesquisa e as quatro etapas posteriores compõem a 2ª fase da pesquisa, ou especificamente neste estudo, a Análise Comparada. Na seqüência, as etapas são descritas detalhadamente.

1ª Fase

As etapas que compõem a primeira fase do presente estudo são fundamentais para a composição de informações a respeito do tema e principalmente para fornecer os dados para a análise comparada.

1) Pesquisa Bibliográfica

Na primeira etapa do estudo foi realizada uma pesquisa bibliográfica, com a finalidade de reunir aspectos relacionados à estrutura e operação dos instrumentos de investimento de análise e de comparação.

Conforme Yin (2010), o processo da pesquisa começa com uma revisão minuciosa da literatura e com a proposição cuidadosa e atenta das questões ou objetivos.

A composição deste corpo de conhecimento inclui:

- Estudos já desenvolvidos sobre o setor de real estate;
- Dados sobre os instrumentos de investimento analisados;
- Informações sobre o tema Governança Corporativa;

A análise foi desenvolvida sobre este embasamento teórico.

A seguir estão indicadas as fontes de pesquisa que foram consultadas e/ ou utilizadas:

- Obras de referência da área de real estate e Governança Corporativa;
- Periódicos científicos da área de real estate, nacionais e internacionais, especificamente sobre FIIs e Governança Corporativa;
- Teses, dissertações e monografias da área de real estate, especificamente sobre FIIs;
- Teses, dissertações e monografias da área de administração e finanças, especificamente sobre FIIs, Governança Corporativa;
- Regulamentação nacional, especificamente sobre FIIs;
- Prospectos e Regulamentos, especificamente dos FIIs, FIPs e Estatuto Social das SAs;
- Pesquisa de estudos em órgãos do governo e instituições públicas das áreas relacionadas;

Inicialmente o levantamento das características dos instrumentos de investimento em análise foi pesquisado em livros, instruções da CVM, boletins técnicos e artigos já publicados relacionados ao tema, e posteriormente feitos a partir dos ambientes de investimento disponíveis no mercado.

Segundo Yin (2010), esta revisão da literatura é um meio para o fim, e não – como muitos foram ensinados a pensar – um fim em si mesmo.

2) Corpo de Conhecimento (delimitação de área de estudo)

Esta etapa buscou descrever os limites da pesquisa em que o problema está contido, desde a mais abrangente até a mais específica. Para melhor compreensão foram levantadas características do mercado, referentes aos:

- Tipos de mercado, descrição da economia, onde está inserido o instrumento de investimento em análise e o instrumento de investimento parâmetro;

Características dos instrumentos de investimento:

- Tipos de instrumentos de investimento, descrição geral dos tipos de instrumento de investimento disponíveis no mercado, dentro da área de real estate, analisadas no estudo;

Para melhor situar o assunto, foi feito um breve levantamento de ambientes de investimento de real estate² no Brasil e nos EUA. Este breve relato é fundamental para a compreensão do assunto e do tema dentro da economia e indicar, conseqüentemente, a sua relevância.

Nesta etapa é indicado o volume de recursos que o setor de real estate movimenta, especificamente através do instrumento de investimento em análise. Para o Brasil o levantamento dos dados inclui a demonstração do volume de recursos alocado em FIIs.

3) Identificação do Problema de Pesquisa

A partir das mudanças na respectiva regulamentação, de um movimento de novos FIIs no mercado, exibindo um modelo diferente do utilizado até então e de alterações nos prospectos e regulamentos existentes; surgiu o objetivo da pesquisa, na busca de:

- Avaliar como as alterações dos critérios de Governança Corporativa influenciam o posicionamento do FII no mercado;
- Avaliar quais alterações podem ser feitas na Governança Corporativa dos FIIs;
- Discutir os reflexos de alterações de Governança Corporativa em ambientes de investimento;

Por este motivo, a identificação do tema de pesquisa, engloba a etapa da pesquisa em que se define o caminho que a pesquisa deve percorrer.

4) Critérios de Análise de Governança Corporativa

Para a obtenção da solução do problema de pesquisa, identificação da Governança Corporativa em FIIs, foi realizada análise comparada, descrita na etapa adiante. Parte deste estudo corresponde à análise comparada, que utilizou os principais itens de Governança Corporativa. Nesta etapa, 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 feita através de critérios, visando estabelecer uma

² As questões sobre diferenças de economias e de mercados são consideradas ao longo de todo o estudo para proporcionar as devidas ponderações, nos momentos de comparações e analogias.

matriz para o ambiente de investimento de análise e para os ambientes de comparação, entendendo-se os critérios como capazes de medir flexibilidade e posicionamento no mercado.

5) Identificação dos Critérios de Análise

Concluída a pesquisa sobre Governança Corporativa, seus aspectos mais relevantes foram identificados a partir de documentos que tratam o tema e que foram selecionados para o estudo .

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.

A relação de itens possibilita:

- Identificar as alterações na regulamentação em vários aspectos;
- Respectivos reflexos na Governança Corporativa dos FIIs;
- Possibilidade de comparação com outros instrumentos de investimento, nacional e internacional;

2ª Fase

As etapas que compõem a 2ª fase do presente estudo correspondem à elaboração da Análise Comparada. Esta fase é composta por Levantamento de Dados na Documentação, Análise Comparada especificamente, Entrevistas, Análise e Conclusão.

Para o presente estudo a metodologia de pesquisa utilizada foi elaboração de análise comparada, através da identificação dos critérios de Governança Corporativa nos ambientes de investimento de análise e de comparação.

No presente estudo, os eventos indicados e analisados estão ocorrendo no momento atual da pesquisa, o movimento no mercado e as alterações na regulamentação são recentes, e os comportamentos e reações dos FIIs e do mercado não podem ser manipulados, apenas observados.

Com a elaboração da análise, em todas as suas etapas, são evidenciados os limites e respectivas relações entre o fenômeno (alterações na Governança Corporativa dos FIIs) e o contexto (alterações na regulamentação).

Segundo Yin (2010), a força exclusiva do estudo de caso é sua capacidade de lidar com uma ampla variedade de evidências – documentos, artefatos, entrevistas e observação.

Neste caso especificamente, além da Análise Comparada que incluiu dois modelos de verificação, houve entrevistas complementares às análises realizadas.

Neste estudo foram analisadas e comparadas muitas variáveis, através de mais de uma fonte de evidência (documentação e entrevista), que devem convergir para uma análise final e conclusão.

As entrevistas foram utilizadas como instrumentos de complementação e não de validação.

6) Levantamento dos Critérios Reconhecidos

Nesta etapa os documentos foram utilizados para permitir a identificação dos critérios de Governança Corporativa, definidos conforme etapa anterior.

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

- Regulamentação dos FIIs (ao longo do período de análise);
- Documentos dos FIIs (ao longo do período de análise);
- Veículos de investimento nacional e internacional;

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

³ Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis

⁴ CSHG Real Estate Fundo de Investimento Imobiliário

no 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.

Toda esta alteração no mercado de FIIs demonstra claramente que há FIIs com perfil mais ativo do que outros, nesta pesquisa foram utilizados em sua maioria, FIIs mais ativos, considerando-se que seriam capazes de demonstrar mais claramente os itens de Governança Corporativa e seus impactos.

Conforme tabela adiante, a seleção de FIIs escolhidos para análise nesta pesquisa representa grupos de FIIs negociados na BM&F Bovespa.

O FII Kinea representa nesta pesquisa, mais 15 (quinze) fundos que tem como objetivo investir em imóveis comerciais. Os FIIs Square Faria Lima e CSHG Real Estate representam mais 13 (treze) fundos que tem como objetivo investir em imóveis de escritório. O FII Shopping Higienópolis representa 12 (doze) fundos que tem como objetivo investir em shopping center. O FII BC Fundo de Fundos representa 5 (cinco) fundos que tem como objetivo investir em ativos mobiliários.

Desta maneira os 5 (cinco) FIIs utilizados na pesquisa buscam representar a maioria dos FIIs negociados no mercado.

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

Fundo	segmento de atuação
BM CENESP	comerciais
Brazilian Capital Real Estate Fund I	comerciais
Campus Faria Lima	comerciais
Daycoval Renda Itaplan	comerciais
Dovel	comerciais
Edifício Ourinvest	comerciais
Hotel Maxinvest	comerciais
JS Real Estate Multigestão	comerciais
Opportunity	comerciais
RB Capital Renda I	comerciais
RB Capital Renda II	comerciais
Rio Bravo Renda Corporativa	comerciais
Kinea Renda Imobiliária	comerciais e logísticos
GWl Condomínios Logísticos	comerciais e industriais
São Fernando	comerciais e industriais
Europar	comerciais e industriais
Anhanguera Educacional	escola
Torre Norte	escritórios
BB Fundo de Investimento Imobiliário Progressivo	escritórios
BB Renda Corporativa	escritórios
BB Votorantim JHSF Cidade Jardim Continental Tower	escritórios
Brasília Machado	escritórios
Caixa Ceda	escritórios
CSHG JHSF Prime Offices	escritórios
Edifício Almirante Barroso	escritórios
Memorial Office	escritórios
Mercantil do Brasil	escritórios
Presidente Vargas	escritórios
Projeto Água Branca	escritórios
Torre Almirante	escritórios
Square Faria Lima	escritórios e hotéis
CSHG Real Estate	escritórios e varejistas
Hospital da Criança	hospital
Hospital Nossa Senhora de Lourdes	hospital
TRX Realty Logística Renda I	logísticos
CSHG Logística	logísticos ou industriais
Panamby	residenciais
RB Capital Agre	residenciais
RB Capital Prime Realty I	residenciais
RB Capital Desenvolvimento Residencial II	residenciais
SCP	shopping center
Shopping Pátio Higienópolis	shopping center
Via Parque	shopping center
West Plaza	shopping center
Ancar IC	shopping center
CSHG Brasil Shopping	shopping center
CSHG Desenvolvimento de Shoppings Populares	shopping center
Floripa Shopping	shopping center
Grand Plaza Shopping	shopping center
Mais Shopping Largo 13	shopping center
MSL 13	shopping center
Parque Dom Pedro Shopping Center	shopping center
RB Capital General Shopping Sulacap	shopping center
Excellence	valores mobiliários
Fator Verita	valores mobiliários
Rio Bravo Cibrasec	valores mobiliários
W.M RB Capital	valores mobiliários
BC Fundo de Fundos de Investimentos Imobiliários	valores mobiliários
CSHG Recebíveis Imobiliários BC	valores mobiliários
Max Retail	varejistas
REP 1 CCS	varejistas

Tabela 2- Segmentação dos FIIs por Ativo Investido
Fonte: elaborado pela autora

7) Análise Comparada

Realizados os Levantamentos dos Critérios de Governança Corporativa:

- Na regulamentação do FII;
- Nos documentos (prospectos, regulamentos e atas) dos FIIs;
- Na regulamentação do FIP;
- Nos documentos (prospectos, regulamentos e atas) dos FIPs;
- Na regulamentação da SA;
- Nos documentos (estatuto e atas) das SAs;

Iniciou-se a 1ª fase da Análise, que corresponde a Análise Comparada.

Nesta etapa começaram a ser comparadas as estruturas e formatações, na busca de evidenciar o objetivo central da pesquisa.

1ª Verificação – Análise Intrínseca

A Análise Comparada seguiu com a utilização dos critérios de Governança aplicados nos cenários da regulamentação e nos documentos dos FIIs. Essa verificação teve o objetivo de identificar “como” ocorreram as alterações dos critérios de Governança Corporativa do ambiente de investimento. A análise foi considerada Intrínseca porque compara dados do próprio instrumento de investimento, entre regulamentação e documentação.

Alguns dos FIIs utilizados na análise foram criados antes da alteração na regulamentação outros foram criados posteriormente, porém o mais relevante é que mesmo os criados anteriormente buscaram se adaptar as novas regras até onde era possível sem alterar a estratégia do fundo. Alguns dos novos são modelos permitidos pelos novos limites da regulamentação.

2ª Verificação – Análise Extrínseca

Identificadas as alterações na regulamentação e o quanto isso repercutiu efeitos nos FIIs, iniciou-se a etapa de análise comparada com foco de identificar o novo posicionamento no mercado. Na verificação anterior, buscou-se o “como” foram alterados. Nesta buscou-se avaliar quais alterações podem ser feitas na Governança Corporativa dos FIIs e discutir os reflexos de alterações de Governança Corporativa em ambientes de investimento;

Com base nos itens de Governança Corporativa identificados:

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

O objetivo desta análise comparada 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.

8) Entrevistas

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

Foram entrevistados cinco gestores de FIIs.

Entrevista:

O objetivo da entrevista foi obter informações complementares às evidências identificadas na análise comparada.

Os questionários contêm questões que foram elaboradas, visando manter a imparcialidade da pesquisa e evitar a indução, coação ou omissão do entrevistado diante de questões indutivas ou parciais.

Segundo Yin (2010), as entrevistas são conversas guiadas, não investigações estruturadas, mesmo existindo uma linha de investigação, a verdadeira corrente de questões, na entrevista de estudo de caso, será provavelmente fluida e não rígida.

O modelo de entrevista utilizado neste estudo foi a entrevista em profundidade. Neste caso é possível perguntar aos entrevistados sobre os fatos de um assunto, assim como suas opiniões sobre os eventos.

Os investidores não foram entrevistados neste estudo, portanto os resultados consideram a análise comparada e as informações dos gestores.

9) Conclusão

A conclusão do presente estudo foi orientada pelos objetivos inicialmente definidos e em toda a pesquisa e análise elaborada ao longo do trabalho. A pesquisa conclui como as alterações dos critérios de Governança Corporativa influenciam o posicionamento do FII no mercado, avalia quais alterações podem ser feitas na Governança Corporativa dos FIIs e discute os reflexos de alterações de Governança Corporativa em ambientes de investimento;

A coleta de dados e evidências ocorre ao longo das etapas de estudo incluindo a análise comparada e as entrevistas.

Sobre quando concluir a coleta de dados para o estudo, de acordo com Yin (2010), a coleta de dados deve ser suficiente para que:

- tenha evidência confirmatória (evidência de duas ou mais diferentes fontes) para a maioria dos tópicos principais;
- sua evidência inclua tentativas de investigar hipóteses e explicações rivais importantes.

Se os FIIs vão ou não crescer sua participação no mercado não foi objeto de estudo, apenas houve questionamentos sobre a visão dos entrevistados quanto a este assunto.

Na conclusão do presente estudo todas as fontes de evidência foram revistas e analisadas juntas, para que as evidências fossem baseadas na convergência das informações de diferentes fontes, não em dados isolados.

Para isso foram agrupadas por tema de Governança Corporativa, as evidências coletadas com a documentação e com a regulamentação. Além disso, os comentários obtidos nas entrevistas foram complementando as evidências anteriores. Nos anexos constam as informações assim como na fonte obtida. Ao longo do texto as informações são comparadas, analisadas e comentadas. A conclusão final demonstra o resumo de todas as fontes de dados utilizadas.

1.5. Estrutura

O texto foi organizado de acordo com a estrutura de capítulos e conteúdo indicada a seguir.

1 – O capítulo de Introdução demonstra a relevância do tema abordado através da sua justificativa, e indica a direção que foi adotada na pesquisa com a definição dos objetivos e da metodologia.

2 – Nesta etapa é feito um breve resumo sobre o setor de real estate no Brasil e o ambiente de investimento FII. Este capítulo contempla informações que permitem uma compreensão do cenário no qual o assunto abordado está inserido, suas limitações e tendências.

3 – Este capítulo traz informações sobre os ambientes de investimento, em análise (FII), e de comparação (FIP) e (SA). Em relação a todos os instrumentos são indicadas as informações de histórico, características, estrutura organizacional e regulamentação.

4 – Trata dos critérios de análise, para isso são fornecidas informações sobre Governança Corporativa, histórico, características e objetivos, conteúdo para o mapeamento dos critérios.

5 – Nesta etapa foi feita a identificação dos critérios de análise, a partir dos itens de Governança Corporativa.

6 – Neste capítulo é feita a análise comparada. A partir do levantamento foi realizada uma verificação que consiste na análise da regulamentação e dos documentos (prospectos e regulamentos) dos FIIs. A partir do levantamento foi realizada a verificação que consistiu na comparação entre os FIIs e os ambientes de investimento nacionais (FIP e SA). Esta foi base para identificar se os FIIs se tornaram um ambiente de investimento mais ativo e flexível no mercado, podendo competir com outros ambientes de investimento, aumentando seu grupo de investidores e conseqüentemente sua liquidez.

7 - Contempla síntese das entrevistas realizadas.

8 - Neste capítulo é apresentada a Conclusão.

9 – Indicação da bibliografia utilizada, em ordem alfabética.

O Apêndice A inclui o Questionário e o Apêndice B, inclui as Entrevistas. Os Anexos A, B e C incluem respectivamente dados da regulamentação do FII, FIP e SA e os Anexos D, E e F incluem respectivamente dados da Documentação dos FIIs, FIPs e SAs.

2 AMBIENTES DE INVESTIMENTO EM REAL ESTATE

2.1. Introdução

O setor de real estate e sua respectiva relevância movimenta as economias do mundo, geram investimento, desenvolvimento e empregos. No Brasil o setor ainda tem investimentos muito abaixo dos valores proporcionais a outros países, o que prejudica o volume de recursos disponíveis para desenvolvimento de empreendimentos. Apesar da presença dos investimentos em real estate e dos inúmeros ambientes de investimento utilizados em todo o mundo, para considerar o assunto na presente pesquisa, somente um restrito panorama é apresentado adiante, que trata dos REITs nos EUA e dos FIIs no Brasil. Este panorama tem o objetivo de introduzir referência internacional e dimensões de mercados à pesquisa.

2.2. Ambiente de Investimento nos EUA - REIT

Uma referência sempre utilizada para comparação é o mercado de REITs¹¹ nos Estados Unidos, o mercado é mais experiente em investir neste segmento e o volume mais relevante alocado em REITs no mundo. O investidor é proprietário de uma ação que lhe paga dividendos, o modelo indica inspiração para o FII.

Sobre os REITs é relevante acrescentar que segundo Rocha Lima (2001), o crescimento do mercado esteve sustentado em alguns vetores: acentuado grau de especialização, alto grau de dispersão dos portfólios, sistema de governança dos ativos e grau elevado de liquidez dos títulos.

O tema securitização imobiliária é mais desenvolvido nos mercados internacionais, do que no Brasil, reflexo de diferentes culturas e posturas dos investidores, não por falta de informações. O REIT ambiente de investimento imobiliário mais difundido e utilizado na atualidade surgiu por volta de 1960 e sofreu modificações ao longo do tempo, o que resultou no vetor que conhecemos atualmente tão presente nos Estados Unidos e em países da Europa e da Ásia.

Segundo Amato apud Eckert (2004), desde a criação do modelo do Real Estate Investment Trust (REIT) nos Estados Unidos no início dos anos 1960, um número cada vez maior de países na Europa e na Ásia tem adotado o regime dos REITs. Recentemente, a França, a Alemanha e o Reino Unido introduziram um novo regime de REITs, assim como países asiáticos, como Japão e Coreia do Sul, criaram modelos similares.

¹¹ REITs – *Real Estate Investment Trusts*

Eles são companhias de real estate, que adquirem e vendem propriedades e gerenciam seu portfólio de empreendimentos sempre com o objetivo de aumento de valor e garantia de rendimento para o acionista.

O contínuo sucesso dos REITs é um reflexo de muitos aspectos, da produção de rendimento, do potencial de crescimento, dos benefícios da diversificação, ações em carteiras de investimento balanceadas e dos benefícios da gestão profissional ativa das propriedades de real estate, da transparência e gestão de contas que são componentes essenciais da sua governança corporativa.

Considerando os pontos fortes de investimento e histórico de desempenho dos REITs, suas ações são comumente vistas como um bom investimento de longo prazo e de diversificação. A inclusão de ações de REIT em qualquer carteira de investimento é uma prudente decisão de investimento.

Atualmente, nos Estados Unidos, país onde o REIT é mais difundido e utilizado pelos investidores, é possível identificar um grande volume de recursos alocado, que aumentou consideravelmente nos últimos anos.

Os REITs são empresas que possuem e na maior parte dos casos gerenciam ativamente imóveis comerciais que produzem renda.

Estes instrumentos de investimento possuem benefícios de vários tipos, historicamente os proprietários de ações de REITs aumentaram o retorno total e/ ou reduziram o risco global tanto em portfólios de renda fixa e *equity*; as taxas de crescimento de dividendos de ações de REITs superaram a inflação da última década e o negócio dos REITs é baseado em grande parte, sobre o valor de ativos tangíveis, mais especificamente em larga escala de imóveis comerciais.

Estes fundos têm sua carteira gerida com alto grau de especialização, por investidores qualificados do setor imobiliário.

Os investidores podem comprar ações de REIT tão facilmente como compra de ações de qualquer outra empresa de capital aberto, são ações negociadas em bolsas de valores como a *New York Stock Exchange* (NYSE), Nasdaq, Bolsa de Valores Americana (AMEX), bem como diversos outros mercados (NAREIT, 2009).

Assim como os investidores em outras empresas negociadas publicamente, os acionistas de REITs recebem os rendimentos na forma de dividendos e têm a valorização do preço das ações.

Além do desempenho do investimento e benefícios de diversificação de carteira disponível a partir do investimento em REITs, eles oferecem diversas vantagens não encontradas em empresas de outras indústrias.

Estes benefícios são parte da razão dos REITs terem se tornado cada vez mais populares entre os investidores ao longo da última década.

O seu retorno é considerado confiável porque é proveniente dos aluguéis pagos pelos empreendimentos comerciais, que são referentes a contratos de locação de longos períodos.

O REIT que surgiu por volta de 1880 é muito diferente do modelo conhecido atualmente. No início os *trusts* tinham incidência de impostos se a renda fosse distribuída aos beneficiários. Por volta de 1930, a Suprema Corte decidiu que todos os veículos de investimento passivos que eram organizados e gerenciados como empresas, deveriam ter incidência de impostos como empresas (BRUEGGEMAN, FISHER, 2002).

Após a segunda guerra mundial, a necessidade de grandes somas de real estate *equity* e fundos de hipoteca, renovaram o interesse em um uso mais intensivo do REIT e uma campanha foi iniciada para alcançar considerações de tributos especiais comparáveis com as utilizadas para fundos de investimentos. Em 1960 o Congresso aprovou a legislação necessária.

Um REIT é uma companhia ou *trust* de real estate, que tem elegibilidade para qualificar sob certas provisões de taxas, que distribui para seus acionistas substancialmente todos os ganhos adicionais a todo o capital, gerado da venda ou disposição de suas propriedades.

Segundo Bruggeman e Fisher (2002), com a provisão de taxas sob o qual foi estabelecido, o REIT não pode pagar tributos sobre seus ganhos, mas os ganhos distribuídos representam renda de dividendos para seus acionistas e são tributados adequadamente. Qualquer capital distribuído é tributado com o imposto aplicável do acionista.

Em 1961 taxas especiais e benéficas sobre rendimentos foram acordadas em um novo tipo de instituição de investimento através de um *amendment* para o *Internal Revenue Code*. Sob este *amendment*, um *trust* encontra requerimentos prescritos durante o ano de incidência, com respeito à renda distribuída para os beneficiários. Então o *trust* ou associação ordinariamente tributada como uma corporação não é tributada na distribuição da renda, quando isso é qualificado para tributo especial de benefícios. Só os beneficiários pagam tributo sobre os rendimentos distribuídos.

Nos anos 1970 e 1980 houve um substancial aumento no nível de investimento dos fundos de pensão em real estate nos Estados Unidos (PAGLIARI, 2001).

Um aglomerado de fundos de real estate, CREF¹², foi desenhado para atrair investidores institucionais, particularmente os fundos de pensão.

Então se seguiu um período de expansão, quando um volume grande de recursos de capital forneceu fundos para real estate, resultando em empréstimo, capital mais abundante e real estate em valores cada vez maiores.

Segundo Brueggeman e Fisher (2002) severas medidas de reformas tributárias (*The Economic Recovery Tax Act of 1981, the Tax Equity and Fiscal Responsibility Act of 1982, and the Déficit Reduction Act of 1984*) aumentaram dramaticamente a atratividade do retorno de real estate após a tributação assim como retornos sobre títulos, obrigações e contas de investimento.

A confluência das forças deste mercado causou uma demanda sem precedentes para investir em real estate.

De 1973 a 1983, mercados de real estate ergueram-se de uma profunda recessão.

Desde 1986, um gerenciamento da atividade de restrição existia para assegurar a natureza passiva¹³ dos REITs (BRUEGGEMAN, FISHER, 2002).

Trustees, diretores, ou empregados de um REIT não tinham permissão para atuar no gerenciamento ou operação da propriedade, repassando serviços para locatários. Estas funções geralmente são feitas por um contratado independente.

Segundo Brueggeman e Fisher (2002) em 1986, a *Tax Reform Act* diminuiu as limitações gerenciais, permitindo REITs prestar manutenção e outros serviços para locatários, eliminando a necessidade para um contratado independente para funções relacionadas à propriedade como gerenciamento de propriedade. O resultado desta mudança é que os gerentes de REIT podem internalizar essas funções criando companhias de operações, fundamentalmente alterando o ambiente de investimento.

Portanto, após 1986 o REIT se tornou um ambiente muito mais atrativo para empresários de real estate, que não tem se interessado em um investimento passivo.

Até 1992, recursos de capital tradicionais de real estate estavam ausentes do mercado, nessas condições a “moderna” estrutura do REIT, gerenciamento ativo, taxas adiadas, trocas de bens,

¹² CREF (*commingled real estate fund*), o primeiro CREF foi criado no início da década de 70 para oferecer oportunidade para os fundos de pensão para investir em real estate de alta qualidade.

¹³ Natureza passiva de uma companhia é a posição no mercado de não buscar valorização de ações ou quotas, através da compra e venda de empreendimentos.

se tornou atrativo para os proprietários e investidores. O resultado foi um grande crescimento no *equity REIT*¹⁴ no mercado de capitais.

Atualmente, a maioria dos *equity REITs* gerencia ativamente seus portfólios com um esforço para aumentar seus fluxos de caixa e seus portfólios, uma entidade fundamentalmente diferente do passivo inicial. A indústria continua mudando em resposta para o mercado de real estate dinâmico resultado da alteração nas preferências dos investidores.

O grande crescimento dos REITs tem trazido uma das mais significantes mudanças nas finanças do real estate (BRUEGGEMAN, FISHER, 2002).

Ele é uma importante forma de propriedade, inclusive se tornando um importante componente de diversificação de portfólios que podem incluir títulos, obrigações e outros investimentos.

Segundo Brueggeman e Fisher (2002), gerentes de portfolio consideravam seriamente real estate como uma classe de investimento somente para longo prazo (20 anos).

Porém nos últimos anos o ambiente de investimento tem se tornado largamente viável, devido a sua forma “securitizada”, como uma ação de REIT.

Os REITs ao longo do tempo têm demonstrado um registro histórico promovendo um elevado nível de renda combinado com satisfação a longo prazo dos preços das ações, proteção da inflação e diversificação para os investidores.

Os REITs em sua maioria são compostos por propriedades arrendadas (*leasing*).

Há uma estimativa de que mais de 80% de todos os empreendimentos comerciais e propriedades de varejo são *leased* para os inquilinos. Este número é mais baixo para indústrias e propriedades de depósitos, onde é estimado que 37% são ocupados por proprietários e 63% são *leased* por usuários-inquilinos (BRUEGGEMAN, FISHER, 2002).

Para ser qualificado como um REIT, o *trust* precisa satisfazer os seguintes requerimentos:

- Requerimentos dos Ativos
 - Pelo menos 75% do valor dos ativos devem ser real estate, dinheiro e garantias do governo;
 - Não mais que 5% do valor dos ativos podem ser em garantias, se as mesmas não são incluídas sob os 75%;
 - Não pode ter mais que 10% de voto excepcional de garantia, se as mesmas não são incluídas sob os 75%;

¹⁴ Há três principais tipos de REITs: os *equity trusts*, *mortgage trusts* e *hybrid trusts*. O *equity trust* prevalecia em um primeiro período, mas durante a metade dos anos 70, o *mortgage trust* se tornou mais importante. Mais recentemente o *equity trust* tem crescido novamente em importância e é agora o tipo de REIT dominante em número e mercado de capitais. O *equity trust* adquire participação/ juros em propriedades, enquanto o *mortgage trust* adquire obrigações de hipoteca e então se torna um credor com hipoteca penhorada que dá prioridade para *equity holders*. Ao longo do tempo, políticas de investimento heterogêneas tem sido desenvolvidas com a combinação das vantagens dos dois tipos de *trusts* para se adequar à específicos objetivos de investimento. Essas combinações são chamadas de *hybrid trusts*.

- Requerimentos do Rendimento

- Pelo menos 95% da renda bruta derivada de dividendos, juros, aluguéis, ou ganhos de venda de ativos;
- Pelo menos 75% da renda bruta derivada de aluguéis, juros de obrigações seguradas em hipotecas, ganhos de vendas de ativos ou renda atribuída a investimentos em outros REITs;
- Não mais que 30% da renda bruta da pode ser derivada de venda ou disposição de estoque de títulos ou hipotecas de posse por menos 6 (seis) meses ou propriedade de posse por menos do que 4 (quatro) anos ou propriedade convertida involuntariamente;

- Requerimentos de Distribuição

- Distribuir pelo menos 95% do rendimento tributado;

- Requerimentos de Posse

- As ações precisam ser transferíveis e precisam ser de posse de no mínimo 100 (cem) pessoas;
- Não mais que 50% das ações podem ser de posse de 5 (cinco) ou menos indivíduos durante o último meio ano tributável;

Segundo Brueggeman e Fisher (2002) o *equity* REIT tem proporcionado aos investidores oportunidades de:

- investir fundos em um portfolio diversificado de real estate sob o gerenciamento de um profissional e possuir ações *equity* que pode ser negociada através de trocas o que proporciona maior liquidez que se a propriedade fosse adquirida completamente/ abertamente;
- o investidor tem a oportunidade de agrupar os recursos com outras pessoas de mesmos interesses, fundos são reunidos para permitir adquirir edifícios, shopping centers e terrenos em qualquer proporção, oferecendo retornos mais atrativos;
- tipicamente um proprietário de real estate trabalhando com um banco de investimentos podem formar um REIT que é capitalizado através da oferta pública das garantias;

Os REITs regularmente exploram novas oportunidades para o crescimento da renda, a partir de novas aquisições ou do desenvolvimento de novas locações para renda.

Eles constituem uma forma de veículo de investimento indireto, são geralmente estruturados de maneira a permitir que investidores adquiram publicamente ações negociadas de um investimento *trust* que não paga tributo de renda federal desde que atendidas determinadas restrições (PAGLIARI, 2001).

As vantagens dos REITs incluem a proibição da dupla tributação e fornecimento de liquidez e preços de mercado diariamente (se publicamente negociado).

A desvantagem dos REITs é que seus preços geralmente seguem o movimento dos preços do mercado de valores, e como resultado podem exibir características de volatilidade de ambos, do mercado de valores e do mercado de real estate. Pesquisas sugerem que aproximadamente 60% da variabilidade do capital deles são explicados pela variabilidade dos valores e das

obrigações. Quando esta variabilidade é removida do retorno do capital, há uma significativa quantidade de covariância entre capital e retornos de real estate não securitizados.

Há uma provisão que previne que ele se torne atraente para transações de curto prazo especulativas (PAGLIARI, 2001).

Um REIT não pode manter propriedade de real estate prioritariamente para venda. Ele só pode vender uma propriedade sob certas condições: precisa ter mantido a propriedade por pelo menos quatro anos; durante o quarto período priorizado para a venda, não pode haver despesas incorridas na propriedade superiores a 20% do seu preço de venda; precisa não ter vendido mais do que cinco propriedades em um mesmo ano; não pode adquirir a propriedade através de *foreclosure*¹⁵.

Os REITs são empresas geralmente estruturadas verticalmente integradas e geridas como corporações. Elas aderem aos mesmos princípios de governança corporativa que se aplicam a todas as grandes empresas.

Eles têm uma equipe da gerência sênior que é dirigido por um executivo *Officer* (CEO), que gerencia ativamente com visão estratégica global e equidade da empresa. O conselho de administração nomeia o CEO, que por sua vez é responsável perante o acionista.

Os REITs são tipicamente formados sob uma legislação de corporação ou “*business trust*”, que requer a votação de compromisso do conselho de diretores ou de *trustees* e impõem no conselho uma obrigação geral para ver todos os aspectos de gerenciamento da entidade (PRATT; 2008).

Os REITs têm mais liquidez do que o real estate privado, mas o investidor não tem controle sobre decisões como quando vende uma propriedade individual, ao invés de títulos e documentos.

Como outras empresas negociadas publicamente, são obrigados a fornecer regularmente divulgações financeiras e demonstrações financeiras auditadas anualmente com arquivamentos encaminhados à *Securities and Exchange Commission*.

Como é o caso de investimentos em outras empresas de capital aberto, os acionistas não têm responsabilidade pessoal pelas dívidas dos REIT em que investem.

A legislação que determina as regras dos REITs, assim como de a de outros instrumentos de investimento, foi sofrendo alterações ao longo do tempo e se adaptando as realidades do mercado.

¹⁵ *Foreclosure* é um imóvel hipotecado que foi retomado após ausência de pagamento do financiado (FRIEDMAN, HARRIS, LINDEMAN; 2004).

Abaixo estão indicadas as principais mudanças, cronologicamente para facilitar a compreensão do avanço do instrumento de investimento e do mercado.

- 1880 – surgimento do REIT, *trust* com incidência de impostos em caso de distribuição de renda;
- 1960 – o Congresso aprovou a legislação que conferia tributação especial conforme os fundos de investimento, não paga tributo sobre os ganhos, mas os dividendos para os acionistas são tributados;
- 1961 – acordo com taxas benéficas, tributação sobre rendimentos distribuídos;
- 1981 – reforma tributária, aumento da atratividade dos REITs;
- 1986 – diminuição de limitações gerenciais, tornando o veículo mais atrativo;

Além dos REITs existem inúmeros outros ambientes de investimento em real estate utilizados em outros países. Porém para este estudo não foi utilizada referência internacional para a análise comparada, considerando-se que:

- a economia de cada país e respectivamente a do Brasil exerce grande influência no desenvolvimento do mercado e conseqüentemente no ambiente de investimento, portanto estariam sendo comparados ambientes que sofrem influências diferentes;
- a comparação realizada diretamente com ambientes de investimento nacionais analisa a Governança Corporativa de um segmento, sob mesmas condições de regulamentação;
- a utilização de ambientes de investimento nacionais é capaz de responder ao problema de pesquisa;

Apesar da não utilização dos ambientes de investimento na análise comparada, ao término desta análise, está indicado um levantamento sobre características de Governança Corporativa identificada nos REITs, com o objetivo de complementar o estudo e demonstrar uma referência internacional de governança em ambiente de investimento.

2.3. Ambiente de Investimento no Brasil - FII

A securitização¹⁶ imobiliária surgiu no Brasil apenas no início da década de 90, e até os dias de hoje ainda não ocupa o lugar no mercado que poderia, tendo em vista seu potencial de investimentos.

Em outros países, a securitização, já existente há mais tempo, tem aglutinado um volume de recursos comparativamente maior. Isso demonstra que o Brasil ainda pode aumentar os investimentos através deste vetor.

Atualmente no Brasil a securitização imobiliária pode ser feita através dos TIRE - Títulos de Investimento em Real Estate ou através das quotas de Fundos de Investimento de Imobiliário – FII.

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.

As operações de securitização que envolvem empreendimentos, podem abrigá-los durante sua construção e implantação ou/ também durante sua exploração. No caso de empreendimentos prontos, não incorre o risco de implantação. Para o presente estudo, conforme já comentado na Introdução, foi analisada a estrutura de securitização em portfólios de empreendimentos para exploração.

A escolha por portfólios compostos de empreendimentos para exploração (de base imobiliária) foi feita porque se entende que os portfólios compostos por empreendimentos em construção ou implantação são estruturas mais complexas e contém um maior número de riscos envolvidos. Além disso, considera-se que para o objetivo proposto, o portfólio de empreendimentos para exploração atende plenamente, porque inclui características de gestão, de estrutura organizacional e relacionamento investidor x fundo x gestor, informações suficientes para a pesquisa sobre Governança Corporativa.

Os empreendimentos chamados de empreendimentos de base imobiliária correspondem aos empreendimentos produzidos para explorar certa atividade econômica baseada no imóvel, podendo se resumir meramente o seu arrendamento, como nos edifícios de escritórios, ou

¹⁶ Securitização – processo de emissão de títulos de investimento ou quaisquer outros valores mobiliários (*securities*) a serem transacionados no mercado de capitais, os quais estão associados a ativos, empréstimos, créditos ou fluxo de pagamentos (AMATO,2009)

então, se revestir de maior complexidade, como nos *shopping-centers*, hotéis, complexos multifuncionais e até hospitais (ROCHA LIMA, 1994).

Para compreender a dimensão da lacuna de investimentos em real estate e respectivamente o potencial de FIIs no Brasil, uma comparação entre mercado de real estate nacional e internacional e entre os respectivos ambientes de investimento FII e REIT, pode auxiliar significativamente.

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).

Estes valores além de demonstrarem o grande potencial de crescimento do FII no Brasil, indica que o volume de recursos por fundo no Brasil é muito inferior ao volume de recursos por fundo nos Estados Unidos.

Ainda segundo Rocha Lima (2011), o mercado brasileiro com seus FIIs, toma um caminho diferente dos REITs ao utilizar o mecanismo como um veículo para partilhar o investimento em um imóvel, ou em um pequeno grupo de imóveis.

O FII pode e deve ser utilizado para captar poupanças e gerar recursos para o mercado de imóveis comerciais.

Além dos dois formatos de securitização já indicados há a securitização de créditos imobiliários, através de CRI¹⁷ e FIDC¹⁸, que não serão abordados no presente estudo.

Entre o TIRE (veículo da SPE de real estate) e a quota (veículo do FII), existe a relevante diferença do benefício fiscal que já torna o FII mais atrativo em relação aos demais instrumentos de securitização imobiliária, atualmente disponíveis no mercado brasileiro.

Os FIIs com portfólio de empreendimentos de base imobiliária são opção de poupança, porque proporcionam ganhos estáveis, através dos rendimentos dos empreendimentos, seu lastro é conservador e seu retorno de longo prazo.

Quando os FIIs foram criados, os investidores em muitos casos buscavam o benefício fiscal que ele proporcionava nos investimentos. Os investimentos eram feitos em grandes empreendimentos comerciais, investimentos estes que pequenos investidores não teriam acesso caso participassem isoladamente e não via fundo.

Segundo (Amato, 2009), a utilização de empreendimento de base imobiliária securitizado como poupança é uma tendência irreversível nas economias do mundo e do Brasil.

¹⁷ CRI – Certificados de Recebíveis Imobiliários.

¹⁸ FIDC – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios.

Os primeiros fundos voltados para investidores de pequeno porte foram o FII Financial Center e o Pátio Higienópolis com captação de R\$ 36 milhões e R\$ 40 milhões respectivamente. Ambos adquiriram parte de um empreendimento comercial, especificamente escritórios e shopping. Posteriormente, já na década seguinte, surgiu o FII com empreendimento em fase de implantação, o FII Continental Square Faria Lima, com captação de R\$ 74 milhões.

A partir daí em 2002, os FIIs passaram a ter suas quotas negociadas em bolsas de valores. A tabela-2 demonstra o volume de FIIs atualmente registrados na CVM.

Segundo dados da própria CVM, o volume de patrimônio líquido dos FIIs em ago/2010 era de R\$ 5.766.031.183 e atualmente jun/2011 é de R\$ 9.794.053.173, o que demonstra um crescimento de aproximadamente 70% em apenas 10 meses. Estes dados demonstram a grande demanda e oferta de FIIs no mercado atualmente.

VOLUME DE FIIs - junho/2011		
Nº	RAZÃO SOCIAL DO FUNDO	VALOR DO PL (R\$)
1	BB FII PROGRESSIVO	201.331.285,00
2	BC FUNDO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	140.052.153,75
3	BTG PACTUAL FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	4.515,97
4	BTG PACTUAL FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII RENDA II	6.830,25
5	CSHG BRASIL SHOPPING - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	310.116.729,29
6	CSHG DESENVOLVIMENTO DE SHOPPINGS POPULARES - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	12.872.616,57
7	CSHG JHSF PRIME OFFICES - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO FII	163.883.719,96
8	CSHG LOGÍSTICA - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	158.774.547,20
9	CSHG REAL ESTATE - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	310.476.642,65
10	CSHG RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS BC - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	111.179.119,03
11	DOVEL FII	52.573.475,97
12	EXITUS FII - FII	400.244.600,00
13	F BRASILIO MACHADO II	11.121.848,29
14	F FORTALEZA II	35.350.593,44
15	F SIGMA II	4.091.951,25
16	FATOR VERITA FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO	31.418.139,00
17	FII - PRESIDENTE VARGAS	189.196.800,00
18	FII ANCAR IC	113.796.585,48
19	FII ANHANGUERA EDUCACIONAL	52.038.071,14
20	FII ARAUCÁRIAS	110.420,87
21	FII BCO BBM BARRA FIRST CLASS	2.103.221,24
22	FII BM ASSET	18.231,81
23	FII BRAZILIAN CAPITAL REAL ESTATE FUND	652.012.927,22
24	FII CAIXA CEDAE	67.142.031,91
25	FII CAIXA DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO	209.082.302,10
26	FII CENTRO TEXTIL INTERNACIONAL	37.759.383,93
27	FII COMERCIAL PROGRESSIVO	25.237.599,55
28	FII COMERCIAL PROGRESSIVO II	24.554.117,32
29	FII COMPREV	1.355.454,90
30	FII CONTINENTAL SQUARE FARIA LIMA	55.930.269,19
31	FII CR2 LARANJEIRAS	118.538,67
32	FII CR2 RJZ II	380.233,80
33	FII DAYCOVAL RENDA ITAPLAN	30.465.502,97
34	FII ED ALMIRANTE BARROSO	70.202.170,30
35	FII EDIFÍCIO CASTELO	78.912.270,21
36	FII EDIFÍCIO OURINVEST	19.821.686,78
37	FII EUROPAR	26.864.528,97
38	FII EXCELLENCE	26.690.000,00
39	FII FCM	778.747,62
40	FII FIDELIDADE	-187.605,86
41	FII GEO GUARARAPES	449.587,93
42	FII GRAND PLAZA SHOPPING	81.723.781,14
43	FII GWI CONDOMÍNIOS LOGÍSTICOS	46.497.274,25
44	FII HERMES	45.456.639,89
45	FII HOSPITAL DA CRIANÇA	12.350.384,99
46	FII HOTEL MAXINVEST	62.327.803,27
47	FII INCA II	43.000.000,00
48	FII MANHATTAN	9.858.014,72
49	FII MAX RETAIL	57.049.958,89
50	FII MEMORIAL OFFICE	49.866.070,01
51	FII MISTRAL	29.211.984,34
52	FII NOSSA SENHORA DE LOURDES	117.902.000,00
53	FII NOVA MORADA	8.690.263,21
54	FII ONIX	322.998,80
55	FII PANAMBY	289.567.392,71
56	FII PARQUE DOM PEDRO SHOPPING CENTER	23.442.713,48
57	FII PATEO MOINHOS DE VENTO	59.915.485,79

Tabela 3 - Volume de Patrimônio Líquido dos FIIs em 2011

Fonte: (CVM; 2011)

VOLUME DE FIIs - junho/2011		
58	FII PATRIMONIAL II	-2.760.593,99
59	FII PATRIMONIAL IV	-270.801,13
60	FII PENINSULA	-334.531.771,86
61	FII PHORBIS	58.085.895,25
62	FII PREMIER REALTY	1.472.447,86
63	FII PRIME PORTFOLIO	201.620.439,92
64	FII PROJ AGUA BRANCA	76.449.338,46
65	FII PROPERTY	149.841.616,16
66	FII PROPERTY INVEST	76.795.221,41
67	FII RB LOGÍSTICA	4.700.446,59
68	FII RIO BRAVO RENDA CORPORATIVA	102.695.925,15
69	FII RODOBENS	3.632.454,86
70	FII RUBI	322.984,24
71	FII SÃO FERNANDO	9.810.782,57
72	FII SHOPPING PARQUE D PEDRO	129.995.190,49
73	FII SHOPPING PATIO HIGIENOPOLIS	107.140.986,76
74	FII SHOPPING WEST PLAZA	87.732.272,84
75	FII SUPERQUADRA 311 NORTE	1.279.820,71
76	FII THE ONE	6.121.796,90
77	FII TORRE ALMIRANTE	78.346.205,95
78	FII TORRE NORTE	601.759.168,96
79	FII TROPICAL	2.622.084,53
80	FII VEREDA	33.394.963,36
81	FII VIA PARQUE SHOPPING	83.756.029,85
82	FII VILLE DE FRANCE	336.083,55
83	FII VOTORANTIM SECURITIES	488.172.052,78
84	FLORIPA SHOPPING - FII	45.243.333,23
85	FP F ANDROMEDA FII	153.171.559,28
86	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII CAMPUS FARIA LIMA	164.739.772,95
87	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII TOP CENTER	-2.553.470,39
88	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO DA REGIÃO DO PORTO	99.814.637,51
89	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO ELDORADO - FII	-8.757,82
90	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO VOTORANTIM SECURITIES II	217.514.065,83
91	GUANABARA FII	8.050.130,66
92	JPP FII - FII	15.825.182,24
93	KINEA RENDA IMOBILIÁRIA - FII	263.331.667,13
94	LAGRA FII	141.081.703,88
95	LOGINVEST FII INDUSTRIAL	46.815.401,84
96	MAIS SHOPPING LARGO 13 FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	88.279.220,40
97	MSL 13 - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	106.960.041,26
98	OPPORTUNITY FII	487.017.770,13
99	RB CAPITAL AGRE - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	65.966.977,19
100	RB CAPITAL ANHANGUERA FII	-260.801,13
101	RB CAPITAL DESENVOLVIMENTO RESIDENCIAL II FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO - FII	64.346.200,82
102	RB CAPITAL PRIME REALTY I - FII	94.979.648,06
103	RB CAPITAL RENDA I FII	129.301.134,35
104	RB CAPITAL RENDA II FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	130.836.491,36
105	REAL MINAS FII	54.929.293,71
106	REP 1 CCS - FII	10.320.122,72
107	SABIÁ FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	12.264.716,67
108	SALUS FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	141.790,15
109	SCP FII	22.182.823,15
110	STARX FII - FII	2.989.005,49
111	TAG GR IV - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	51.264.744,03
112	TP CORPORATE - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	15.990.953,60
113	TRX REALTY LOGÍSTICA RENDA I FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII	82.385.867,89
114	VENTURA II-A FI IMOBILIÁRIO FII	687.096.293,82
TOTAL:		9.794.053.173,34

Tabela 3 (cont.) – Volume de Patrimônio Líquido dos FII em 2011

Fonte: (CVM; 2011)

3 INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO

3.1. FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

3.1.1. Introdução

O FII – Fundo de Investimento Imobiliário, é o ambiente de investimento em análise no presente estudo. Ele é uma forma de securitização, mecanismo que representa um dos modelos mais estruturados para a captação de investimentos.

Ele é um condomínio de investidores com objetivo de aplicar recursos financeiros, solidariamente, em empreendimentos imobiliários ou de base imobiliária, a serem implantados ou já concluídos. (CVM, 2002)

O FII permite a composição de uma carteira de empreendimentos imobiliários, os quais, pelo volume de recursos envolvidos para sua formação ou aquisição, não estariam ao alcance de investidores individuais, especialmente os de menor capacidade financeira, aumentando, assim, a quantidade de alternativas de investimentos lastreados em imóveis.

As vantagens que eles (fundos de investimento) oferecem em termos de diversificação, custos de liquidez, retornos reais contribuem para explicar o sucesso como ambientes de investimento (KUCKO; 2007).

O FII não possui flexibilidade e capacidade de giro de aplicações em empreendimentos com velocidade que permita aumentar o valor do portfólio de maneira ativa no mercado.

Ele tem representado até a atualidade um investimento mais reativo, neste sentido.

Inclusive a regulamentação indica que o FII não deve comprar ou vender imóveis visando obter ganhos com estas operações, o que poderia implicar em especulação.

Há FIIs que conseguem substituir ativos que não estão apresentando rentabilidade adequada, porém o fluxo de decisões impede que este processo seja rápido e freqüente.

De acordo com Amato (2009) com a alteração da regulamentação que rege os fundos de investimento imobiliário, é possível uma maior diversificação da carteira de investimentos com a aquisição de imóveis por meio de quotas ou ações de sociedades de propósito específico, sem criar qualquer bloqueio para que os empreendimentos nas SPEs sejam financiados. Além disso, a Instrução CVM autoriza os fundos a comprar empreendimentos sobre os quais já haja ônus e gravames.

3.1.2. Histórico

Quando foram criados, em 1993, os FIIs tinham o objetivo de concentrar os recursos para aplicar em empreendimentos imobiliários.

Desde sua criação, o FII possibilitou que pequenos investidores pudessem aplicar seus recursos em grandes empreendimentos ou em carteiras de empreendimentos, com diversificação de riscos, itens que não poderiam ser atingidos caso os investidores fizessem suas aplicações individualmente.

O FII sempre foi um instrumento de investimento com benefício fiscal, inicialmente para o próprio fundo e posteriormente, a partir de 2005, com a lei 11.196, passou a incluir a isenção de tributos sobre os rendimentos também para pessoas físicas, desde que atendidos determinados itens. A partir de 2003, obteve instruções regulamentando a listagem de quotas no mercado de balcão organizado¹⁹ e a oferta pública de distribuição de valores nos mercados primário e secundário²⁰.

Ao longo deste período foram criadas regras de divulgação de informações e em 2008 a CVM considerou opiniões e recepcionou diversas contribuições do mercado para elaborar uma nova instrução, atendendo as solicitações atuais para o ambiente FII.

Em outubro de 2008 foi publicada a instrução CVM 472/2008 que 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, além de revogar outras instruções sobre o assunto.

¹⁹ Mercado de Balcão são todas as distribuições, compra e venda de ações realizadas fora da bolsa de valores, é onde são fechadas operações de compra e venda de títulos, valores mobiliários, *commodities* e contratos de liquidação futura, diretamente entre as partes ou com a intermediação de instituições financeiras, operações externas às bolsas.

²⁰ O Mercado Primário compreende o lançamento de novas ações no mercado; é uma forma de captação de recursos para a empresa. Uma vez ocorrendo esse lançamento inicial ao mercado, as ações passam a ser negociadas no Mercado Secundário, onde ocorre a troca de propriedade de título. No Mercado Primário, quem vende as ações é a companhia. No Mercado Secundário, o vendedor é o investidor que se desfaz das ações para reaver o seu capital.

3.1.3. Características

O FII é um fundo de investimento fechado, que não permite o resgate de quotas. O resgate de quotas apenas é realizado na ocasião da liquidação do FII. Não há na regulamentação indicação da obrigação para que o fundo tenha prazo de duração determinado.

Um FII é um condomínio de investidores com objetivo de aplicar recursos financeiros, em empreendimentos imobiliários ou de base imobiliária, a serem implantados ou já concluídos.

O investimento é realizado através da aquisição de quotas, e o retorno através da distribuição de resultados, gerados pela receita dos empreendimentos que compõem a carteira. Também é considerado retorno, o resultado gerado pela venda de quotas em bolsa de valores ou mercado de balcão ou pela venda de ativos da carteira.

A oferta de quotas de FIIs é uma distribuição de valores mobiliários e não negociação de imóveis.

Uma das principais características, que demonstra alguma inspiração nos REITs, é a isenção de impostos sobre as receitas e lucros provenientes da exploração do portfólio presente na carteira. Pode-se destacar como impostos isentos: IR, CSLL, PIS e COFINS.

Assim como há itens que devem ser atendidos para a obtenção da isenção de impostos dos REITs, há itens a serem atendidos para que se utilize o recurso de isenção de impostos nos FIIs. Em primeiro lugar, devem ser distribuídos a cada seis meses, 95% do rendimento aos quotistas e o FII não pode investir em empreendimentos que o incorporador, construtor ou sócio seja um investidor do FII com mais de 25% das quotas.

O imposto de renda, atualmente de 20%, incide nas aplicações financeiras que são realizadas com o saldo de caixa, temporariamente não utilizado para a aquisição de empreendimentos; sobre as distribuições de rendimentos ao quotista e sobre o rendimento proveniente da venda de quotas.

Algumas características principais do FII foram alteradas com a nova instrução, a CVM 472/08. Antes da publicação desta, ao menos 75% do patrimônio do fundo deveria estar aplicado em bens ou direitos imobiliários de um ou mais empreendimentos e o saldo do caixa deveria ser aplicado exclusivamente em renda fixa. Os fundos só poderiam comprar vender, alugar ou arrendar imóveis.

Com a nova instrução CVM 472/08, os FIIs podem aplicar seus recursos em valores mobiliários e outros ativos ligados ao setor imobiliário, tais como ações, debêntures, notas

promissórias, quotas de FIDCs²¹, CRIs²², CEPAC²³, letras hipotecárias, letras de crédito imobiliário e até quotas de outros FIIs.

Esta disposição confere flexibilidade às políticas de investimento e à composição das carteiras dos fundos imobiliários, principalmente no que se refere à aquisição indireta de participações em empreendimentos de base imobiliária e mesmo na atividade de incorporação de empreendimentos destinados à venda. Todavia, o benefício das isenções tributárias aos quais os rendimentos dos fundos imobiliários fazem jus não é transferido às entidades nas quais investem os fundos. (Amato, 2009, p.33)

Em relação aos REITs, ambiente de investimento presente em outros países do mundo, onde também há uma concentração de recursos financeiros para aplicação em empreendimentos imobiliários, há profundas diferenças nas características organizacionais, estruturais e operacionais.

Segundo Kucko (2007) o gerenciamento do bem é a estratégia mais importante da indústria de fundos de investimento.

3.1.4. Estrutura Organizacional

Segundo a CVM que regulamenta a organização e administração dos FIIs, há obrigatoriedade que a administração seja feita por uma instituição financeira, que recebe uma taxa de administração pelos serviços. A fiscalização é realizada pela própria CVM.

Os bens da carteira do FII ficam sob a administração da instituição financeira em caráter fiduciário.

Os bens e direitos do patrimônio do FII, os bens imóveis e seus rendimentos, não se comunicam com o patrimônio da administradora.

Os empreendimentos pertencem ao FII, porém a administradora é a proprietária fiduciária.

A quota confere ao investidor uma fração de um FII, cuja personalidade é a de um agrupamento de investidores que reúnem seus recursos para um certo projeto de investimento, sem que a coletividade assuma qualquer responsabilidade, perante cada investidor, relativamente ao produtos deste investimento, nem muito menos com relação ao principal aplicado. (ROCHA LIMA, 1994, p.15)

Sobre os limites da administradora, o artigo 12 da Lei n. 8668/93, indica que a administradora não pode conceder empréstimos, adiantar rendas futuras aos quotistas ou abrir créditos sob qualquer modalidade; prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer forma; aplicar no exterior recursos captados no país; aplicar recursos na aquisição de quotas do próprio fundo; vender a prestação as quotas do fundo, admitida a divisão em séries; prometer

²¹ FIDC - Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

²² CRI – Certificado de Recebível Imobiliário

²³ CEPAC – Certificado de Potencial Adicional de Construção

rendimento predeterminado aos quotistas; realizar operações do fundo quando caracterizada situação de conflito de interesse entre o fundo e a instituição administradora, ou entre o fundo e o empreendedor.

Sobre os direitos e deveres do investidor, o artigo 13 da Lei n. 8668/93, indica que o titular das quotas do fundo de investimento imobiliário não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos imobiliários integrantes do patrimônio do fundo, bem como não responde pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual, relativamente aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou da administradora, salvo quanto à obrigação de pagamento do valor integral das quotas subscritas.

O regulamento e o prospecto²⁴ são documentos fundamentais para a estruturação de um FII, neles estão informações fundamentais do funcionamento, organização e regras, itens não determinados pela regulamentação pertinente, mas sim acordados em assembléia geral ou definidos pelo estruturador do fundo. O regulamento é o documento onde estão estabelecidas as regras básicas de funcionamento de um FII. Quaisquer alterações no regulamento devem ser deliberadas em assembléia geral de quotistas e comunicadas à CVM.

O regulamento dispõe sobre o objeto do fundo e sua governança, ou seja, os tipos de investimentos ou empreendimentos imobiliários que poderão ser realizados; o prazo de duração do fundo; a política de investimento do fundo; a taxa de ingresso ou critérios para a sua fixação; o número de quotas a serem emitidas; a possibilidade ou não de futuras emissões; os critérios para subscrição de quotas; a política de comercialização dos empreendimentos; o mecanismo de distribuição de resultados; a qualificação do administrador e suas respectivas obrigações; o tratamento das despesas e encargos; os critérios para apuração do valor patrimonial das quotas; as informações obrigatórias a serem prestadas aos quotistas; a taxa de administração; as demais taxas e despesas e os casos de dissolução e liquidação do fundo bem como os mecanismos previstos. A assembléia geral dos quotistas é a instância máxima de decisão de um FII, reunião realizada entre os quotistas do fundo e constitui a instância de deliberação superior, tendo competência para deliberar sobre: as contas relativas ao fundo e as demonstrações financeiras apresentadas pelo administrador; destituição ou substituição do administrador; emissão de novas quotas; fusão, incorporação e cisão; dissolução e liquidação do fundo; mudanças na política de investimentos; eleição ou destituição de representante dos quotistas. (CVM, 2010, p. 6)

²⁴ O prospecto é o documento que apresenta as informações para o investidor relativas à política de investimentos do fundo e dos riscos envolvidos, bem como dos principais direitos e responsabilidades dos quotistas e do administrador. O prospecto contém, dentre outras informações relevantes que devem ser analisadas pelo investidor a apresentação do administrador do fundo e sua respectiva experiência; as metas e objetivos de gestão do fundo; a explicação da política de investimentos; o público-alvo a que se destina o fundo; as hipóteses de contratação de terceiros para prestação de serviços; a política de distribuição de resultados, compreendendo prazos e condições de pagamento; os riscos envolvidos; AQI análise da qualidade do investimento.

3.1.5. Regulamentação

Os fundos de investimento imobiliário foram criados em 1993 e desde então, várias leis e instruções da CVM foram complementando e substituindo os critérios inicialmente estabelecidos.

Ao longo do texto será possível encontrar citações de várias leis e instruções que a seguir estão resumidamente e cronologicamente listadas para auxiliar na compreensão das alterações e revogações.

- Lei federal n. 8668 (25/06/1993) – Criou os fundos de investimento imobiliário. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário;
- Lei federal n. 9779 (19/01/1999) - Fez alterações na regulamentação dos fundos, relativamente a sua tributação.
- Lei federal n. 11033 (21/12/2004) - Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais;
- Lei federal n. 11196 (21/11/2005) - Isenta a tributação dos rendimentos de pessoa física diante do atendimento de determinados itens.
- Lei federal n. 12024 (27/08/2009) - Altera as Leis nos 11.196, de 21 de novembro de 2005, 8.668, de 25 de junho de 1993;
- Instrução CVM n. 205/94 (14/01/1994) – Regulamentou os fundos de investimento imobiliário.
- Instrução CVM n. 206/94 (14/01/1994) – Regulamentou os fundos de investimento imobiliário.
- Instrução CVM n. 389/03 (29/12/2003) - Permitiu agilizar o processo de listagem de quotas no mercado de balcão organizado.
- Instrução CVM n. 400/03 (29/12/2003) - 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.
- Instrução CVM n. 409/04 (18/08/2004) - Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.
- Instrução CVM n. 472/08 (31/10/2008) - 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. Conforme art. 66, os fundos que estejam em funcionamento na data de início da vigência desta Instrução devem se adaptar às disposições previstas.

- Instrução CVM n. 478/09 (11/09/2009) - Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.
- Instrução CVM nº 482, de 5 de abril de 2010, que 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 dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos FIIs.

3.2. FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES

3.2.1. Introdução

O FIP – Fundo de Investimento em Participações, neste estudo é utilizado como referência de instrumento de investimento nacional, não em comparação direta como alternativa de rentabilidade, mas através da Análise Comparada dos itens de Governança Corporativa, buscando evidenciar o novo posicionamento de FIIs no mercado.

Foi escolhido porque também representa um ambiente de investimento em real estate nacional, tem regulamentação própria e contempla itens de Governança Corporativa em sua estrutura e operação.

Em volume de recursos captados muito inferior ao FII atualmente, o FIP é uma referência de outro ambiente de investimento que disputa mercado, é mais uma opção para o investidor, portanto fundamental conhecer suas características.

O FIP é uma comunhão de recursos captados através do sistema público de distribuição, que destina a maior parte do patrimônio para a aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações. Este ambiente de investimento é constituído sob a forma de condomínio fechado.

De acordo com Sato (2008), vale ressaltar que o FIP não foi criado exclusivamente para ser um meio de investimento em real estate.

Apesar de não terem sido criados exclusivamente para esta finalidade, os FIPs têm se mostrado como uma importante alternativa para os investimentos em real estate. Os FIPs têm sido utilizados como um ambiente de investimento para as equações de *funding* imobiliário, criando uma ponte efetiva entre o investidor do mercado financeiro e o mercado imobiliário de novas edificações destinadas à venda.

A regulamentação da CVM do FIP foi criada para introduzir no mercado de capitais brasileiro, novas regras a respeito de investimentos em *private equity* (CARVALHAES, 2006).

3.2.2. Histórico

A criação da regulamentação do FIP abriu um canal para alocação no segmento de *private equity* de parte da poupança popular acumulada nas entidades abertas e fechadas de previdência privada (fundos de pensão).

A grande maioria dos FIPs tem o objetivo de obter ganhos de capital através da valorização dos ativos que compõem a sua carteira e pelo recebimento de rendimento de suas aplicações, investindo em ações, debêntures; bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários de companhias abertas e/ ou fechadas, preferencialmente com ações negociadas em bolsa.

Os PE²⁵ utilizam alguns tipos de veículos de investimento para se estruturarem legalmente, entre eles os fundos de investimentos. Os fundos são estruturas mais freqüentes e foram constituídos sob instruções da CVM, buscando implementar uma estrutura mais adequada para os investimentos de PE no Brasil.

A CVM publicou em 2003, instrução dispondo sobre a constituição, funcionamento e administração dos FIPs. A publicação introduziu no mercado de capitais brasileiro novas regras a respeito de investimentos em *private equity*.

O FIP possui período de investimento e desinvestimento pré determinados. No caso de investimentos em real estate, podem ser utilizadas duas estratégias de saída do investimento: no momento em que os empreendimentos estiverem prontos para operar com transferência da gestão, ou manter o investimento e explorar a renda dos empreendimentos até o término do ciclo operacional. Para as análises que são realizadas ao longo da pesquisa, considera-se que o FIP de referência será um no modelo mais conservador, utilizando a estratégia de saída que considera a exploração da renda dos empreendimentos durante o ciclo operacional, desta maneira o FIP se torna mais próximo, em suas características, do FII, ambiente de investimento em análise.

3.2.3. Características

O FIP é um fundo de investimento regulamentado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 2003 que possibilita a aquisição de participações em sociedades anônimas abertas

²⁵Private Equity (PE) - é uma atividade de intermediação financeira surgida nos EUA em 1946 em que organizações são responsáveis pela gestão de veículos de investimento que congregam recursos de um ou mais agentes para investimentos de longo prazo em empresas de elevado potencial de crescimento, cuja administração é acompanhada ativamente. Após alguns anos, essas participações são liquidadas (saída) e os recursos até então investidos, mais o eventual ganho de capital, retornam aos investidores.

ou fechadas, como as Sociedades de Propósito Específico (SPE)²⁶, e a participação do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão.

Os investimentos dos FIPs oferecem baixa liquidez como investimento de longo prazo, com controle ou participação significativa e uma gestão ativa (CARVALHAES, 2006).

Segundo Sato (2008), ele apresenta uma estruturação bastante flexível, uma vez que permite que grande parte das regras para seu funcionamento seja estipulada no próprio regulamento do fundo, tais como patrimônio mínimo, política de investimento, chamadas de capital, amortização e prazo do fundo.

Conforme instrução CVM 302/99, o FIP pode adquirir ações, debêntures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários. Porém, não é permitido operar com derivativos ou investir seus recursos no exterior, nem tampouco em imóveis. O investimento mínimo por quotista é estabelecido em regulamento, cujas quotas poderão ser adquiridas por pessoas físicas ou jurídicas definidas pela CVM como investidores qualificados.

Os valores mobiliários adquiridos devem ser oriundos das companhias alvo, atuantes no setor imobiliário em geral e que exerçam atividades de incorporação imobiliária, administração imobiliária, corretagem imobiliária, securitização de créditos imobiliários, construção civil ou que desenvolvam, direta ou indiretamente, empreendimentos imobiliários destinados à comercialização. Eles são representados por ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas.

Os aportes de capital no FIP pelos quotistas podem ser efetivados por meio de um compromisso, pelo qual os investidores ficam obrigados a integralizar determinado valor no fundo, na medida em que o administrador faça chamadas de capital.

Ao concluir o investimento em uma das companhias de sua carteira, a amortização permite ao FIP distribuir imediatamente aos quotistas os recursos oriundos da venda.

A instrução proíbe os quotistas de resgatarem suas quotas. Os FIPs possuem baixo custo de estruturação em relação a outros ambientes de investimento.

O FIP é isento de pagamento de imposto de renda sobre ganhos auferidos na alienação dos valores mobiliários de sua carteira. Somente haverá tributação quando o quotista tiver suas quotas amortizadas ou liquidadas pelo encerramento do fundo.

²⁶ SPE - é uma Sociedade de Propósito Específico, que consiste em uma sociedade empresária cuja atividade é bastante restrita, podendo em alguns casos ter prazo de existência determinado, normalmente utilizada para isolar o risco da atividade desenvolvida em relação aos seus promotores.

Caso o quotista seja pessoa jurídica, os ganhos relativos às quotas estarão sujeitos à tributação IRPJ, CSLL, PIS e COFINS.

Como os FIPs se constituem como fundos fechados, e geralmente o prazo de carência - para que se possa resgatar a aplicação - é de, no mínimo cinco anos, o investidor qualificado, que busca este tipo de aplicação deve acreditar no retorno a longo prazo e observar que a liquidez desta categoria é muito menor. Além disso, as quotas mínimas na distribuição são altas.

Este tipo de fundo oferece oportunidades de ganho maiores em relação aos fundos tradicionais de ações, pois buscam investir em empresas que ainda não atingiram seu mais alto nível de rentabilidade (chamado de maturação), buscando assim atingir maiores e mais arriscados retornos.

Se o fundo investir em empresas fechadas, ele traz a vantagem de estar apostando em negócios com grande potencial de expansão, pois as empresas ainda não são tão maduras quanto as que já são listadas na bolsa, que é uma grande diferença entre investir em ações e investir num FIP.

O FIP é vantajoso em relação ao investimento direto pela sua transparência e sua governança corporativa, pois tem custodiante e auditoria obrigatória.

O FIP tem prazo de duração determinado, incluindo o período de investimento e de desinvestimento; porém os prazos podem ser prorrogados, conforme regulamento. Os recursos que venham a ser aportados no fundo, através de integralização de quotas, deverão ser utilizados no prazo de 90 dias, caso não sejam realizados o comitê de investimentos irá deliberar sobre: prorrogar prazo; permanecer com os recursos no caixa; ou restituir aos quotistas.

3.2.4. Estrutura Organizacional

Os FIPs ganham atratividade porque são mais flexíveis e possuem benefícios tributários. A flexibilidade de sua estruturação é sensivelmente maior, se comparada às demais modalidades de fundos atualmente existentes no mercado, visto que a maior parte das regras, tais como prazo mínimo para integralização de quotas, política de investimento, indicação dos ativos que deverão compor sua carteira, regras de contabilização, taxas de ingresso e saída de quotista, prazo de duração, é estipulada em regulamento próprio. Com isso, a instituição responsável por sua estruturação tem maior liberdade, dentro de determinados padrões, para moldar o FIP conforme os interesses e perfil dos quotistas.

O fundo pode investir em debêntures simples não conversíveis em ações, desde que as escrituras de emissão assegurem ao fundo, a participação no processo decisório e efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão das companhias alvo; imponha as companhias alvo (emissoras das debêntures simples) à observância de boas práticas de governança corporativa e prevejam que o descumprimento das práticas de governança corporativa será interpretado como uma hipótese de vencimento antecipado das referidas debêntures.

Conforme regulamentação, as companhias alvo de capital fechado que o fundo venha a investir deverão necessariamente seguir práticas de governança corporativa: proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação; estabelecimento de mandato unificado de 1 (um) ano para todo o conselho de administração; disponibilização de contratos com partes relacionadas; adesão a câmara de arbitragem; no caso de abertura de capital, obrigar-se aderir a seguimento especial de bolsa de valores ou entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa e auditoria anual de suas demonstrações contábeis.

A nova regulamentação da CVM permite, inclusive, a transformação de outros fundos em FIP.

Os investimentos na estruturação dos FIPs não são efetuados na companhia propriamente dita, mas nos empreendimentos imobiliários, constituídos por SPE.

O empreendedor possui experiência e *know-how* adequados e desenvolvidos, mas busca capitalização para sustentar seus investimentos em novos empreendimentos imobiliários. Esta alavancagem se dá no ambiente do empreendimento, que assume uma figura jurídica usualmente com início, meio e fim (SATO, 2008).

A instrução exige que o FIP participe na definição da política de estratégia e na gestão das companhias investidas, através da indicação de membros do conselho de administração.

O administrador do fundo deve ser pessoa jurídica autorizada pela CVM e pode acumular a função de gestor. Pode contratar terceiro igualmente habilitado para tal fim, além de contar com comitês e conselhos de forma a aprimorar o processo decisório. São responsabilidades do administrador do FIP receber dividendos das companhias investidas; elaborar demonstrações contábeis e relatórios; firmar acordo de acionistas das sociedades que o fundo participe; informações semestrais e anuais das demonstrações contábeis; parecer a respeito das operações e resultados do fundo;

A assembléia geral de quotistas tem poderes para deliberar sobre as demonstrações contábeis; alteração do regulamento; destituição do administrador e escolha do substituto; alteração do

regulamento; aspectos relacionados a fusão, incorporação, cisão ou eventual liquidação do fundo; emissão e distribuição de novas quotas e prorrogação do prazo de duração do fundo.

O FIP participa do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão. Ainda é responsável por indicar os membros do Conselho de Administração.

A gestão ativa dos *portfólios*, característica do FIP, é a participação do fundo no processo decisório das SPE, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do conselho de administração. De acordo com a instrução n. 391/2003 da CVM, esta participação do fundo no processo decisório pode ocorrer pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle, pela celebração de acordo de acionistas ou, ainda, pela celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

3.2.5. Regulamentação

Um resumo da regulamentação dos FIPs ao longo do tempo, está indicado abaixo:

- Instrução CVM 391 (16/07/2003) Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento em participações;
- Instrução CVM 435/06 – altera a instrução 391;
- Instrução CVM 450/07 – altera a instrução 391;
- Instrução CVM 453/07 – altera a instrução 391;

3.3. SOCIEDADE ANÔNIMA DE REAL ESTATE²⁷

3.3.1. Introdução

As Sociedades Anônimas (SAs) de Real Estate, são companhias abertas que compram, vendem ou alugam empreendimentos. Estas empresas possuem o objetivo de investir em empreendimentos imobiliários, incluindo a gestão do portfólio e das propriedades investidas, porém não possuem vantagens tributárias e têm custos de administração mais elevados.

Foi escolhida porque também representa um ambiente de investimento em real estate nacional, tem regulamentação própria e contempla itens de Governança Corporativa em sua estrutura e operação. Este é um modelo de companhia diferentemente do FII e do FIP, que são fundos. Neste caso é possível compreender como a Governança Corporativa pode se estender numa estrutura mais completa como a de uma companhia.

O seu portfólio pode abrigar imóveis comerciais prontos ou em desenvolvimento. De maneira mais dinâmica existe uma gestão ativa do portfólio permitindo maior rapidez para substituição de propriedades. Este modelo de companhia possui equipe especializada que monitora constantemente o portfólio e verifica a capacidade de geração de retorno de investimento de cada propriedade, que impacta diretamente o retorno do acionista.

3.3.2. Histórico

Este modelo de companhia, SA, foi criada com a lei 6404/76 em dezembro/1976 com a chamada Lei das Sociedades por Ações, alterada e complementada por outras leis posteriormente. Em dezembro/2007, foi promulgada a lei 11638/07, alterada pela lei 11.941, que modificou e introduziu novos dispositivos. Essas leis tiveram como principal objetivo atualizar a regulamentação societária brasileira para possibilitar o processo de convergência das práticas contábeis adotadas no Brasil com aquelas constantes nas normas internacionais de contabilidade que são emitidas pelo “*International Accounting Standards Board - IASB*”. A aplicação das referidas leis é obrigatória para as demonstrações financeiras anuais.

²⁷ Sociedade Anônima de Real Estate – é uma companhia em regime de sociedade anônima atuando no mercado de real estate.

3.3.3. Características

As SAs são empresas de capital aberto ou fechado, e a participação nelas ocorre via compra de ações. Os acionistas deliberam sobre os assuntos em assembleias.

O acionista pode retirar-se da companhia, recebendo o reembolso do valor de suas ações.

O rendimento, neste caso, lucro da companhia é destinado parcialmente ao pagamento de dividendos.

Os acionistas podem possuir ações ordinárias ou preferenciais (sem direito a voto) e ainda podem possuir preferência na subscrição de novas ações. Porém as companhias nem sempre possuem ações preferenciais. A classificação diferenciada de ações possui respectivamente variados tipos de riscos. As ações ordinárias nem sempre são negociadas em bolsa de valores. Antes do início da oferta pública de ações, é realizado o procedimento de *Bookbuilding*²⁸, para a formação do preço da ação.

Para o levantamento de novos recursos são feitas novas emissões de ações, ou valores mobiliários conversíveis em ações, ou realizadas outras formas de financiamento. Pode haver lote suplementar de ações ou ações adicionais conforme verificação da demanda. Os investidores podem ser institucionais ou pessoa física e há limite de aquisição por investidor.

As SAs são companhias mais completas quanto a Governança Corporativa para a participação no Novo Mercado²⁹. Uma vez participante do Novo Mercado, para a companhia sair é necessária a aprovação da assembleia e que o acionista controlador realize oferta pública de ações de aquisição de ações pertencentes aos demais acionistas da companhia.

3.3.4. Estrutura Organizacional

A estrutura organizacional de uma SA é completa e inclui conselho de administração e diretoria. A estratégia da SA é definida pelo conselho de administração.

Na estrutura ainda pode ser formado o conselho fiscal, conforme decisão da assembleia.

As principais regras estão definidas no estatuto social, porém há assembleias gerais e extraordinárias, onde são apresentados assuntos previamente discutidos pelo conselho, para a aprovação dos acionistas. Anteriormente a cada assembleia geral ordinária, o conselho de

²⁸ *Bookbuilding* é um mecanismo de consulta prévia a um grupo de potenciais investidores institucionais com o intuito de determinar o preço de oferta de um determinado título que será ofertado. Os investidores são consultados sobre qual faixa de preço estariam dispostos a comprar o título.

²⁹ Novo Mercado é o segmento criado pela BM&FBovespa com níveis diferenciados de Governança Corporativa.

administração deverá fazer uma recomendação sobre a destinação do lucro líquido do exercício social anterior, que será objeto de deliberação por acionistas da companhia.

A assembléia é ordinária quando trata das matérias previstas na regulamentação e no regulamento e extraordinária para os demais casos. As assembléias ordinárias ocorrem em períodos pré-determinados.

Nas SAs em muitos casos existe a figura do acionista controlador, pessoa física ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Caso a companhia não possua acionista controlador, o controle é chamado de controle difuso.

De acordo com o regulamento do Novo Mercado, a alienação de controle, deverá ser contratada sob condição suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a efetivar, observados os termos e condições previstos na regulamentação, OPA (oferta pública de ações) das demais ações dos outros acionistas nos mesmos termos e condições concedidas ao controlador alienante. O comprador, quando necessário, deverá tomar as medidas cabíveis para recompor, dentro dos seis meses subseqüentes, o percentual mínimo de 25% de ações em circulação no mercado. Todos os acionistas devem ter a opção de vender suas ações nas mesmas condições. A transferência do controle deve ser feita a preço cuja formação seja transparente. No caso de alienação da totalidade do bloco de controle, o adquirente deve dirigir oferta pública a todos os acionistas nas mesmas condições do controlador.

Para fins da Lei das Sociedades por Ações, lucro líquido é definido como o resultado do exercício que remanescer depois de deduzidos os montantes relativos ao IR e à CSLL, líquido de quaisquer prejuízos acumulados de exercícios sociais anteriores e de quaisquer valores destinados ao pagamento de participações estatutárias de empregados e administradores (observado, entretanto, que as tais participações somente serão pagas após o pagamento do dividendo obrigatório aos acionistas).

3.3.5. Regulamentação

Ao longo do texto será possível encontrar citações de várias leis e instruções que a seguir estão resumidamente e cronologicamente listadas para auxiliar na compreensão das alterações e revogações.

- Lei 6404 (15/12/1976) – Dispõe sobre as Sociedades por Ações;
- Lei 11638 (28/12/2007) – Altera e revoga dispositivos da lei 6404 e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras;
- Lei 11941 (27/05/2009) – Institui regime tributário de transição;
- Instrução CVM 10/80 (14/02/1980) – Dispõe sobre a aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão;
- Instrução CVM 56/86 (01/12/1986) – Dispõe sobre valor nominal mínimo e grupamento de ações emitidas por companhias abertas, bem como a padronização de certificados de ações;
- Instrução CVM 202/93 (06/12/1993) – Dispõe sobre o registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão;
- Instrução CVM 245/96 (01/03/1996) – 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, cujo faturamento bruto anual consolidado inferior a R\$ 100.000.000 (cem milhões de reais);
- Instrução CVM 282/98 (26/06/1998) – Altera a tabela constante do artigo 1º da Instrução CVM 165 (11/12/1991) (voto múltiplo);
- Instrução 287/98 (07/08/1998) – Dispõe sobre a suspensão e o cancelamento de ofício do registro de companhia aberta;
- Instrução CVM 319/99 (03/12/1999) – Dispõe sobre as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta;
- Instrução CVM 323/00 (19/01/2000) – Define hipóteses de exercício abusivo do poder de controle e de infração grave;
- Instrução CVM 324/00 (19/01/2000) – 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;
- Instrução CVM 341/00 (13/07/2000) – Dispõe sobre o anúncio de convocação de Assembléia Geral;
- Instrução CVM 358/02 (03/01/2002) – 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 negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado;

- Instrução CVM 361/02 (05/03/2002) - 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;
- Instrução CVM 367/02 (29/05/2002) - Dispõe sobre a declaração da pessoa eleita membro do conselho de administração de companhia aberta;
- Instrução CVM 372/02 (28/06/2002) - Dispõe sobre o adiamento de Assembléia Geral e a interrupção da fluência do prazo de sua convocação;
- Instrução CVM 390/03 (08/07/2003) - Dispõe sobre a negociação, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão, mediante operações com opções;
- Instrução CVM 481/09 (17/12/2009) - Dispõe sobre informações e pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em assembleias de acionistas;
- Instrução CVM 487/10 (25/11/2010) - Altera a Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002;
- Parecer de Orientação 16/88 (17/11/1988) - 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;
- Parecer de Orientação 19/90 (09/05/1990) - 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;
- Parecer de Orientação 34/06 (18/08/2006) - 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;

4 GOVERNANÇA CORPORATIVA

4.1. CRITÉRIOS DE ANÁLISE

4.1.1. Introdução

Para o tema FII, assim como para o mercado de capitais, as práticas de Governança Corporativa de maior relevância, se concentram em transparência na gestão, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

A Governança Corporativa vem transformando o mercado, à medida que torna as empresas mais atrativas para os investidores. Eles vêm nas empresas com boas práticas, capacidade de exercer maior influência no seu desempenho, maior transparência nas informações, imparcialidade nas tomadas de decisão e controle de conflitos de interesses. Como o objetivo central se torna o aumento do valor da companhia, as boas práticas impactam na redução do custo de capital, aumentando a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização.

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade. (IBGC, 2008, p.19)

O fundo de investimento imobiliário, como ambiente de investimento, tem diversas características que o tornam mais atrativo do que outros tipos de investimento e também possui características estruturais e organizacionais que acabam por limitar a sua demanda.

Com o aumento do interesse e da participação de investidores individuais e institucionais no mercado de capitais através das últimas décadas, a atenção tem focado na proteção dos interesses dos acionistas (BIANCO, GHOSH C., SIRMANS; 2007).

Este tópico trata especialmente destes dois tipos de características: as que beneficiam o FII, à medida que agregam valor indicando a Governança Corporativa, e as características que mesmo aumentando a Governança Corporativa, sua utilização pode levar a diminuição de flexibilidade e posição no mercado do fundo. A partir desta análise é possível identificar como é a mudança de posicionamento no mercado, à medida que são feitas alterações nestas mesmas características.

4.1.2. Histórico

A necessidade da Governança Corporativa surgiu conforme o mercado se transformou ao longo do século XX. Ocorreram mudanças profundas nas companhias.

As cinco principais mudanças, conforme Rosseti e Andrade (2007) são:

- 1- A propriedade desligou-se da administração;
- 2- Os fundadores-proprietários foram substituídos por executivos contratados;
- 3- Os objetivos deixaram de se limitar à maximização de lucros;
- 4- Várias inadequações e conflitos de interesses observados no interior das companhias; e
- 5- Reaproximação da propriedade e da gestão pela adoção de boas práticas de governança corporativa

As cinco principais mudanças compõem um ciclo em que é possível identificar que a última é a resposta aos problemas ocasionados pelas primeiras mudanças.

No século XX, com o avanço das sociedades de capital aberto e o desenvolvimento do mercado de capitais, a estrutura de poder das companhias foi alterada. Os proprietários foram substituídos por executivos que exercem o mesmo poder, mas que podem ter interesses divergentes dos proprietários. Os objetivos das empresas não se limitam a maximização dos lucros e quanto mais pessoas envolvidas na gestão da empresa, mais objetivos divergentes dos interesses dos acionistas podem ser identificados. Estas divergências são os chamados conflitos de interesses, um dos principais problemas das estruturas de gestão do novo modelo de companhias.

Estes conflitos são inevitáveis, porque, inicialmente, o agente, em troca de uma remuneração, teria de atuar de acordo com os interesses do principal, todavia, isto poderá não acontecer porque o agente também vai tentar maximizar a sua própria função utilidade, ou seja, agirá motivado, exclusivamente por seus interesses. (DALMACIO, NOSSA; 2007).

Esta necessidade de padronização, controle e certeza de adoção das decisões em favor dos interesses dos acionistas ocasionaram uma reação que culminou na difusão e adoção das boas práticas de Governança Corporativa.

Há um grande número de estudos que examinam o efeito da governança na *performance* dos REITs. Estes estudos observaram que os valores dos REITs estão aumentando devido ao uso de administração própria no gerenciamento das estruturas organizacionais. (HARTZELL, SUN, TITMAN; 2006)

4.1.3. Principais Objetivos

Segundo Rodrigues e Mendes (2004), estabelecer sistemas eficientes de Governança Corporativa deve ser prioridade para qualquer empresa que desejar competir globalmente.

A Governança Corporativa também é explicada, através das mudanças almejadas nas companhias diante das condições que elas se encontravam na época de seu surgimento.

Conflitos e inadequações internas	Condições prevaletentes	Mudanças almejadas
Relacionamento acionistas-corporações	<ul style="list-style-type: none"> • falhas, informalidade e descontinuidades: autonomias superando limites aceitáveis • inconformidades com disposições estatutárias • opacidade ou acesso privilegiado a informações • desprezível participação efetiva de minoritários • expropriações: abuso do poder de majoritários 	<ul style="list-style-type: none"> • ajustes, maior formalidade e regularidade no relacionamento • conformidade: restabelecimento de maior rigor • transparência: comunicações abertas • democracia acionária: minoritários ativos e representados • justa retribuição dos investidores minoritários
Constituição dos conselhos de administração	<ul style="list-style-type: none"> • baixa eficácia. Pro forma preponderando sobre efetividade • conflitos de interesses presentes • mérito e competência desconsiderados • mandatos irremovíveis de conselheiros complacentes 	<ul style="list-style-type: none"> • comprometimento, responsabilidade, resultados • interesses conflituosos removidos • exigência: perfis de excelência • alternância e nomeação, pelos acionistas, de conselheiros independentes
Atuação da direção executiva: conflitos de agência	<ul style="list-style-type: none"> • conflitos com interesses dos acionistas: benefícios questionáveis auto-concedidos • conciliação questionável dos resultados de curto com os de longo prazo • diretrizes impactantes não consensadas • estratégias defensivas: proteções para os gestores não geradoras de valor • manipulações contábeis: resultados forjados 	<ul style="list-style-type: none"> • alinhamento negociado de interesses: harmonização fundamentada em resultados • gestão de resultados: brilho de curto prazo não prejudicial à perenidade da companhia • avaliação e homologação pela assembléia ou conselhos de acionistas • estratégias agressivas, bem formuladas e arrojadas, geradoras de valor • prestação responsável de contas: rigor na demonstração de resultados

Tabela 4– Razões Fundamentais para o Despertar da Governança Corporativa
Fonte: (Rosseti, Andrade; 2007)

Ainda segundo Rosseti e Andrade (2007) há pelo menos dez itens que compõe o chamado conjunto de diversidades, que seriam variáveis do novo modelo de companhia, que se relacionam com os itens de governança corporativa:

- 1 – dimensões de empresas;
- 2 – estruturas de propriedade;
- 3 – fontes de financiamento predominantes – internas ou externas;
- 4 – tipologia dos conflitos de agência e harmonização dos interesses em jogo;
- 5 – tipologia das empresas quanto ao regime legal;
- 6 – tipologia das empresas quanto à origem dos grupos controladores;
- 7 – ascendência das empresas, que se modifica por fusões e aquisições;
- 8 – abrangência geográfica de atuação das empresas;
- 9 – traços culturais das nações em que as empresas operam;
- 10 – instituições legais e marcos regulatórios estabelecidos nas diferentes partes do mundo;

Este conjunto de diversidades é fundamental para a consideração no momento de análise de alterações e impactos sobre práticas de Governança Corporativa.

Para prevenir as decisões de destruição dos valores, acionistas precisam incorrer o custo do monitoramento dos gerentes. O custo do monitoramento inclui honorários dos diretores, divisão de ganhos com gerentes, políticas de estrutura de capital e dividendos e assim por diante (BIANCO, GHOSH C, SIRMANS; 2007).

4.1.4. Governança Corporativa no Brasil

No Brasil, diante da configuração atual das companhias e do mercado, resumidamente há quatro principais problemas: a alta concentração da propriedade acionária; a sobreposição propriedade-gestão; a fraca proteção aos acionistas minoritários; a expressão ainda diminuta do mercado de capitais e a pequena parcela das companhias listadas em bolsa nos níveis diferenciados de governança corporativa.

Conforme Rosseti e Andrade (2007), além dos impactos já destacados – privatizações, quebra de barreiras à entrada de competidores externos, abertura de mercados, fusões e aquisições – as mudanças que se observaram na economia brasileira a partir da segunda metade dos anos 80, em sintonia com as mega mudanças globais no mesmo período, produziram dois outros conjuntos de impactos, mais especificamente relacionadas à governança corporativa:

1. Reconfiguração do mercado de capitais;
2. Mudanças nos padrões da governança.

Sobre a reconfiguração do mercado de capitais, a abertura da economia brasileira não se limitou, buscou investimentos estrangeiros e aplicações voláteis. Surgiram maiores exigências em consequência da remodelação tecnológica das Bolsas de Valores do país.

O atendimento dessas exigências não foi apenas uma resposta aos novos desafios impostos pela interligação crescente dos mercados de capitais, mas também um sinal claro de que o mercado doméstico está se capacitando para a competição com os mercados de outros países por recursos de origem externa.

Além dos já citados, seguiu avanços nos padrões mundiais para listagem de empresas e operação de mercado a médio prazo, a co-participação na criação e na operação de um global *equity market*.

Sobre as mudanças nos padrões de Governança (ROSSETI, ANDRADE, 2007), podemos destacar:

- Aderência às regras da boa governança e aos seus valores fundamentais, o que pode resultar em aumento do valor das companhias no mercado doméstico, com redução dos custos de capital;
- Adaptação das demonstrações financeiras aos melhores padrões contábeis internacionais;
- Estratégia de negócios mais complexa, pela tendência à globalização dos grandes grupos empresariais e pelo acirramento da competição, resultante da abertura dos mercados;
- Exigência de Conselhos de Administração e de outros órgãos internos de governança mais eficazes, com admissão de *insiders* com experiência e presença internacionais.

No Brasil, as principais forças que têm impulsionado o desenvolvimento da Governança Corporativa se referem aos marcos legais e as recomendações da CVM, os compromissos exigidos pela Bolsa de Valores para listagem diferenciada das empresas, as pressões por boa governança exercida pelos investidores institucionais e o código de melhores práticas de Governança Corporativa definido pelo IBGC³⁰.

Os benefícios com a adoção das práticas de Governança Corporativa são inúmeros, para os investidores, empresas e mercado acionário. Para os investidores podem ser identificados benefícios como maior precisão na precificação das ações, melhora no acompanhamento e fiscalização, maior segurança para os direitos societários e redução de risco. Para as empresas é possível identificar a melhora na imagem institucional, maior demanda por ações, valorização das ações e menor custo de capital. No mercado acionário, os benefícios são o aumento da liquidez, o aumento de emissões, recursos na capitalização das empresas.

4.1.5. Código de Melhores Práticas (IBGC)

O IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa tem como principal objetivo promover as melhores práticas e ser referência sobre o assunto no Brasil. Recentemente lançado, o Código de Melhores Práticas contempla as principais informações sobre cada tema. Os princípios e práticas da boa Governança Corporativa aplicam-se a qualquer tipo de organização, independente do porte, natureza jurídica ou tipo de controle. (IBGC, 2008, p.15) Os quatro principais temas referem-se à: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.

³⁰ IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.

A **transparência** mais do que a obrigação de informar é o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. A **equidade** caracteriza-se pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (stakeholders). Os agentes de governança devem **prestar contas** de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões. Os agentes de governança devem zelar pela **sustentabilidade das organizações**, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações (IBGC, 2008, p.19)

Nos últimos cinco anos, as boas práticas de Governança Corporativa tem se tornado cada vez mais imprescindíveis nas organizações, à medida que alguns fatores contribuíram para demonstrar a fragilidade das organizações: mudanças no ambiente organizacional brasileiro (mercado de capitais), grande número de novas empresas listadas na Bolsa, empresas com capital disperso e difuso, fusões e aquisições de grandes companhias, reveses empresariais de veteranas e novatas e crise econômica mundial.

A figura adiante indica o Sistema de Governança Corporativa.

Figura 5– Sistema de Governança Corporativa
Fonte: (IBGC; 2008)

Os princípios básicos da Governança Corporativa são: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa (CVM, 2002).

A transparência não deve corresponder apenas às informações obrigatórias, mas basear-se no desejo de agregar valor à instituição através da criação de confiança.

A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à criação de valor (IBGC, 2008, p.19)

A equidade é o princípio que concede tratamento homogêneo independente da participação dentro da instituição.

Caracteriza-se pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*). Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis (IBGC, 2008, p.19)

O princípio de prestação de contas e o exercício da responsabilidade.

Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões (IBGC, 2008, p.19)

A organização não deve apenas se destacar, mas deve ter vida perene e crescimento sustentável.

Os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações (IBGC, 2008, p.19)

Na estrutura indicada pelo IBGC dentro de cada tema são tratados tópicos variados dentro do mesmo assunto.

Os temas são:

- Propriedade;
- Conselho de Administração;
- Gestão;
- Auditoria Independente;
- Conselho Fiscal;
- Conduta e Conflito de Interesses;

4.1.6. Recomendações sobre Governança Corporativa (CVM)

A CVM possui documento intitulado de Recomendações sobre Governança Corporativa, onde descreve seu conceito de escopo e organização dos itens.

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 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)

Na estrutura indicada pela CVM, os temas de Governança Corporativa são divididos em:

- Transparência: Assembléias, Estrutura Acionária e Grupo de Controle;
- Estrutura e Responsabilidade do Conselho de Administração;
- Proteção a Acionistas Minoritários;
- Auditoria e Demonstrações Financeiras;

4.1.7. Novo Mercado (BM&FBovespa)

A BM&FBovespa elaborou documento que trata sobre Governança Corporativa para Companhias. Trata-se de segmentos especiais de mercado criados para diferenciar companhias que adotam Práticas de Governança Corporativa mais específicas e rígidas. Estes segmentos têm o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimule, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

O Regulamento disciplina os requisitos para negociação de valores mobiliários de companhias abertas em segmento especial do mercado de ações da Bolsa de Valores de São Paulo S.A. (BOVESPA), denominado Novo Mercado (BM&FBovespa, 2009, p.5)

Para que a companhia possua autorização para negociação no Novo Mercado, deve preencher os seguintes requisitos:

- obter e manter atualizado junto à CVM o registro de companhia que permita negociação de ações ordinárias em Bolsa;
- ter solicitado o registro para negociação na Bovespa;
- ter assinado o contrato de participação no Novo Mercado;
- ter adaptado o seu estatuto social às cláusulas mínimas divulgadas pela Bovespa;
- manter o percentual mínimo de ações em circulação;
- ter o capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias
- não ter partes beneficiárias;
- observar as normas legais e regulamentares relativas e aplicáveis ao Novo Mercado;

Implantados em dezembro de 2000 pela antiga Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – Nível 1 e Nível 2 – são segmentos especiais de listagem desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias (BM&FBovespa, 2009, p.3)

Os fundamentos são semelhantes, porém o Novo Mercado é direcionado principalmente à listagem de empresas que venham a abrir capital, enquanto os Níveis Diferenciados 1 e 2 destinam-se a empresas que já possuem ações negociadas na Bolsa de Valores.

Portanto, quando as empresas decidem ingressar no segmento do Novo Mercado, assumem compromissos de Governança Corporativa em adição aos existentes na regulamentação atual. Estes compromissos são:

- prestação de informações que facilitam o acompanhamento e a fiscalização dos atos (administração e controladores);
- adoção de regras societárias que melhor equilibram os direitos de todos os acionistas;

Estes compromissos reduzem incertezas no processo de avaliação e de investimento e conseqüentemente, o risco. A diminuição do risco eleva a disposição dos investidores de adquirir ações da companhia.

A redução do risco também gera melhor precificação das ações, o que, por sua vez, incentiva novas aberturas de capital e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento às empresas (BM&FBovespa, 2009, p.3).

A adesão de uma empresa ao Novo Mercado é voluntária e concretiza-se com a assinatura de um contrato entre a companhia, seus controladores, administradores e a BM&FBovespa.

Em caso de rescisão do contrato por parte da companhia, ela desobriga-se dos compromissos assumidos e, como compensação, os acionistas investidores terão o direito de receber uma oferta pública de aquisição por suas ações, no mínimo, pelo valor econômico (BM&FBovespa, 2009, p.3)

Não existem restrições de porte ou setor de atuação da empresa, basta se comprometer via contrato e implementar as práticas de governança fixadas no regulamento de listagem para negociar as ações neste segmento.

Os temas de Governança Corporativa indicados no regulamento são:

- Regras Societárias;
- Divulgação de Informações;
- Regras de Distribuição Pública e Dispersão;
- Câmara de Arbitragem do Mercado;
- Saída do Novo Mercado;

O tema Regras Societárias tratam de garantir o equilíbrio de direitos entre todos os acionistas.

A empresa deve ter e emitir exclusivamente ações ordinárias, tendo todos os acionistas o direito de voto. Em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas, assegurando-se o mesmo tratamento dado ao controlador vendedor. Em caso de fechamento de capital ou cancelamento do contrato do Novo Mercado, o controlador ou a companhia, conforme o caso fará uma oferta pública de aquisição das ações em circulação, tendo por base, no mínimo, o valor econômico da companhia determinado por empresa especializada (BM&FBovespa, 2008, p.5)

No tema Divulgação de Informações são tratados os grupos de informações que devem ser encaminhados, para quem e com que periodicidade. São informações adicionais nas ITRs (trimestrais), adicionais nas DFPs (demonstrações financeiras padronizadas) e informações adicionais nas IANs (informações anuais). Além disso trata da padronização da divulgação das informações, para serem compreendidas inclusive internacionalmente.

Para Regras de Distribuição Pública e Dispersão, o regulamento exige que a companhia mantenha um percentual mínimo de 25% de ações em circulação, para melhorar liquidez e pulverização.

O tema Câmara de Arbitragem indica a câmara que foi instituída pela Bolsa para agilizar a solução de eventuais conflitos societários.

O tema Saída do Novo Mercado demonstra que caso a companhia decida retornar ao segmento de mercado tradicional deve adotar procedimentos específicos de saída. O fato indica que a companhia não está mais obrigada a cumprir os requisitos do regulamento. Dentre outros procedimentos específicos, como adequada comunicação e aprovação, está a realização de oferta pública de aquisição das ações que se encontram em circulação.

As alterações do Regulamento de Listagem do Novo Mercado entraram em vigor em 10 de maio de 2011. As alterações incluem:

- elaboração e divulgação da Política de Negociação de Valores Mobiliários e do Código de Conduta;
- vedação à acumulação de cargos de presidente do Conselho de Administração e de diretor presidente ou principal executivo da companhia pela mesma pessoa;

Há itens novos apenas para o segmento do Novo Mercado e Nível 2:

- obrigação de o Conselho de Administração divulgar manifestação acerca das condições de qualquer oferta pública de ações, levando em consideração o interesse dos acionistas; e a vedação às disposições estatutárias que limitem o número de votos de acionistas em percentuais inferiores a 5% (cinco por cento) do capital social, exceto nos casos previstos em lei ou em regulamentação especial aplicável à atividade da companhia.

4.1.8. Nível de Governança Corporativa 1 (BM&FBovespa)

Ainda existem outros dois segmentos de mercado com adoção de práticas de Governança Corporativa, são os Níveis Diferenciados: Nível 1 e Nível 2.

Para que a companhia ingresse no Nível 1 deve, através de contrato Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1, se comprometer com transparência em adição a existente na regulamentação atual.

Os temas de Governança Corporativa indicados no regulamento são:

- Divulgação de Informações;
- Regras de Distribuição Pública e Dispersão;
- Deslistagem do Nível 1;

A saída do Nível 1 exige aprovação da decisão por uma assembleia geral e comunicação à Bolsa com 30 (trinta) dias de antecedência.

4.1.9. Nível de Governança Corporativa 2 (BM&FBovespa)

Para que a companhia ingresse no Nível 2 deve, através de contrato Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2 se comprometer com transparência em adição a existente na regulamentação atual.

Segundo a BM&FBovespa (2009), a principal diferença entre o Novo Mercado e o Nível 2 refere-se à emissão de ações preferenciais. Enquanto as empresas do Novo Mercado só possuem ações ordinárias (todos têm direito de voto), as empresas do Nível 2 têm ações preferenciais, muito embora os titulares dessas ações preferenciais tenham direito de voto em algumas matérias específicas. Por essa razão, o Novo Mercado é direcionado principalmente à listagem de empresas que venham a abrir o capital e o Nível 2, às empresas que já possuem ações preferenciais negociadas na atual Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA) e que, num primeiro momento, não têm condições de converter suas ações preferenciais em ordinárias

Os temas de Governança Corporativa indicados no regulamento são:

- Regras Societárias;
- Divulgação de Informações;
- Regras de Distribuição Pública e Dispersão;
- Câmara de Arbitragem do Mercado;
- Deslistagem do Nível 1;

A saída do Nível 2 implica aprovação da decisão por uma assembleia geral, comunicação com antecedência de 30 (trinta) dias à Bolsa e realização de uma oferta pública de aquisição das ações que se encontram em circulação, no mínimo, pelo valor econômico.

4.2. IDENTIFICAÇÃO DOS CRITÉRIOS

4.2.1. Introdução

Para a realização da Análise Comparada, é necessária a identificação de itens de Governança Corporativa e Estratégica que componham a base de análise, desta maneira os ambientes de investimento serão analisados a partir dos mesmos critérios. Esta base tem que ser composta por itens:

- Relevantes, para que o estudo demonstre fielmente a evolução de itens de Governança nos instrumentos de investimento;
- Comuns aos instrumentos de investimento, de forma que sua presença ou ausência demonstre a aderência do instrumento à Governança Corporativa;
- Capazes de permitir as evidências necessárias para a indicação do novo modelo de FII;

4.2.2. Identificação dos Critérios de Análise

Para compor a base de análise da relação de itens foram considerados:

- Código de Melhores Práticas (IBGC);
- Recomendações sobre Governança Corporativa (CVM);
- Novo Mercado (BM&FBovespa);
- Nível de Governança Corporativa 1;
- Nível de Governança Corporativa 2;

A partir dos itens de Governança Corporativa analisados nos documentos citados, foi possível identificar os grupos de abordagem de assuntos definidos em cada tema. Os itens dos documentos são estruturados para atender todos os tipos de instituição, as composições são numerosas e foram analisadas para identificar os itens pertinentes ao estudo do ambiente de investimento FII. Os itens são gerais e não necessariamente encontrados em sua totalidade em todas as instituições, isso depende de um número de variáveis que define o modelo que cada instituição mais se aproxima e adere à Governança Corporativa.

Os critérios identificados em cada um dos documentos foram dispostos em uma matriz de comparação, buscando identificar os itens que coincidiam. Os itens mais comuns e principalmente que mais apresentavam a capacidade de mensurar a Governança Corporativa no ambiente de investimento FII, foram os selecionados.

A base de Critérios de Governança Corporativa identificados é utilizada para a realização da Análise Comparada, detalhada adiante.

No trabalho desenvolvido por Amato (2009) o objetivo é estabelecer um modelo de estruturação e critérios de governança dos recursos aplicados pelos investidores em fundos imobiliários durante o ciclo de implantação do empreendimento, no intuito que seja possível proteger esses recursos até o momento no qual o empreendimento esteja em plenas condições operacionais para produzir resultados financeiros que remunerarão os mesmos investidores.

Segundo o mesmo autor, para dar maior conforto e segurança aos quotistas, os critérios propostos avançam além da relação entre o fundo imobiliário e o ambiente originador para entender a forma através da qual o empreendimento será implantado, impondo proteções adicionais nas relações legais, comerciais e financeiras nas operações indiretas do fundo imobiliário por meio do ambiente originador.

Os critérios identificados no presente trabalho têm por objetivo desenvolver o campo de estudo que pretende analisar as alterações dos FIIs ao longo do tempo com base em seus prospectos, regulamentos e regulamentação, possibilitando identificar como sua Governança Corporativa foi sendo alterada. Comparando os critérios presentes nos FIIs com os critérios presentes em outros veículos de investimento nacionais e internacionais é possível identificar o seu novo posicionamento no mercado. O mesmo grupo de critérios também é base para o questionário, que utilizado para a realização das entrevistas de gestores de FIIs no mercado, vem validar os dados encontrados na Análise Comparada.

O primeiro tema é **Propriedade**, que abriga itens relacionados à posse dos títulos, incluindo proprietário e propriedade (títulos). Neste tema estão os itens que tratam de assembléia e voto, que são as formas de decisão do proprietário.

No tema **Conselho de Administração** estão os itens relacionados à composição e atuação do Conselho, características dos conselheiros e regras para as reuniões. Mesmo não existindo no FII, essa figura contempla uma série de responsabilidades que na sua inexistência são assumidos por outros responsáveis dentro da estrutura do FII. Este tema é o elo entre a propriedade e a gestão, é responsável pelo direcionamento estratégico da instituição. Trata de estratégia para captação e investimentos de recursos.

O terceiro tema é **Distribuição Pública e Dispersão**, trata de regras para manter liquidez e dispersão do FII no mercado.

O tema **Gestão** trata das atribuições dos diretores, de transparência, relatórios periódicos e controles internos. O diretor presidente da instituição é o responsável pela gestão da

organização, e pela implementação de todos os processos operacionais, é o elo entre a diretoria e o Conselho de Administração.

O tema **Conselho Fiscal** inclui os itens relacionados à composição, agenda de trabalho e relacionamento do conselho fiscal com sócios, comitê de auditoria, auditores independentes e auditoria interna.

No tema **Auditoria Independente** estão os itens relacionados às regras da auditoria, incluindo parecer, contratação e remuneração dos auditores, além de normas profissionais de independência.

O último tema é **Conduta e Conflito de Interesses**, onde itens de grande relevância para a Governança Corporativa são encontrados, como código de conduta, conflito de interesses, uso de informações, política de negociação de ações, política de divulgação de informações, política sobre contribuições e doações e política de combate a atos ilícitos.

5 ANÁLISE COMPARADA

5.1. Introdução

Nesta etapa, a partir dos critérios de Governança Corporativa identificados no capítulo anterior, foi realizado levantamento, em respectiva regulamentação e documentação, buscando encontrá-los no ambiente de investimento objeto da pesquisa: o FII, e nos ambientes de investimento de comparação: FIP e SA. Este levantamento está dividido em duas etapas, com base na fonte de dados utilizada: Regulamentação e Documentação estas subdivididas nos ambientes de investimento, em análise e de comparação.

Os Anexos deste estudo contemplam extratos dos documentos e este capítulo contempla as indicações dos critérios de Governança Corporativa identificados neles. Os critérios conforme indicado no capítulo anterior, foram utilizados na mesma sequência, e dentro de cada tema estão considerados os assuntos referentes aos respectivos tópicos e itens.

Os assuntos foram agrupados de acordo com a relação entre eles e com o objetivo de criar uma visão abrangente, permitindo perceber na leitura dos documentos, em cada momento, sobre qual grupo de itens se refere.

No item **Regulamentação**, foram analisadas as leis e instruções que determinam as regras de funcionamento dos FIIs, FIPs e SAs. A identificação dos critérios está nos anexos:

Anexo A – Regulamentação FII;

Anexo B – Regulamentação FIP;

Anexo C – Regulamentação SA;

A análise dos critérios identificados está no final de cada tabela de levantamento.

No item **Documentação**, foram analisados os documentos (prospectos, regulamentos, atas e outras comunicações) para os FIIs e FIPs e os documentos (estatutos, políticas, códigos, atas e outras comunicações) para a SAs. Alguns destes FIIs foram instituídos antes das alterações na regulamentação e outros foram instituídos após as alterações na regulamentação. A identificação dos critérios na documentação dos ambientes de investimento de análise (FII) e de comparação (FIP e SA) está nos anexos:

Anexo D - Documentação FII;

Anexo D1 - HG Real Estate Fundo de Investimento Imobiliário;

Anexo D2 - BC Fundo de Fundos de Investimentos Imobiliários;

Anexo D3 - Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis;

Anexo D4 - Fundo de Investimento Imobiliário Continental Square Faria Lima;

Anexo D5 - Kinea Renda Imobiliária Fundo de Investimento Imobiliário;

Anexo E – Documentação FIP;

Anexo E1 – Prosperitas II Fundo de Investimento em Participações;

Anexo E2 – Kinea I Real Estate Equity Fundo de Investimento em Participações;

Anexo F – Documentação SA;

Anexo F1 – BR Properties SA;

Anexo F2 – BR Malls SA;

A análise dos critérios identificados está no final de cada tabela de levantamento.

5.2. Síntese da Regulamentação e Análise Comparada

	FII	FIP	SA
PROPRIEDADE			
Direito de Propriedade	O quotista não exerce qualquer direito sobre os imóveis que pertencem ao fundo. A responsabilidade sobre a gestão dos ativos é do administrador do fundo.	Não há direito dos quotistas sobre os ativos, mas neste caso especificamente são participações em empresas. A responsabilidade sobre a gestão dos ativos é do administrador do fundo.	A propriedade dos acionistas é limitada a ação da companhia, é a detentora dos imóveis. Porém, neste caso a administração é da própria companhia.
Direito a Voto	Os quotistas têm direito a voto através da assembleia geral de quotistas. Cada quota corresponde a um voto.	Os quotistas têm direito a voto através da assembleia geral de quotistas. Cada quota corresponde a um voto. Podem existir direitos distintos para classes de quotas, mas não é regra. O administrador pode votar.	O acionista que possui ações ordinárias tem direito a voto nas assembleias, o acionista que possui ações preferenciais não tem direito a voto. A cada ação ordinária corresponde um voto nas deliberações da assembleia geral. O administrador pode votar.
Regras de Assembleia	A convocação de assembleia deve ocorrer com antecedência e deve indicar todos os assuntos a serem discutidos.	A convocação de assembleia deve ocorrer com antecedência e deve indicar todos os assuntos a serem discutidos.	A convocação de assembleia deve ocorrer com antecedência e deve indicar todos os assuntos a serem discutidos.
Votação em Assembleia	A maioria dos itens depende da aprovação de quotistas que representem metade, no mínimo, das quotas emitidas, com exceção para alteração de regulamento, fusão, incorporação, cisão ou transformação e apreciação de laudo de avaliação de bens e direitos integralizados, que devem utilizar quórum específico definido em regulamento.	As deliberações de assembleia geral de quotistas devem ser tomadas por votos que representem a maioria dos presentes, com exceção para alteração de regulamento, destituição ou substituição do administrador, fusão, incorporação, cisão ou liquidação do fundo, aumento de taxa de administração, prorrogação de prazo, quorum de instalação, deliberação de assembleia geral e composição e funcionamento dos comitês e conselhos do fundo, que somente podem ser tomadas por maioria qualificada previamente estabelecida no regulamento.	Há mais de um tipo de assembleia e cada uma com regras específicas: assembleia de constituição, assembleia geral e assembleia geral extraordinária. As deliberações da assembleia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco. Para a assembleia-geral extraordinária é necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto.
Equidade no Tratamento	Os quotistas são tratados de maneira igualitária.	Os quotistas são tratados de maneira igualitária.	As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares e na proporção do número de ações que possuem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital.
ANÁLISE	No tema Propriedade, a partir da Regulamentação, é possível identificar que a forma de propriedade é indireta. No FII assim como no FIP e na SA, o quotista não exerce direito sobre os imóveis ou ativos pertencentes ao fundo. A administração dos ativos é responsabilidade da administradora assim como no FIP e do Conselho de Administração no caso da SA. Portanto a gestão dos ativos neste modelo de propriedade é distante do investidor. O poder de decisão fica limitado e exercido via votação em Assembleias, proporcionalmente o número de votos ao número de quotas. A votação em assembleia tem os quóruns determinados em regulamento, sendo sempre mais restrito para assuntos mais relevantes. Para os ambientes de investimento de comparação, conceitos de votação semelhantes são utilizados.		

Tabela 6– Síntese da Regulamentação - Item Propriedade

Fonte: elaborada pela autora

	FII	FIP	SA
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO			
Composição do Conselho	Não existe a figura do Conselho de Administração.	O regulamento deve dispor sobre a existência, composição e funcionamento do comitê de investimentos.	Existe a figura do Conselho de Administração, que juntamente com a diretoria é responsável pela administração da companhia.
Relacionamento	Não identificado.	Não identificado.	Especificamente na SA, onde é possível encontrar claramente a figura do Conselho de Administração, os principais itens de sua deliberação são: fixar a orientação dos negócios da companhia; eleger e destituir os diretores, fixar-lhes as atribuições e fiscalizar a gestão.
Atribuições do Conselho - Estratégia de Investimento	A estratégia de investimento está determinada em regulamento e pode sofrer alteração a partir de votação em assembleia. O administrador do fundo deve: selecionar os bens e direitos que compõem o patrimônio do fundo, de acordo com a política de investimento prevista no respectivo regulamento. A participação do fundo em empreendimentos imobiliários poderá ocorrer por meio da aquisição de quaisquer direitos reais sobre bens imóveis; ações, debêntures, bônus de subscrição, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, quotas 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 quotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII; quotas de fundos de investimento em participações (FIP) 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; quotas de outros FII; certificados de recebíveis imobiliários e quotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII letras hipotecárias; e letras de crédito imobiliário.	Tem como estratégia de investimento, a aquisição de: ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, há prazo determinado de investimento e desinvestimento.	A definição da estratégia de investimento compete ao Conselho de Administração, que ainda juntamente com as demonstrações financeiras do exercício, apresentarão à assembleia-geral ordinária, proposta sobre a destinação a ser dada ao lucro líquido do exercício.
Atribuições do Conselho - Captação de Recursos	O regulamento pode prever a subscrição parcial das quotas representativas do patrimônio do fundo, bem como o cancelamento do saldo não colocado. Ele pode manter parcela do seu patrimônio permanentemente aplicada em quotas de fundos de investimento ou títulos de renda fixa, públicos ou privados, para atender suas necessidades de liquidez.	O investimento poderá ser efetivado através de compromisso, mediante o qual o investidor fique obrigado a integralizar o valor do capital comprometido à medida que o administrador do fundo fizer chamadas, de acordo com prazos e demais procedimentos estabelecidos. Somente poderão investir no fundo investidores qualificados.	O capital social pode ser aumentado: por deliberação da assembleia-geral ordinária. O estatuto pode conter autorização para aumento do capital social independentemente de reforma estatutária. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.
ANÁLISE	No FII não existe o Conselho de Administração, no FIP esta figura estratégica é feita pelo Comitê de Investimentos. No FII a direção geral dos negócios, estratégia e administração está prevista em regulamento e qualquer alteração dependerá da aprovação da assembleia geral de quotistas. Este conceito de alteração é muito rígido, dificilmente alterações destes itens serão feitas, porque dependem da aprovação restrita da assembleia, em casos de FIIs pulverizados, que são maioria, a aprovação é inviável. Este tipo de situação protege o investidor porque impede que ações sejam tomadas sem seu consentimento, porém impede que oportunidades possam ser aproveitadas. A captação de recursos assim como o direcionamento dos investimentos, está previsto em regulamento e alterações dependem da assembleia. A alteração que prevê a subscrição parcial de quotas auxilia no lançamento de novos FIIs, porque é possível montar operações maiores sem necessidade de desistência caso às captações não correspondam às expectativas. Neste ponto o FIP tem um volume pré determinado, que o investidor conhece no momento do investimento. Na SA é possível realizar novas emissões de ações com maior facilidade e frequência, porém também depende de aprovação da assembleia caso não previsto no estatuto.		

Tabela 7– Síntese da Regulamentação - Item Conselho de Administração

Fonte: elaborada pela autora

	FII	FIP	SA
REGRAS DE DISTRIBUIÇÃO E DISPERSÃO			
Liquidez	Não foram identificados itens previstos em regulamentação visando garantir a liquidez das quotas ou ações.	Não foram identificados itens previstos em regulamentação visando garantir a liquidez das quotas ou ações.	Não foram identificados itens previstos em regulamentação visando garantir a liquidez das quotas ou ações.
Dispersão	O líder da distribuição, organizará plano de distribuição, que poderá levar em conta suas relações com clientes e outras considerações de natureza comercial ou estratégica. Pode ser constituído FII destinado exclusivamente a investidores qualificados, pode dentre outros itens: prever a existência de quotas com direitos ou características especiais quanto à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos periódicos.	O FIP é destinado somente a investidores qualificados.	Para aumento de capital é realizada oferta pública de aquisição de ações, onde não há diferenciação de acesso de investidores, porém há classes de ações diferenciadas para aquisição.
ANÁLISE	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. No existem regras nos FIIs para impedir que exista concentração de quotas em um único quotista, o que representa um risco no investimento.		

Tabela 8 – Síntese da Regulamentação - Item Regras de Distribuição e Dispersão

Fonte: elaborada pela autora

	FII	FIP	SA
GESTÃO			
Composição da Gestão	Serão geridos por instituição administradora autorizada pela CVM, que deverá ser exclusivamente instituição financeira.	O regulamento deve dispor sobre: qualificação da instituição administradora e, se for o caso, da gestora. As funções de administrador e de gestor poderão ser exercidas pela mesma pessoa jurídica legalmente habilitada.	A administração da companhia é realizada por ela própria através de se Conselho de Administração e diretoria.
Funções da Administradora	Compete ao administrador realizar todas as operações e praticar todos os atos que se relacionem com o objeto do fundo; exercer todos os direitos inerentes à propriedade dos bens e direitos integrantes do patrimônio do fundo, inclusive o de ações, recursos e exceções, contratar em nome do fundo.	Incluem-se entre as obrigações do administrador: elaborar, junto com as demonstrações contábeis semestrais e anuais, parecer a respeito das operações e resultados do fundo, incluindo a declaração de que foram obedecidas as disposições desta Instrução e do regulamento do fundo; fornecer aos quotistas estudos e análises de investimento elaborados pelo gestor ou pelo administrador que fundamentem as decisões tomadas em assembleia geral atualizações periódicas dos estudos e análises, permitindo acompanhamento dos investimentos realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de possíveis ações que maximizem o resultado do investimento.	As funções de administração são exercidas pela própria companhia.
Informações	As informações mínimas a serem divulgadas, semestralmente, pelas instituições administradoras compreendem: demonstrações financeiras; balanço patrimonial; demonstração do resultado; demonstração do fluxo de caixa; parecer do auditor independente; relatório do representante dos quotistas, quando eleito; relatório da instituição administradora.	O regulamento deve dispor sobre: informações a serem disponibilizadas aos quotistas, sua periodicidade e forma de divulgação.	O diretor de relações com investidores é responsável pela prestação de informações ao público investidor, à CVM e, caso a companhia tenha registro em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, a essas entidades, bem como manter atualizado o registro de companhia.
ANÁLISE	No FII a gestão é realizada pela administradora que deve obrigatoriamente ser instituição financeira. Já no FIP o papel do gestor é separado e definido, na SA a função é feita pelo Conselho de Administração e pela diretoria da companhia. No FII, portanto é responsabilidade da Administradora contratar os serviços especializados necessários a administração e gestão do fundo. As informações obrigatórias estão previstas em regulamento assim como no FIP, na SA existe a figura de relações com investidores.		

Tabela 9– Síntese da Regulamentação - Item Gestão

Fonte: elaborada pela autora

	FII	FIP	SA
CONSELHO FISCAL			
Composição	Não identificado.	Não identificado.	A figura do Conselho Fiscal identificada apenas na SAs indica que ele pode ser instalado a partir de solicitação de participação acionária (dez por cento das ações com direito a voto e cinco por cento das ações sem direito a voto), em companhias abertas. A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas.
Atribuições	Não identificado.	Não identificado.	Quando solicitada sua criação, compete ao conselho fiscal: fiscalizar, opinar sobre o relatório anual da administração, opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, denunciar, convocar a assembléia-geral ordinária, analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras e examinar as demonstrações financeiras do exercício social.
Relacionamento	Não identificado.	Não identificado.	Não identificado.
ANÁLISE	No FII não existe a figura do Conselho Fiscal, que existe apenas na SA e mesmo assim de maneira pontual. O Conselho tem função fiscalizadora para estruturas mais complexas de ambiente de investimento.		

Tabela 10– Síntese da Regulamentação - Item Conselho Fiscal

Fonte: elaborada pela autora

	FII	FIP	SA
AUDITORIA INDEPENDENTE			
Auditor Externo	As demonstrações financeiras do fundo obedecerão às normas contábeis específicas expedidas pela CVM e serão auditadas anualmente, por auditor independente registrado na CVM.	As demonstrações financeiras do fundo obedecerão às normas contábeis específicas expedidas pela CVM e serão auditadas anualmente, por auditor independente registrado na CVM.	As demonstrações financeiras que servirem de base para operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta deverão ser auditadas por auditor independente registrado na CVM.
Parecer da Auditoria	Não identificado.	Não identificado.	Não identificado.
ANÁLISE	No FII assim como no FIP e na SA existe a utilização obrigatória de auditoria independente para análise das demonstrações financeiras.		

Tabela 11 – Síntese da Regulamentação - Item Auditoria Independente

Fonte: elaborada pela autora

	FII	FIP	SA
CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES			
Situações de Conflitos - Identificação	São exemplos de situação de conflito de interesses operações com imóvel de propriedade do administrador, ou integrante do patrimônio do fundo tendo como contraparte o administrador e a contratação, pelo fundo de pessoas ligadas ao administrador.	É vedada a aplicação de recursos do fundo em títulos e valores mobiliários de companhias nas quais participem: o administrador, o gestor, os membros de comitês ou conselhos criados pelo fundo e quotistas realização de operações, pelo fundo, em que este figure como contraparte das pessoas mencionadas.	São modalidades de exercício abusivo do poder de controle de companhia aberta: a realização de qualquer ato no interesse exclusivo do acionista controlador; a obtenção de recursos, no todo ou em parte, para sociedades sem qualquer vínculo societário com a companhia, a celebração de contratos de prestação de serviços, com sociedades coligadas ao acionista controlador; a promoção de diluição injustificada dos acionistas não controladores, por meio de aumento de capital em proporções quantitativamente desarrasoadas, a compra ou a venda de valores mobiliários de emissão da própria companhia, de forma a beneficiar um único acionista ou grupo de acionistas. Para o administrador é vedado: usar em benefício próprio ou de outrem, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo; omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia.
Situações de Conflitos - Tratamento	É vedado à instituição administradora realizar operações quando caracterizada situação de conflito de interesse entre o fundo e a instituição administradora, ou entre o fundo e o empreendedor. A decisão para indicar se a situação é ou não de conflito de interesses, é da assembléia geral.	Não identificado.	O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.
Uso de Informações	A instituição líder deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, para assegurar que: as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta; e as informações fornecidas ao mercado durante todo o prazo de distribuição, inclusive aquelas eventuais ou periódicas constantes da atualização do registro da companhia e as constantes do estudo de viabilidade econômico-financeira do empreendimento, são suficientes, permitindo aos investidores a tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta.	Não identificado.	Não identificado.
Mediação e Arbitragem	Não identificado.	Não identificado.	O estatuto pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem.
ANÁLISE	No FII as operações envolvendo o administrador ou imóvel do administrador, assim como contratação de envolvidos com ele, são consideradas conflitos de interesses. Já no FIP são considerados conflitos de interesses, as operações que envolvem o administrador, o gestor ou membros do comitê, todos os papéis envolvidos no direcionamento dos negócios do fundo. Na SA o conceito é mais abrangente e mais detalhado, envolve qualquer tipo de atitude que o objetivo seja o benefício próprio e não do acionista, e para o acionista controlador existem vários exemplos que caracterizam conflitos de interesses. O tratamento no FII, quando caracterizado o conflito de interesses, é a proibição de a administradora realizar operações, já na SA, os envolvidos ficam impedidos de votar. No FII há preocupação em fornecer informações suficientes para que o investidor tome decisões fundamentadas. Apenas para a SA é possível identificar a arbitragem para a solução de conflitos, no FII e no FIP situações de conflitos de interesses são raras, talvez por problemas na identificação, porém não há tratamento específico (via arbitragem) para os casos.		

Tabela 12– Síntese da Regulamentação - Item Conduta e Conflito de Interesses

Fonte: elaborada pela autora

Tema	Tópico	FII	FIP	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
	Equidade no Tratamento	tratamento igualitário	tratamento igualitário	classes de ações, direito de preferência para novas
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	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
	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
REGRAS DE DISTRIBUIÇÃO E DISPERSÃO	Liquidez (percentual mínimo de ações em circulação)	-	-	-
	Dispersão (garantia de acesso a todos os investidores)	plano de distribuição, pode ser para investidor qualificado	apenas para investidores qualificados	classes de ações diferenciadas
GESTÃO	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
	Informações (conteúdo e periodicidade)	informações e periodicidade previstas em regulamento	informações e periodicidade previstas em regulamento	relações com investidores
CONSELHO FISCAL	Composição (função não identificada)	-	-	pode ou não ser instalado, pontualmente
	Atribuições	-	-	função de fiscalização
	Relacionamento	-	-	-
AUDITORIA INDEPENDENTE	Auditor Externo (contratação)	auditor independente para demonstrações financeiras	auditor independente para demonstrações financeiras	auditor independente para operações específicas/ demonstrações financeiras
	Parecer da Auditoria (como é tratado)	-	-	-
CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES	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 13– Análise Comparada da Regulamentação

Fonte: elaborada pela autora

5.3. Síntese da Documentação e Análise Comparada

	FII	FIP	SA
PROPRIEDADE			
Direito de Propriedade	A administradora é a proprietária fiduciária dos ativos que compõem o portfólio do fundo e responsável pela sua administração. Já os quotistas não têm qualquer direito real sobre os imóveis integrantes do fundo.	A administradora tem poderes para exercer todos os direitos inerentes aos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do fundo, inclusive o direito de ação.	Os acionistas possuem: direito ao dividendo obrigatório, direito de alienação das ações e direito ao recebimento integral de dividendos e demais proventos a partir da data de liquidação.
Direito a Voto	A cada quota corresponde um voto nas assembleias do fundo.	É atribuído a cada quota o direito a um voto nas assembleias gerais.	Os acionistas que possuem ação ordinária possuem o direito de voto nas assembleias gerais da companhia, sendo que cada ação corresponderá a um voto.
Regras de Assembleia	Compete à administradora convocar a assembleia, nesta convocação devem constar expressamente, todas as matérias a serem deliberadas.	A convocação da assembleia também é feita pela administradora, devendo constar os assuntos a serem discutidos.	Os assuntos para deliberação dos acionistas na assembleia geral são previamente discutidos pelo Conselho de Administração.
Votação em Assembleia	A maioria dos assuntos depende da aprovação da maioria dos quotistas presentes, depende de aprovação dos quotistas que representem a maioria absoluta das quotas emitidas as deliberações sobre: alterações do mercado em que as quotas estão admitidas; atos que caracterizem conflitos de interesses. Dependem da aprovação de 2/3 das quotas emitidas, deliberações sobre: alteração de regulamento; fusão, incorporação e cisão e liquidação; alteração do objetivo e a política de investimentos previstos no regulamento.	A maioria dos assuntos depende da aprovação da maioria dos quotistas presentes na assembleia, depende da aprovação de quotistas que representem no mínimo 75% dos presentes em assembleia, deliberações sobre: alteração do regulamento; destituição/substituição da administradora; fusão, incorporação, cisão; e liquidação; instalação, composição, organização e funcionamento do comitê de investimentos.	Dependem da aprovação da maioria das ações presentes, deliberações sobre: eleição/ destituição dos membros do conselho de administração e do conselho fiscal; demonstrações financeiras; a saída do Novo Mercado; suspensão do exercício dos direitos de acionista. Dependem da aprovação de acionistas que representem metade das ações com direito a voto, para deliberações sobre: reforma do estatuto social; destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos, fusão, incorporação, cisão e liquidação. A CVM poderá autorizar a redução do percentual de votos necessários à aprovação das matérias no caso de companhia aberta com a propriedade das ações dispersas no mercado.
Equidade no Tratamento	O coordenador da emissão deve assegurar que o tratamento dos investidores seja justo e equitativo. Os quotistas do fundo podem ou não ter direito de preferência a subscrição de quotas, na mesma quantidade que possuírem na data de emissão de novas quotas.	Não identificado.	Os acionistas podem ou não, de acordo com o regulamento e assembleia geral, possuir o direito de preferência na subscrição de ações ordinárias em aumento de capital, na proporção de sua participação acionária.
ANÁLISE	A partir da análise da documentação selecionada para o presente estudo, o item Propriedade reflete as informações da Regulamentação. Os quotistas têm posse indireta, não exercendo qualquer direito sobre os imóveis e ativos pertencentes ao fundo ou a companhia (no caso da SA), e a administração é responsabilidade da administradora (para FII ou FIP) ou do Conselho de Administração (no caso da SA). Cada quota concede direito a um voto e no caso da SA apenas as ações ordinárias votam. Sobre as regras de convocação e pauta, vale ressaltar que para a SA, todos os assuntos tratados em assembleia foram previamente discutidos pelo Conselho de Administração; o que indica que o direcionamento da companhia é traçado pelo Conselho e apenas aprovado ou não pela assembleia. Os quoruns de aprovação também refletem a Regulamentação, observado que se identificou a possibilidade de alterações de quóruns de aprovação pela CVM, para SA, desde que comprovada a pulverização das ações no mercado. Em ambos os casos (FII e SA) pode ou não existir o direito de preferência para a subscrição de novas quotas ou ações.		

Tabela 14– Síntese da Documentação - Item Propriedade

Fonte: elaborada pela autora

	FII	FIP	SA
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO			
Composição do Conselho	Não possui a figura do Conselho de Administração. Portanto neste item estão identificadas atividades que seriam realizadas pelo Conselho de Administração, porém no FII são realizadas por outros integrantes como o consultor de investimentos ou o representante dos quotistas.	É constituído um comitê de investimentos, que deve deliberar sobre propostas de investimento e desinvestimento; indicar os representantes do fundo que comporão o conselho de administração, a diretoria e outros órgãos das companhias investidas.	A administração da companhia competirá ao Conselho de Administração e à diretoria. O Conselho de Administração deve manifestar-se previamente sobre toda e qualquer matéria a ser submetida à deliberação da assembleia geral, submetendo-lhe sua manifestação favorável ou contrária.
Relacionamento	É dever do administrador controlar e supervisionar as atividades inerentes a gestão dos ativos do fundo, fiscalizando os serviços prestados por terceiros contratados e o andamento dos empreendimentos imobiliários.	O fundo participa do processo decisório das companhias alvo, seja através da indicação de membros do conselho de administração, da detenção de ações que integrem o bloco de controle dessas companhias, da celebração de acordo de acionistas ou eleição de membro(s) do Conselho de Administração.	Compete à diretoria gerir a companhia, a administração e gestão dos negócios, formular as estratégias e diretrizes operacionais, conduzir a política geral executar e coordenar o andamento das atividades.
Atribuições do Conselho - Estratégia de Investimento	Há com único empreendimento, único segmento e genéricos, portanto desta forma há indicação das diversas estratégias de investimento encontradas. Nos regulamentos deve constar indicação do objeto do fundo, ou segmento e tipo de imóveis ou ativos, nos quais os recursos serão investidos. Consta ainda indicação se os empreendimentos estarão prontos e se para o FII é permitida a aquisição de imóveis em construção. O FII pode ainda ser composto de quotas de FIP, bem como quotas de outros FIIs, letras hipotecárias ("LH"); letras de crédito imobiliário ("LCI"); certificados de recebíveis imobiliários ("CRI"); ações ou quotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FIIs.	Por ser uma comunhão de recursos destinados preponderantemente ao investimento em companhias alvos de acordo com a política de investimentos, o objetivo é proporcionar aos seus quotistas a melhor valorização possível de suas quotas, mediante o investimento e posterior desinvestimento, nos termos do regulamento, de seus recursos em companhias alvos com atuação no mercado imobiliário. O fundo investe prioritariamente em ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, que exerçam atividades relacionadas ao setor imobiliário em geral.	A companhia tem por objeto social a compra, venda e incorporação de imóveis prontos ou a construir; a administração de imóveis próprios ou de terceiros podendo fazê-lo diretamente ou através de sociedades de cujo capital participe e/ou venha a participar; arrendamento, exploração comercial, locação e sub-locação de imóveis comerciais próprios ou de terceiros, incluindo imóveis construídos sob medida (<i>built-to-suit</i>) pela companhia; planejamento econômico e financeiro, desenvolvimento, comercialização, gerenciamento e implantação; assistência técnica para implantação, organização e funcionamento; aquisição, venda e locação de imóveis para a exploração comercial; prestação de serviços de consultoria de negócios; participação em sociedades, associações, fundos de investimento imobiliário ou fundos de investimento em participações.
Atribuições do Conselho - Captação de Recursos	Conforme regulamento, fica dispensado a realização de assembleia de quotistas para deliberar sobre futuras emissões de quotas, desde que dentro de um limite de quotas fixado, se necessária a emissão de quotas superior a este limite, será necessária a aprovação em assembleia. Na ocasião do anúncio, deve constar a indicação de quantidade mínima de subscrição, com possibilidade de cancelamento das quotas não subscritas.	Ao aderir, o investidor assina o compromisso de investimento. Durante o período de investimento o quotista é convocado a realizar novas subscrições e integralizações das quotas subscritas, até o valor total do compromisso de investimento (chamadas de capital). Cabe a administradora realizar estas chamadas de capital.	Fica facultado ao conselho de administração aumentar o capital social para até limite do capital autorizado previsto em seu estatuto social.
ANÁLISE	A figura do Conselho de Administração não existe no FII. Partes das funções do Conselho de Administração, como o direcionamento da estratégia do fundo, são realizadas pelo próprio consultor de investimentos, pode ainda existir a figura do representante dos quotistas, apenas com poder de influência, mas não de deliberação. No FIP existe o Comitê de Investimentos, o fundo participa do processo decisório das empresas investidas. No FII após as recentes alterações na legislação, a gama de ativos que podem compor os portfólios aumentou, porém a estratégia do fundo é definida em seu regulamento e a maioria dos FIIs pesquisados está dividida por classes de investimento e até de tipos de ativos, alguns só de imóveis outros só de ativos financeiros (quotas de outros fundos, CRIs), mesmo dentro do tipo de ativo, ainda identifica-se, um direcionamento estratégico por tipo de imóvel ou por região. A captação de recursos do FII está prevista em regulamento, pode ser ampliada a partir de votação em assembleia, no FIP o investimento está pré determinado com período de início e fim. Na SA as emissões de ações podem ocorrer ao longo do tempo.		

Tabela 15– Síntese da Documentação - Item Conselho de Administração

Fonte: elaborada pela autora

	FII	FIP	SA
REGRAS DE DISTRIBUIÇÃO E DISPERSÃO			
Liquidez	Não identificado.	Não identificado.	A companhia deve tomar medidas para recompor o percentual mínimo de 25% (vinte e cinco por cento) do total das ações em circulação.
Dispersão	Há indicação de que as quotas são colocadas no regime de melhores esforços, não sendo utilizada a sistemática de reserva. Não há restrição quanto ao limite de quotas que podem ser subscritas por um único quotista, mas para que o fundo seja isento de tributação sobre a receita operacional, o incorporador sócio ou construtor do empreendimento imobiliário investidos não pode adquirir mais de 25% das quotas emitidas pelo fundo.	Será admitida a aquisição, por um mesmo investidor, de todas as quotas emitidas, não havendo, portanto, requisitos de dispersão das quotas do fundo e somente investidores qualificados poderão adquirir quotas.	A companhia pode vir a precisar de capital adicional no futuro, por meio da emissão de valores mobiliários, o que poderá resultar em uma diluição da participação do investidor em suas ações.
ANÁLISE	Apenas na SA consta indicação de percentual mínimo de ações que devem ser mantidas em circulação. No FII há preocupação com relação ao máximo de quotas subscritas por um único quotista, porque a partir de determinada quantidade perde-se o benefício da isenção.		

Tabela 16– Síntese da Documentação - Item Regras de Distribuição e Dispersão

Fonte: elaborada pela autora

	FII	FIP	SA
GESTÃO			
Composição da Gestão	Na maioria, dos FIIs analisados, só há a administradora, em alguns casos há o gestor	Há administradora e gestor.	Há Conselho de Administração e diretoria.
Funções da Administradora	A administradora poderá, sem prévia anuência dos quotistas praticar os seguintes atos necessários à consecução dos objetivos do fundo: adquirir ou alienar imóveis para o patrimônio do fundo de acordo com os critérios estabelecidos no regulamento, caso não se enquadre nos critérios constantes do regulamento, esta deverá ser previamente aprovada pelos quotistas em Assembléia. A administradora deverá prover o fundo com os serviços necessários ao adequado funcionamento. Na maioria dos casos e como previsto na regulamentação, a figura do gestor não é claramente definida. Para algumas estruturas de FII, independentemente da regulamentação a figura do gestor é bem definida através de seus documentos (prospecto, regulamento). O gestor deve: identificar, selecionar, avaliar, adquirir, acompanhar e alienar, sem necessidade de aprovação em assembléia geral, de acordo com a política de investimento prevista no regulamento; todas as operações necessárias à execução da política de investimento, exercendo; controlar e supervisionar as atividades inerentes à gestão dos ativos do fundo.	A administradora, na qualidade de representante do fundo, tem poderes para praticar todos e quaisquer atos necessários ao funcionamento do fundo, e para exercer os direitos inerentes aos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do fundo cumprir as decisões do comitê de investimentos; realizar chamadas para integralização de quotas.	A figura de administrador ou gestor é exercida pela Diretoria e pelo Conselho de Administração, tarefas já indicadas no item Conselho de Administração.
Informações	A administradora tem o dever de dar cumprimento aos deveres de informação previstos no regulamento e deve: divulgar, ampla e imediatamente, qualquer ato ou fato relevante relativo ao fundo ou as suas operações,	A administradora divulgará imediatamente após seu conhecimento a todos os quotistas e qualquer ato ou fato relevante ao fundo, que possam, direta ou indiretamente, influir em decisões quanto à permanência dos quotistas. A administradora deve manter, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem as informações previstas em regulamento.	Ao final de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com observância dos preceitos legais pertinentes, as demonstrações financeiras exigidas pela Lei das Sociedades por Ações, a regulamentação da CVM e o regulamento do Novo Mercado. O objetivo da divulgação de ato ou fato relevante é assegurar aos investidores a disponibilidade, em tempo hábil, de forma eficiente e razoável. O diretor de relações com investidores da companhia é responsável pela execução e acompanhamento das políticas de divulgação e uso de informações.
ANÁLISE	A administradora tem a responsabilidade de prover o FII com os serviços de gestão, seja contratado ou exercido por ela mesma. As operações permitidas são as previstas em regulamento, casos contrários dependem da aprovação da assembléia. No FIP o gestor cumpre as determinações do Comitê de Investimentos e na SA a gestão é feita pela diretoria e pelo Conselho. 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 divulgadas devido às regras do Novo Mercado, que a companhia pode ou não estar submetida.		

Tabela 17– Síntese da Documentação - Item Gestão

Fonte: elaborada pela autora

	FII	FIP	SA
CONSELHO FISCAL			
Composição	Não identificado.	Não identificado.	O conselho fiscal é de caráter não permanente e será, instalado mediante solicitação dos acionistas, na forma da lei, será composto por acionistas ou não, eleitos pela assembléia geral em que for requerido o seu funcionamento.
Atribuições	Não identificado.	Não identificado.	As atribuições, competências, responsabilidades e deveres do conselho fiscal serão aquelas atribuídas por lei.
Relacionamento	Não identificado.	Não identificado.	Não identificado.
ANÁLISE	Apenas na SA aparece a figura do Conselho Fiscal, que pode ou não existir.		

Tabela 18– Síntese da Documentação - Item Conselho Fiscal

Fonte: elaborada pela autora

	FII	FIP	SA
AUDITORIA INDEPENDENTE			
Auditor Externo	A contratação de auditoria independente será realizada pela administradora, através de assembléia geral de quotistas que escolherá a empresa para prestar os serviços.	O auditor independente contratado pelo fundo poderá incluir a revisão das demonstrações financeiras e das contas do fundo, a análise de sua situação, bem como da atuação do administrador. O fundo terá escrituração contábil auditada anualmente por auditor independente.	Há indicação de contratação de empresa de auditoria independente para análise de seus balanços e demonstrativos financeiros.
Parecer da Auditoria	O parecer da auditoria é apresentado em assembléia geral, aos quotistas para deliberação.	Não identificado.	Após apresentação do relatório da auditoria é feita a análise e discussão da administração sobre a situação financeira e o resultado operacional com opinião dos diretores.
ANÁLISE	No FII, FIP e SA, há indicação de auditoria independente para análise das demonstrações contábeis.		

Tabela 19– Síntese da Documentação - Item Auditoria Independente

Fonte: elaborada pela autora

	FII	FIP	SA
CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES			
Situações de Conflitos - Identificação	Algumas situações são indicadas como ações que caracterizam conflito de interesses: aquisição, locação, arrendamento ou exploração do direito de superfície do fundo, de imóvel de propriedade da administradora; de imóvel integrante do patrimônio do fundo tendo como contraparte a administradora; de imóvel de propriedade de devedores da administradora; contratação pelo fundo, de pessoas ligadas a administradora para prestar serviços para o fundo.	Há indicação de que o exercício da função de membro do comitê de investimentos não importa qualquer restrição ou conflito com o exercício da função de administração ou participação em comitês ou conselhos das companhias alvo ou de outros fundos. Porém há indicação de que é vedada a aplicação de recursos do fundo em títulos ou valores mobiliários de emissão de companhias alvo nas quais participem: a administradora, os membros do comitê de investimentos e quotistas que detenham mais que 5% do patrimônio do fundo, que estejam envolvidas na estruturação financeira da operação de emissão de valores mobiliários a serem subscritos pelo fundo, façam parte de conselhos de administração, consultivo ou fiscal da companhia emissora dos valores mobiliários a serem subscritos pelo fundo.	O código de conduta tem por objeto o estabelecimento de elevados padrões de conduta e transparência, a serem compulsoriamente observados. Para evitar e/ou lidar com estas situações de forma imparcial, com foco nos interesses da companhia, é necessário: não valer-se da posição na companhia para obtenção de favores e/ou benefícios; informar as seguintes situações, para análise e autorização
Situações de Conflitos - Tratamento	Os atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e o administrador dependem de aprovação prévia da assembleia geral.	Os membros do comitê de investimentos deverão informar à administradora, e esta deverá informar aos quotistas, qualquer situação que os coloque, em situação de conflito de interesses com o fundo.	Há um comitê de ética formado pelos diretores da sede; responsáveis por analisar situações não previstas; situações de descumprimento do código e decisão da(s) ação(ões) a ser(em) tomada(s); revisão e atualização.
Uso de Informações		Os membros do comitê de investimentos deverão manter as informações constantes de materiais para análise de investimento do fundo, sob absoluto sigilo e confidencialidade.	Os acionistas controladores, os administradores, e todos com acesso a informação, terão o dever de guardar sigilo das informações relativas a ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado até sua divulgação ao mercado.
Mediação e Arbitragem	Para a solução amigável de conflitos relacionados ao regulamento, reclamações ou pedidos de esclarecimentos poderão ser direcionados ao atendimento comercial.	Os participantes obrigam-se a submeter à arbitragem (Câmara de Arbitragem do Brasil) toda e qualquer controvérsia baseada em matéria decorrente de ou relacionada ao regulamento, ou à constituição, operação, gestão e funcionamento do fundo.	Nos termos do estatuto social, obrigam-se a resolver, por meio de arbitragem, toda e qualquer disputa ou controvérsia que possa surgir relacionada ou oriunda, das disposições contidas na Lei das Sociedades por Ações, no Estatuto Social, nas normas editadas pelo CMN, pelo Banco Central e pela CVM, mercado de capitais em geral, do regulamento do Novo Mercado.
ANÁLISE	No FII, operações que envolvam a administradora ou ativos pertencentes a administradora são indicadas como situações de conflitos de interesses. 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. Para tratamento, os casos que configurem conflitos de interesses serão aprovados pela assembleia geral; na SA há um comitê de ética para discutir as situações que estejam em desacordo com o código de conduta. Há indicações de que as informações sigilosas não devem ser utilizadas para benefício dos que têm acesso privilegiado, antes de divulgadas ao mercado. Na documentação 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.		

Tabela 20– Síntese da Documentação - Item Conduta e Conflitos de Interesses

Fonte: elaborada pela autora

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 21– Análise Comparada da Documentação

Fonte: elaborada pela autora

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 responsabilidade 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. Na SA o administrador pode votar se for acionista. 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.

5.4. Referência Internacional - REITs

Propriedade

No caso do REIT, é uma empresa a proprietária dos empreendimentos que compõem o portfólio e os investidores são os acionistas dessa empresa. Ele é uma forma de posse indireta. Os sócios têm direito a voto e recebem o pagamento dos dividendos. Em REIT o conceito de propriedade é um pouco diferente de posse, além disso, uma variação de fatores legais afeta os direitos da propriedade associados com real estate.

Conselho de Administração

O REIT é uma empresa que adquire, vende e gerencia empreendimentos em seu portfólio. A maioria é especializada por tipo de propriedade, alguns são especializados por localização geográfica, outros por ambos. Nem todos são especializados, alguns são diversificados. Portanto os investidores de também estão cientes apenas do segmento ou localização geográfica, no momento do investimento. O REIT, por ter a obrigação de distribuir 95% de seus ganhos, tem pouca oportunidade de reter ganhos ou fluxo de caixa para adquirir bens adicionais. Para a expansão ele utiliza a oferta de títulos adicionais para o aumento do equity. Dentre os tipos o *nonfinite life* REIT, é um modelo onde qualquer venda ou provento financeiro é reinvestido em propriedades novas ou existentes, e tende a operar mais como uma empresa. As empresas podem escolher não pagar nenhum dividendo e reter todos os ganhos para uma futura expansão. O re-investimento e a política de expansão afetam o dividendo. O tratamento da depreciação é um item de fundamental impacto na determinação da tributação da renda dos dividendos. A distribuição representa um retorno sobre o investimento, estes dividendos são tributados como uma renda normal. As regras de tributação são aplicadas diferentemente de acordo com a estrutura organizacional do investimento, ambas (a regra e a estrutura organizacional) combinadas pode criar uma *shelter*.

Distribuição Pública e Dispersão

Para o REIT também há limite de ações por investidor, para a manutenção de benefícios tributários.

Gestão

A empresa detentora dos empreendimentos é a própria gestora do portfólio. Para o REIT, por ser uma empresa de capital aberto, é formado um conselho de diretores e este conselho emprega um conselheiro externo para gerenciar os bens do REIT. Este conselheiro pode ser um banco, uma companhia de real estate consultiva, uma companhia de seguros ou um

indivíduo. Portanto o gerenciamento dos bens é externo e não depende da aprovação dos acionistas.

Conselho Fiscal

Para o REIT há uma grande preocupação de informar o investidor sobre o risco que ele assume ao se tornar acionista. Quando um investidor adquire uma ação incorre no risco de real estate e no risco de operação e liquidez das ações.

Auditoria Independente

Conduta e Conflito de Interesses

No REIT há uma série de proteções para impedir os conflitos de interesses. Os diretores não podem ser afiliados com os patrocinadores. A maioria dos REITs é *self advised*, que identifica gerentes específicos, suas responsabilidades, compensações e proporciona informações que os investidores podem utilizar.

6 ENTREVISTAS

6.1. Introdução

Com o intuito de complementar as informações obtidas através da análise da regulamentação e da documentação, foram realizadas entrevistas com gestores de FIIs no mercado. O método de elaboração do questionário e o roteiro para a condução das entrevistas estão detalhados adiante.

Os investidores não foram entrevistados neste estudo, portanto os resultados consideram apenas as informações do gestor como complemento à análise comparada.

Para melhor direcionamento e análise dos resultados da pesquisa, seria ideal a entrevista com os investidores.

Os investidores podem ser caracterizados em relação a sua natureza, ao nível de investimento que possuem, pelo período de tempo que investem neste veículo de investimento, tipo de FII que investem e outros tipos de investimento que possuem na carteira.

Para a realização da entrevista dos investidores, seria necessária a estratificação do mercado. Em relação ao nível de investimento, a CVM indica como investidor qualificado pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300mil. As instituições financeiras utilizam a estratificação dos clientes segundo sua capacidade de investimento e patrimônio total. Já a divisão por período de tempo em que investem em FIIs, considera os principais marcos das alterações:

- Investidores com mais de 5 anos
- Investidores com mais de 2 a 5 anos
- Investidores com menos de 2 anos

A classificação por tipo de FII que os investidores possuem, considera os variados modelos de lastro dos ambientes de investimentos. Há FIIs específicos, “genéricos”, baseados em uma propriedade ou em várias, concentrados em um segmento ou diversificados segmentos, concentrados em uma região do país ou várias.

À medida que o investidor possuir mais investimentos alocados neste universo de análise mais próximo de fornecer evidências ele estará.

Resumidamente, o perfil descrito do Investidor ideal para o estudo, seleciona as seguintes características:

- natureza – pessoa física;
- nível de investimento – possuir investimentos financeiros superiores a R\$ 300 mil;

- período de tempo que investe em FII – superior a 5 anos;
- tipo de FII que possui na carteira – mais de um tipo (variando entre números de ativos do portfólio e segmentos variados do mercado), incluindo, se possível, FII “genérico”;
- investimento em outros veículos – preferencialmente FIP e SA., que são veículos de investimento de comparação na presente pesquisa;

Considerando-se possíveis dificuldades de o entrevistado se enquadrar em todos os aspectos do perfil detalhado acima e considerando-se o volume de entrevistados necessários para representar a opinião de um segmento de mercado, optou-se pela realização neste estudo, apenas das entrevistas com o gestor.

O questionário do gestor está no apêndice:

Apêndice A – Questionário Visão dos Gestores;

As evidências coletadas nas entrevistas estão nos apêndices, organizadas por tema de Governança Corporativa:

Apêndice B – Entrevistas;

- Apêndice B1 – Entrevista 1;
- Apêndice B2 – Entrevista 2;
- Apêndice B3 – Entrevista 3;
- Apêndice B4 – Entrevista 4;
- Apêndice B5 – Entrevista 5;

A análise dos aspectos de Governança Corporativa resultou na divisão de temas e respectivos pontos de discussão, conforme indicado adiante no quadro de Instâncias Decisórias. O objetivo central da figura é demonstrar conexões, interfaces e influências e de maneira alguma um organograma hierárquico. Não existe hierarquia, a disposição indica as relações e respectivos pontos de análise.

O tema propriedade aparece primeiro, porque representa a primeira relação, que é a de posse, por parte do investidor, em relação à quota do FII ou em relação aos ativos mobiliários que compõem o portfólio. Os investidores como sócios do FII, têm relação com o Conselho Administrativo e Fiscal, representados por outros membros, porém com mesmas atribuições de estratégia e relacionamento. O Conselho de Administração se relaciona diretamente com a Auditoria e com os diretores que, neste último caso, representados também por outro membro, têm função de gestão e administração do FII. Outros dois temas não representados por um membro especificamente, porém intrínsecos a todos os demais relacionamentos citados são a Conduta e Conflito de Interesses e a Distribuição e Dispersão Acionária.

Sobre este arranjo que considera ligações entre os assuntos, foram enumeradas as questões, para proporcionar fluxo de raciocínio adequado durante as entrevistas. Os números apresentados na Figura – 22, correspondem às questões detalhadas na Figura – 23.

Figura 21– Mapa de Abrangência das Instâncias Decisórias e Respectivas Questões
Fonte: elaborada pela autora

6.2. Questionário

6.2.1. Método de Elaboração do Questionário

Tendo em vista a realização de entrevistas com os gestores, foi elaborado o modelo de questionário, a seguir indicado.

Os assuntos foram divididos em tema, tópico e item, para facilitar a organização e o entendimento. Esta estrutura mostra as ramificações de cada assunto, que foram elaboradas para que a entrevista e sua conseqüente discussão se concentrassem nos itens de Governança Corporativa que têm maior capacidade de mensurar a flexibilidade e posicionamento no mercado dos FIIs. A figura abaixo indica as divisões citadas, incluindo as perguntas primárias resultantes de cada assunto.

ITENS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E A CONSTRUÇÃO DO QUESTIONÁRIO				
TEMA	TÓPICO	ITEM	PERGUNTAS PARA DISCUSSÃO	
1	Propriedade	Direito de propriedade	Direitos do investidor sobre as quotas e ativos que compõem o fundo	Quais são os direitos do investidor?
2		Direito a voto	Exercício dos direitos do investidor via voto e os direitos dos minoritários	Como os direitos do investidor são exercidos individualmente?
3		Regras de Assembléia	Competências, convocação, pauta	Como os direitos do investidor são exercidos coletivamente?
4		Votação em Assembléia	Crterios de Aprovação	Os assuntos exigem quoruns adequados?
5		Equidade no Tratamento	Tratamento com igualdade para os quotistas	Os quotistas são tratados com igualdade?
6	Conselho de Administração	Composição do Conselho	Membros e representatividade	Deveria existir esta função?
7		Relacionamento	Interfaces	Como se relaciona com outros membros?
8		Atribuições do Conselho	Decisões de Estratégia e direcionamento da instituição, os poderes e limites do Conselho (composição do portfolio)	Como é exercida a estrategia de investimento?
9		Atribuições do Conselho	Captação de recursos para investimentos, regimento e funcionamento	Como é exercida a estrategia de captação?
10	Distribuição Pública e Dispersão	Liquidez	Mínimo em circulação	Como ocorre?
11		Dispersão	Esforços para dispersão acionária	Como ocorre?
12	Gestão	Composição da Gestão	Representatividade	Quem faz a figura da gestão? (administrador/ gestor)
13		Atribuições da Adm/ Gestora	Direitos, deveres e limites da administradora/ gestora sobre o FII e seu portfolio	Como é exercida a função de gestão?
14		Informações	Informações e relatórios que devem ser disponibilizados, periodicidade e modelos	Quais informações requeridas e como são prestadas?
15	Conselho Fiscal	Composição	Representatividade	Deveria existir esta função?
16		Atribuições	Relacionamento	Como é feita a função?
17		Relacionamento	Interfaces	Como se relaciona com outros membros?
18	Auditoria Independente	Auditor	Contratação, parecer e relatório	Como é feita a função de auditoria?
19		Parecer da Auditoria	Recepção e tratamento do parecer	Como é tratado? Informado a assembléia?
20	Conduta e Conflito de Interesses	Situações de Conflitos	Identificação	O que é considerado?
21		Situações de Conflitos	Tratamento	Como é tratada?
22		Uso de informações	Informações sobre riscos, mercado, demonstrações	Como são divulgadas?
23		Mediação e Arbitragem	Soluções de questões societárias via Câmara de Arbitragem	Como são feitas?

Figura 22– Itens de Governança Corporativa e Elaboração das Questões

Fonte: Elaborada pela autora

6.2.2. Questionário do Gestor

As questões são abertas para proporcionar a discussão, recepção de informações e evidências que os gestores dos FIIs podem proporcionar a pesquisa.

O questionário foi dividido em duas etapas:

- 1ª etapa - Caracterização do Entrevistado;
- 2ª etapa - Aspectos de Governança Corporativa;

6.3. Entrevistas

6.3.1. Método de Condução das Entrevistas

As entrevistas foram realizadas seguindo as etapas dos questionários. Para tanto as questões foram ordenadas de forma que não se debatesse o mesmo assunto em momentos distintos, porém que o momento de discussão de cada tópico estivesse dentro do contexto de abrangência dele, para que todas as interferências dele e sobre ele fossem elencadas e discutidas.

Conforme descrito no fluxograma adiante, estão identificadas as questões que tratam de cada tema e que conduzem a entrevista. Os números apresentados na Figura – 24 correspondem às questões da Figura – 23.

Figura 23– Fluxograma do Questionário
Fonte: Elaborada pela autora

Durante a realização das entrevistas e das respectivas abordagens de cada item, foi considerada a análise conforme quadro indicado adiante. Neste modelo de análise para cada Item de Governança Corporativa buscou-se identificar os instrumentos de tratamento utilizados.

A Tabela – 25 demonstra como os instrumentos de tratamento e os itens de Governança Corporativa se relacionam. Os instrumentos de tratamento selecionados correspondem a: regulamentação; regulamento; prospecto; assembleia e arbitragem. Eles correspondem aos instrumentos através dos quais a Governança Corporativa atua.

ITENS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA X INSTRUMENTOS DE TRATAMENTO UTILIZADOS							
			legislação	regulamento	prospecto	assembleia	arbitragem
1	Propriedade	Direito do investidor sobre a quota		x			
2		Direito do investidor sobre o ativo	x	x			
3		Direito de voto		x			
4		Equidade de tratamento		x			
5		Competências da Assembleia	x	x	x		
6		Convocação e Pauta da Assembleia		x	x	x	
7		Crterios de Aprovação na Assembleia		x	x		x
8	Conselho de Administração	Representatividade do Conselho Adm					
9		Interfaces dos Conselho Adm					
10		Atribuições Estratégicas	x	x	x	x	
11		Atribuições de Captação de Recursos	x	x	x	x	
12	Regras de Distribuição Pública e Dispersão	Regras de liquidez		x	x		
13		Dispersão acionária		x	x		
14	Gestão	Representatividade da Gestão					x
15		Atribuições e limites de Gestão		x	x		x
16		Transparência	x	x	x		
17	Conselho Fiscal	Representatividade do Conselho Fiscal					
18		Atribuições	x	x			
19		Interface					
20	Auditoria Independente	Função Auditoria	x	x	x		
21	Conduta e Conflito de Interesses	Situações de Conflitos de Interesses	x	x	x	x	
22		Tratamento de Conflitos de Interesses	x	x	x	x	x
23		Informações sobre riscos			x		
24		Mediação e Arbitragem					

Tabela 24– Itens de Governança x Instrumentos de Tratamento Utilizados

Fonte: Elaborada pela autora

6.4. Entrevistados

6.4.1. Empresas

Para a realização das entrevistas foram escolhidas empresas do setor que administram e/ou fazem a gestão de FIIs. Foram realizadas entrevistas com cinco empresas. Estas empresas são responsáveis por alguns dos FIIs utilizados para análise.

O perfil dos entrevistados é de diretores de empresas com experiência em gestão de FIIs.

As companhias gestoras em sua maioria possuem FIIs criados anterior e posteriormente à nova regulamentação.

O volume sob a gestão dos entrevistados totaliza mais de R\$ 10 bilhões, incluindo mais de 40 (quarenta) fundos, sendo que nem todos são negociados na bolsa de valores. Alguns destes gestores possuem também FIPs em sua carteira, o que proporcionou maior número de informações e comparações à pesquisa.

Dentre estes FIIs sob gestão dos entrevistados, incluem-se mono ativos, multi ativos, fundos de fundos, fundo de CRIs; fundos criados antes e após a alteração na regulamentação.

6.4.2. Entrevistas com Gestores/ Administradores

FII	
PROPRIEDADE	
1. A informação dos direitos sobre os ativos e as quotas são claras e específicas para os quotistas nos FIIs?	Informações para o quotista sobre propriedade são claras. Dentre os fundos, o FII é o que tem maior transparência e que mais fortemente são encontrados os itens de Governança Corporativa. Sobre fundos financeiros as informações são mais divulgadas no mercado, para FIIs ainda está em formação. Há muita informação sobre os FIIs no mercado, mas não são fáceis de compreender.
2. O exercício do direito via votação em assembleias é satisfatório e adequado? Por quê?	O exercício do direito via votação em assembleias é satisfatório porque não há privilégios, há regras de quóruns qualificados e isto é muito explícito em regulamento, são itens que mantêm a Governança Corporativa ativa. A quota de um FII neste sentido se aproxima mais de uma ação de uma empresa listada em bolsa do que uma quota de um fundo de renda fixa. Muitos itens do FII são votados por maioria presente, alguns itens necessitam de maioria absoluta, são questões mais relevantes. Na prática significa que nunca serão votados, porque o FII tem tiquete pequeno, o que resulta em um fundo pulverizado. Talvez o representante dos quotistas fosse uma solução. Há situações que são benéficas para os investidores, porém não é possível aprovar porque não é viabilizada a presença dos quotistas.
3. As regras para votação de assuntos e seus respectivos quóruns de aprovação são adequados? Há assuntos que poderiam exigir maior ou menor votação? Comente.	Os quóruns são definidos conforme regulamento. Quando o fundo possui poucos quotistas a Assembleia é mais densa, os quotistas opinam e participam mais, quando há um grande número de quotistas no fundo se torna mais difícil obter um consenso. Os assuntos e itens poderiam ser mais segmentados, para determinados tipos de assuntos poderíamos dar tratamento diferente. Alguns itens poderiam ser diferentes, porque a necessidade de maioria absoluta inviabiliza a votação na maioria dos FIIs porque são muito pulverizados.
4. O fato de assuntos menos relevantes exigirem apenas aprovação de maioria das quotas presentes em assembleia melhora a tomada de decisões do fundo? Comente e exemplifique, se possível.	O fato de assuntos menos relevantes exigirem quóruns menos restritos melhora a tomada de decisões do FII e facilita a operação do fundo, deixando-a mais ágil. Em fundos onde a base de quotistas é pulverizada não dá para fazer de outra maneira enquanto não existir um tipo de votação mais rápida, via internet, p.ex.
5. As regras de convocação e pauta das reuniões de assembleia ocorrem conforme previsto em regulamento? A comunicação é adequada? Comente.	As comunicações para convocação de assembleia são adequadas. A comunicação eletrônica, que ainda está no início já deveria estar bem estabelecida no mercado, este é um item que merecia um foco para agilizar a operação.
6. Há equidade no tratamento dos investidores? Comente.	Há equidade no tratamento dos investidores total, o ambiente da Bolsa é um ambiente isento, imparcial, transparente; independentemente do porte do fundo e do número de quotistas. O marco regulatório e a listagem na Bolsa aproximam o tratamento ao quotista do FII do tratamento para o acionista de SA. Há um cuidado em fornecer igual tratamento e informações a todos os quotistas.
7. O perfil dos investidores de FIIs, incentiva ou não uma gestão mais ativa da carteira (busca de propriedades e reposicionamento de ativos)? E na fase anterior a nova regulamentação? Comente.	A escolha de incentivar ou não uma gestão mais ativa depende da estratégia do fundo, No médio e longo prazo, a grande maioria dos FIIs serão de propriedades mais estáveis e não de posições especulativas. A troca de posições ocorrerá se as propriedades perderem a qualidade de geração de renda e serão trocadas por propriedades com maior qualidade de geração de renda. O perfil dos investidores no tempo deve começar a mudar para pessoas mais sofisticadas mais interessadas em entender o produto, devem contemplar investidores com perfil de governança mais rígido, que desejem influenciar decisões na compra ou não de imóveis, sendo possível, desta maneira dar discricionariedade ao investidor. O regulamento ao mesmo tempo que protege o investidor, em alguns casos engessa a tomada de decisões do administrador. Esta necessidade de indicar qual é o imóvel, os investidores ainda resistem de dar “cheque em branco” para o gestor. Com o tempo, quanto mais tradicional for gestor, menor a necessidade de especificar propriedades para captação de recursos. São dois itens que mudarão o mercado ao longo do tempo: construção do histórico de gestão e amadurecimento do mercado.
ANÁLISE	
O item de maior relevância relacionado à Propriedade, trata-se das regras de votação em assembleia. Ao mesmo tempo que encaminhar todos os assuntos para votação em assembleia protege o investidor, que tem assegurado que para qualquer alteração será consultado, trava a agilidade do FII. Os assuntos não previstos em regulamento devem ser aprovados em assembleia, porém surgem as dificuldades: FII pulverizado, grande parte de quotistas não comparece, as decisões acabam sendo votadas pela minoria presente, assuntos que exigem maior agilidade podem e muitas vezes são prejudicados pelo tempo de resposta. Os quotistas que comparecem nem sempre estão interessados dos assuntos a serem votados em assembleia. O investidor ganha em transparência, mas pode perder em resultado, dependendo da decisão ou do prazo para tomada de decisão. A viabilidade de determinados quóruns de votação para FIIs pulverizados poderia ser através do representante dos quotistas, raramente utilizado atualmente.	

Tabela 25– Síntese da Visão dos Entrevistados - Item Propriedade

Fonte: elaborada pela autora

FII	
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	
8. No FII a figura do(s) Representante(s) dos Quotistas pode representar em parte um Conselho de Administração? Mesmo sem poder de deliberação?	<p>Não existe a figura do Conselho de Administração no FII, eventualmente pode existir um Comitê de Representantes dos Investidores, chamado Representantes dos Quotistas, mas sem função deliberativa, apenas fiscalizadora, não possui poder de deliberação mas tem poder de influência, a maioria dos FIIs não possui essa figura. Nas SAs, o Conselho de Administração existe e tem poder de deliberação, posteriormente transfere para a Assembleia implantar. Já nos FIPs existe claramente a figura do gestor, inclusive o gestor tem autoridade para fazer aplicação. Para os FIIs o cenário tende a mudar quando os FIIs tomarem uma postura mais discricionária e os quotistas quiserem ter uma voz mais ativa. No FII a trava já está na lei. Talvez se estas travas não existissem fosse necessária a criação de uma figura de representante. Para compor um comitê de investimentos é preciso definir quem irá compor, por quanto tempo. Quando o fundo é muito pulverizado, essas definições ficam muito complicadas. Em FIIs com poucos quotistas esse comitê pode até funcionar, mas em geral este modelo não é utilizado. Os FIPs são veículos mais utilizados para private equity, é uma atividade de alto risco, então alguns investidores tendem a querer participar mais. Nos FIIs, geralmente os fundos de pensão estão nos mono ativos.</p>
9. A não necessidade de especificação de propriedades e a flexibilidade de investir em ativos imobiliários transformam o FII em um instrumento de investimento ativo e mais ágil no mercado? Por quê?	<p>A não especificação de propriedades torna o FII mais ágil, mas tem menos capacidade de circulação no mercado. Quando você coloca o administrador com total capacidade de gestão sobre o portfólio, fica difícil encontrar um substrato de mercado onde você encontre os investidores que aceitem essa situação. A questão é saber se com este grau de agilidade você teria investidores interessados em confiar isso ao administrador. Com certeza antes existia um “engessamento” que só permitia investimento em propriedades diretamente. Para ir ao mercado com o ativo identificado, é muito complicado. Quando você tem o capital sem necessidade de marcar o ativo, pode efetuar negócios muito mais competitivos, bom principalmente para o próprio investidor. Há dois itens importantes ativos que aumenta esta flexibilidade no mercado, um é o fundo de fundos e o outro é o fundo de CRIs.</p>
10. A ausência de percentual máximo não alocado em ativos imobiliários fomenta uma maior busca de diversificação do portfólio? Em que conjunturas você reservaria uma parcela para alocação em recursos financeiros? Comente.	<p>A ausência de percentual máximo não alocado em ativos imobiliários não fomenta uma maior busca de diversificação do portfólio. Apenas em conjunturas muito particulares como possuir uma perspectiva de preços convidativos para se desfazer do portfólio, porém com indicação de que seja benéfico aguardar para adquirir novamente um portfólio porque haveria grande alteração de preços; dificilmente seria possível administrar um FII com este alto grau especulativo. Ainda mais que quando se investe em FIIs se entra na Governança Corporativa do fundo, é uma blindagem para o investidor. Este percentual só não existe em FIIs que são compostos preponderantemente por imóveis, porque quando o FII é preponderantemente composto por ativos financeiros de base imobiliária tem que obedecer aos quesitos mínimos e máximos de alocação definidos pela instrução CVM 409. Atualmente é muito ruim, porque o FII tem uma tributação que desincentiva a aplicação em ativos financeiros, porque tem IR na fonte. O interessante seria ter capital em caixa, mas com tempo para analisar e buscar no mercado.</p>
11. Como se formula a estratégia de investimento diante da nova regulamentação? Comente e se possível exemplifique.	<p>Há atualmente estratégias de investimento alternativas como posições em SPEs, debêntures, letras imobiliárias, CRIs, porém os regulamentos já descrevem o tipo de portfólio. Este item não fica em aberto ao longo da operação do FII permitindo grandes mudanças de tipo de investimento. Quando se tem um fundo com pouco quotistas podem ser tomadas decisões estratégicas como a não distribuição de renda para acumular capital para aquisição do controle. A formulação de estratégia do FII mudou com a nova legislação, há um marco regulatório mais flexível, mas também mais exigente, há obrigações e regras atualmente é necessário estar muito mais estruturado e blindado com terceirizados especialistas que tenham capacidade de diminuir e mitigar os riscos envolvidos nos ativos que são incluídos no portfólio. A estratégia de investimento mudou muito com a nova legislação, porque há flexibilidade de diversificar os fundos, os chamados de gestão ativa. A principal diferença é que atualmente o gestor tem que manter uma equipe que está constantemente acompanhando as oportunidades do mercado, tanto em investimentos diretos como em outros tipos de ativos.</p>

Tabela 26– Síntese da Visão dos Entrevistados - Item Conselho de Administração

Fonte: elaborada pela autora

FII	
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	
12. A possibilidade de subscrição parcial de quotas e o cancelamento das quotas não subscritas, têm permitido um incremento na captação de recursos? Comente.	A possibilidade de subscrição parcial de quotas e o cancelamento das quotas não subscritas não têm permitido um incremento mas sim uma facilitação, na captação de recursos. Isto auxilia mercadologicamente, porque é possível montar operações maiores, sem precisar desistir de captações menores, caso grandes captações não ocorram. Mas antes das alterações na regulamentação, ao invés de fazer uma emissão grande de quotas, eram feitas várias emissões de quotas em menor volume. Portanto era feita uma pequena oferta inicial de quotas, que viabilizava o fundo e depois eram feitas novas tranches, desde que o regulamento permitisse essas novas emissões. Atualmente, o ideal é observar que a distância entre o volume total e o mínimo não seja tão grande.
13. A maneira como é exercida a estratégia de captação de recursos possibilita que o investidor tenha poder de decisão sobre emitir mais quotas, quando não previsto em regulamento; isso diminui a flexibilidade? Comente.	As emissões de quotas não previstas em regulamento, que conseqüentemente necessitam de aprovação da assembleia para ocorrer, diminui a flexibilidade do FII. Dificilmente é possível emitir, porque sempre haverá a dúvida, se o recurso novo não irá diluir a rentabilidade do recurso já existente. Isso de fato diminui a flexibilidade, mas você dá a opção para o quotistas, de um lado (investidor) tem o ponto negativo que tem que pedir permissão para o quotista, porém de outro lado (quotista), se ele estiver satisfeito com a gestão e o desempenho do fundo, pode provavelmente permitir a emissão de mais quotas. Este item traz transparência, governança e segurança para o investidor, tornando o veículo atrativo. Talvez pudesse existir um fundo que fosse um programa e as captações fossem feitas em tranches. O investidor poderia escolher em que fundo investir, porque haveria uma segmentação de fundos, que fazem ou não tranches, que indicam ou não imóveis que serão investidos.
ANÁLISE	
<p>Por enquanto o FII ainda possui muitos investidores que estão amadurecendo juntamente com este ambiente de investimento. Ainda não justifica um grupo como o Representante de Quotistas, ainda mais porque ele não possui função deliberativa, com o passar do tempo os investidores vão desejar maior participação nas decisões e um grupo de discussão e decisão será fundamental. Porém ao mesmo tempo que os investidores tendem a ser mais participativos, o fundo para ganhar agilidade na decisão e negociação não deve especificar os ativos que serão adquiridos, p.ex.. Essa especificação prejudica a negociação e faz com que oportunidades excelentes não possam ser utilizadas por não terem sido especificadas anteriormente. O mercado não encontra atualmente um grupo de pessoas dispostas a participar de um fundo que não indique inicialmente os ativos a serem investidos.</p>	

Tabela 27 – Síntese da Visão dos Entrevistados - Item Conselho de Administração

Fonte: elaborada pela autora

FII	
REGRAS DE DISTRIBUIÇÃO E DISPERSÃO	
14. Nos FIIs do portfólio há regras para evitar a concentração ou aumentar a dispersão de propriedade? Comente.	A regra de destinar uma parte das ações para manter no mercado na tentativa de melhorar a liquidez vale somente para ação, porque no FII 100% das quotas estão colocadas no mercado. Nos FIIs listados na BOVESPA todas as quotas estão no mercado. Não há limites de quotas por quotista, mas há mínimo de investimento por quotista. Alguns investidores tem 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, que é um instrumento paralelo ao regulamento. Para um fundo muito pulverizado este acordo é inviável.

Tabela 27– Síntese da Visão dos Entrevistados - Item Regras de Distribuição e Dispersão

Fonte: elaborada pela autora

FII	
GESTÃO	
15. Está claro o entendimento sobre quem representa a função de Gestão do FII? Poderia ser diferente? Comente.	Para o FII poderia haver uma figura de gestor equivalente aos FIPs. Porém a idéia desta pessoa reportar as decisões para o ambiente dos investidores conforme o Conselho de Administração das SAs iria bloquear toda a operação. No FII, o consultor é o que tem inteligência imobiliária, mas nem todos os fundos têm essa estrutura. Hoje existe uma confusão no mercado sobre a diferenciação do administrador como agente fiduciário e o gestor que é quem opera a estratégia na carteira do fundo. No FII não existe essa figura de gestor definida, em regulamentação existe a figura do consultor de investimentos que acaba fazendo um papel parecido com o de um gestor.
16. Esta função é exercida de maneira adequada ou há conflitos de interesses?	Não há conflitos de interesses no fato da administradora exercer o papel de “gestora” também. A boa definição de papéis torna o FII mais atrativo no mercado, porque o investidor vê transparência. Não há conflitos de interesses, mas sim uma confusão de papéis e responsabilidades.
17. Há demonstração de algum FII buscando se adaptar a regras de transparência diferenciadas? Comente e exemplifique se possível.	Não há indicação de FII buscando se adaptar a regras de transparência diferenciadas, porém há esforços nos FIIs para demonstrar cada vez mais as informações. Os FIIs estão buscando cada vez mais transparência e o aumento de fornecimento de informações aos quotistas. As regras do Novo Mercado são itens e preocupações mais relacionados com sociedades por ações: liquidez, negociações com partes relacionadas, concentração de ordinárias com preferenciais, itens que não existem no fundo.
18. Há consciência no mercado de que o atendimento a estas regras, fortalece e valoriza o FII, tornando-o mais atrativo? Comente.	Os investidores demonstram claramente que desejam mais informações e mais claras. O investidor do FII se sente dono, se interessa pelo andamento dos ativos e quer participar da gestão. O mercado indica que melhorando o entendimento, aumenta a base de investidores e conseqüentemente aumenta a liquidez. O investidor atualmente não tem tanto conhecimento e a legislação foi feita de maneira que protege ele.
19. A obrigatoriedade da administradora do FII ser uma instituição financeira traz estabilidade para a gestão do fundo? Comente.	A obrigatoriedade de a administradora ser uma instituição financeira traz estabilidade para o fundo, porém seria razoável a inclusão da figura do gestor com especialidade em real estate. Porque a administradora pode ou não contratar um consultor imobiliário, mas de qualquer maneira ela continua com poder de deliberação. Se houvesse a figura do gestor dentro do fundo, ele teria a especialidade e a autoridade, o que seria muito mais coerente. Um grande diferencial desta indústria de fundos (FIIs), é ter uma instituição financeira como administradora, com responsabilidades objetivas, com nível de controle rigorosíssimo que é o Banco Central e a CVM regulando e fiscalizando.
20. Como a administradora deve se portar? Deve se valer de assessorias especializadas no setor de Real Estate para posicionar o FII?	A administradora deve se valer de assessorias especializadas em real estate para posicionar o FII. O administrador do FII embora ele não precise da especialização no segmento, porque ele pode contratar terceiros, ele tem que ter um nível de conhecimento sobre o mercado imobiliário, como também é fundamental o administrador se apoiar em empresas especializadas para determinadas atividades. A gestora deve possuir uma área de inteligência imobiliária, mas o que não a impede de utilizar assessorias especializadas.
ANÁLISE	
O FII não possui a figura do gestor, mas ao longo do tempo esta figura se tornará imprescindível. Porque o administrador atualmente deve contratar um consultor imobiliário, para buscar os ativos e acompanhar o mercado, porém 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 agregaria velocidade e valor às decisões. Mesmo com a figura do gestor, deve existir também a do consultor imobiliário, ele possui especialidade e inteligência de mercado que minimizam riscos. Apesar da flexibilidade de poder investir em um maior grupo de ativos, o FII tem se tornado um ambiente de investimento mais estruturado, a medida que tem buscado no mercado profissionais especializados para a prestação dos diversos serviços necessários ao seu funcionamento. A utilização de especialistas diminui e mitiga os riscos específicos que podem estar envolvidos nos ativos. As informações dos FIIs ao mercado ainda não são padronizadas.	

Tabela 28– Síntese da Visão dos Entrevistados - Item Gestão

Fonte: elaborada pela autora

FII	
CONSELHO FISCAL	
21. Os processos de auditoria podem substituir o Conselho Fiscal? Comente.	Os processos de auditoria podem substituir o Conselho Fiscal. Não há necessidade de Conselho Fiscal mesmo nas companhias é pouco utilizado. Eles atuam de forma mais pontual. O fundo teria que ter uma complexidade maior para justificar uma estrutura dessas.

Tabela 29– Síntese da Visão dos Entrevistados - Item Conselho Fiscal

Fonte: elaborada pela autora

FII	
AUDITORIA INDEPENDENTE	
22. O parecer final da auditoria é divulgado com clareza e transparência? Se o parecer é negativo quais cuidados para transmissão e tratamento? Comente.	O parecer final sempre é levado juntamente com o balanço para a apresentação na Assembleia. O FII se aproxima muito de uma empresa (SA), mais restrita, mas com muito mais governança do que outros fundos. Todas as informações que são geradas com a auditoria são informadas aos quotistas e levadas a CVM. Os relatórios são bem profundos e transparentes. Se o parecer for negativo é preciso atuar, caso o administrador não tome providências, os quotistas podem até destituir o administrador.

Tabela 30 – Síntese da Visão dos Entrevistados - Item Auditoria Independente

Fonte: elaborada pela autora

FII	
CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES	
23. Há separação de funções e definições claras de papéis e responsabilidades dentro da estrutura dos FIIs (administração -gestão)? Comente.	Desde que o administrador e gestor não façam o mesmo papel, não há conflitos de interesses, há uma confusão de papéis e responsabilidades.
24. No FII a identificação de uma situação de conflito de interesses pode ser indicada por qualquer participante (quotista)? Como ocorre?	As situações de conflitos de interesses podem ser indicadas por qualquer quotista através de comunicação a empresa. A identificação de conflitos de interesses é pouco comum. Há um ponto de discussão, porque está definido que quem determina se há ou não conflito de interesses é a assembleia, isso é inadequado. Os quotistas não comparecem na sua maioria, então a votação ocorre com poucos, que ainda, em geral não possuem informações claras do que são Conflito de Interesses.
25. Os participantes têm uma ideia clara de quais itens podem ser considerados Conflitos de Interesses dentro de um FII? Comente.	Aparentemente os quotistas não têm uma ideia clara de quais são os atos que caracterizam conflitos de interesses. Porque em assembleia de fundos poucos comparecem. Então é dado o poder a minoria que comparece de definir se a situação é ou não de conflito de interesses. Os investidores institucionais têm consciência de quais situações caracterizam conflitos de interesses, mas os investidores pessoa física não tem essa ideia clara.
26. A inclusão de itens sobre identificação e tratamento de conflitos de interesses favorece a atração de novos quotistas? Comente.	Sobre inclusão de itens de identificação e tratamento de conflitos de interesses, essa ação favorece a atração de quotistas. Para pessoas físicas isso não impacta tanto, portanto em geral não há um impacto tão grande, há uma maior preocupação do próprio gestor, como empresa.
27. Há exemplos de que algum FII buscou o modelo de arbitragem para solução de conflitos? Comente.	Não há conhecimento de que algum fundo tenha buscado o modelo de arbitragem para solução de conflitos. Isto tende a ser muito pouco comum porque a governança de FIIs é muito completa e se for bem construída, utilizando os adequados níveis de quóruns e de votação, dificilmente se chegará a um nível de solução apenas via arbitragem.
ANÁLISE	
A identificação de conflitos de interesses é pouco comum. A assembleia determina se uma situação é ou não de conflitos de interesses, isso é inadequado porque os quotistas não possuem conhecimento suficientes para determinar o que é ou não uma situação de conflitos de interesses e não comparecem na sua maioria às assembleias. A adoção de itens de identificação e tratamento para conflitos de interesses causa maior atratividade aos investidores institucionais que possuem maior clareza sobre estas situações.	

Tabela 31– Síntese da Visão dos Entrevistados - Item Conduta e Conflito de Interesses

Fonte: elaborada pela autora

FII	
MERCADO	
28. Há uma maior procura e maior velocidade de subscrição de quotas nos FIIs atualmente? Comente.	Há uma maior procura e maior velocidade de subscrição de quotas nos FIIs atualmente. O conhecimento sobre o veículo só tem se expandido em função do próprio crescimento do mercado imobiliário que gera reflexos diretos nos FIIs. O tamanho do mercado de real estate em relação a outros países ainda é muito pequeno com um grande potencial de crescimento.
29. Quanto deste aumento de oferta e demanda se deve a nova regulamentação e quanto se deve ao momento econômico? Comente.	Os FIIs possuem características benéficas como lastro imobiliário, renda contínua, proteção a inflação e isenção fiscal para pessoa física. 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, todas muito consistentes levando oferta e demanda de FIIs a crescerem em uma velocidade parecida. A entrada de grandes <i>players</i> como os bancos, aumenta consideravelmente a quantidade de novos investidores e potenciais investidores olhando para este mercado, isso é um ciclo que está começando agora e tende a aumentar substancialmente. O momento econômico é importante também, porque este tipo de operação (FII) funciona muito bem se a condição macroeconômica estiver adequada. Fica difícil avaliar quanto se deve ao momento econômico e quanto se deve a nova legislação. Com relação a nova legislação talvez 40%, mas a maior parte do crescimento se deve ao momento econômico: juros mais baixos, performance dos ativos imobiliários nos últimos anos, crescimentos do mercado imobiliários nos últimos cinco anos. O que gera um interesse natural de investimentos no setor, isso pode ser feito através de diversos veículos, e um deles é o FII, que especialmente para pessoa física tem vantagem tributária. A legislação contribui, mas o que define o crescimento é o grande volume de pessoas querendo investir no mercado imobiliário, e o mercado responde se estruturando para captar este recurso disponível.

Tabela 32– Síntese da Visão dos Entrevistados - Item Mercado

Fonte: elaborada pela autora

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 assembleia direciona a estratégia do fundo	o administrador executa a estratégia definida no regulamento ou alterada pela assembleia	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

Tabela 33– Análise Comparada das Entrevistas

Fonte: elaborada pela autora

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 ideia clara	incluir itens que tratam do assunto atrai mais quotistas, porque demonstra transparência	os investidores tem ideia do que é, porém a votação em assembleia inviabiliza	os investidores institucionais têm ideia clara, os investidores pessoa física não têm	os investidores não tem ideia 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 34 – 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 assembléia. Por um lado encaminhar todos os assuntos para votação em assembléia 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 assembléias. 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. Vale ressaltar que no ambiente de investimento de comparação, o FIP, os ativos não são determinados previamente e isso não diminui sua agilidade. 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 (esta informação não consta em legislação). 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 assembléia e à CVM. Para o item **Conduta e Conflitos de Interesses** a assembléia 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 assembléias. 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.

Relevante comentar que apenas os gestores foram entrevistados, não foram realizadas entrevistas com os investidores, portanto não está indicado neste estudo o ponto de vista do investidor. Não é possível afirmar que parte dos entraves característicos do FII estão relacionados com o não comparecimento a assembléia, ou com a falta de conhecimento específico sobre o assunto por parte dos investidores. Em outros ambientes de investimento, como o FII, por exemplo, estes pontos relacionados ao investidor não se tornam motivo de entraves na operação.

Sobre a compilação dos dados coletados nas entrevistas, em muitos casos eram convergentes, portanto, puderam ser transformados em uma única opinião. Em casos de não convergência, as duas opiniões foram apresentadas no mesmo item de Governança Corporativa.

7 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**, sendo que os mais relevantes estão indicados na Tabela-35. Alguns deles têm por objetivo agregar valor ao investidor, e outros, ao próprio fundo.

Tema	Tópico	Ponto de Discussão	Objetivo
PROPRIEDADE	Direito de Propriedade		
	Direito a voto		
	Regras de Assembléia (convocação e pauta)		
	Votação em Assembléia	quóruns mais segmentados por tipo de assunto	agilidade para o fundo
	Equidade no Tratamento		
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	Composição do Conselho (funções da administradora e gestora)	grupo com poder de deliberação	poder de decisão para o investidor
	Relacionamento (supervisão da gestão com outras partes)		
	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 captação de recursos quando preciso	poder de estratégia para o fundo
REGRAS DE DISTRIBUIÇÃO E DISPERSÃO	Liquidez (percentual mínimo de ações em circulação)		
	Dispersão (garantia de acesso a todos os investidores)		
GESTÃO	Composição da Gestão	obrigatoriedade da figura do gestor	mais especialidade para o fundo
	Atribuições da Administradora/ Gestor		
	Informações (conteúdo e periodicidade)		
CONSELHO FISCAL	Composição (função não identificada)		
	Atribuições		
	Relacionamento		
AUDITORIA INDEPENDENTE	Auditor Externo (contratação)		
	Parecer da Auditoria (como é tratado)		
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
	Uso de Informações		
	Mediação e Arbitragem		

Tabela 34— Pontos de Discussão dos Itens de Governança Corporativa

Fonte: elaborada pela autora

O primeiro ponto indicado trata da necessidade de **quóruns de aprovação mais segmentados por tipo de assunto**. O fundo deveria ter um número maior de variações de quóruns de aprovação, buscando assim maior velocidade de solução para diversos assuntos, além disso, aumentaria também o número de assuntos com medidas previstas em regulamento, e a criação de cláusulas de proteção. Conforme constatado nos capítulos anteriores, as aprovações para um grande número de assuntos proporcionam segurança ao investidor, porém causam morosidade para as decisões.

O grupo de investidores de FIIs, diferenciado atualmente (investidores financeiros buscando investir em imóveis e investidores de imóveis buscando investir no mercado financeiro), tende à homogeneidade a medida que ocorrer o amadurecimento do mercado. A partir desta etapa, os investidores, mais habituados ao funcionamento do fundo, buscarão participar mais das decisões, possivelmente através de **grupo com poder de deliberação**, acompanhando continuamente a qualidade dos investimentos e capacidade de geração de renda dos ativos.

A **definição de ativos para a captação de recursos** ainda é muito utilizada pelos FIIs; em alguns casos ao menos a definição do segmento do mercado, tipo de ativo e área de atuação em que os recursos serão investidos são necessárias. Conforme constatado nas entrevistas, este item proporciona segurança ao investidor, porque ele entende que está investindo diretamente nos ativos indicados, porém causa grandes impactos não só na velocidade para realizar a operação como no poder de negociação. Os ativos marcados em geral têm seu valor aumentado ou necessitam de valores adiantados para assegurar que não serão comercializados. Em contrapartida, excelentes oportunidades de aquisição de ativos podem surgir sem eles terem sido indicados previamente e desta forma impedidos de serem adquiridos. Estas necessidades de indicação de ativos para a captação de recursos desaparecerá com o amadurecimento do mercado, o risco passará a ser associado ao gestor, com base na sua capacidade de administrar o portfólio.

Este último item citado, portanto, deve ser precedido da criação **obrigatória da figura do gestor na estrutura** dos FIIs. Apesar do fato da administradora ser uma instituição financeira agregar segurança e estabilidade à indústria de FIIs, a necessidade da figura do gestor como figura estratégica na composição e gestão do portfólio, se torna cada vez mais imprescindível. Conforme indicado nas entrevistas, o gestor possui *expertise* de mercado imobiliário com equipe própria ou capacidade de contratar e supervisionar empresa para esta função. Mesmo

não definido em legislação, o mercado, através de empresas respeitadas, já inclui em suas estruturas de FII a figura do gestor, porém sem poder de deliberação.

O processo para **captação de recursos**, assim como a marcação dos ativos, causa morosidade às negociações. Muitas oportunidades interessantes para o fundo são excluídas, porque o total de recursos previstos em regulamento já foi captado ou porque uma nova captação de recursos depende de aprovação da assembleia, e nem sempre há tempo hábil para cumprir o procedimento. Neste caso, o possível grupo com capacidade de deliberação, sugerido anteriormente, poderia ser o responsável por decidir em nome do fundo, novas captações de recursos se necessário, verificando sua adequabilidade à estratégia do fundo.

Os assuntos relacionados aos **conflitos de interesses**, atualmente são aprovados pela assembleia geral. Ela determina se efetivamente uma situação é ou não conflito de interesses para o fundo. Conforme constatado nas entrevistas com os gestores, a maioria dos quotistas não comparece às assembleias e dentre os quotistas que comparecem, não é maioria os que compreendem exatamente o que são situações de conflitos de interesses. Há necessidade da criação de um comitê especializado para julgar as situações como conflito de interesses ou não, assim como há necessidade da criação de um código de conduta que determine situações diversas e seus respectivos tratamentos.

Em alguns casos, a solução de um ponto de discussão pode entrar em conflito com outro, pela própria estrutura do ambiente de investimento. Conforme é possível verificar:

Ao mesmo tempo em que o investidor teria maior poder de decisão com **o grupo com poder de deliberação**, ele deveria participar da aprovação de menos assuntos do que atualmente, com os **quóruns de aprovação mais segmentados por tipo de assunto**.

A figura-36 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 também demonstra as relações entre estas características através dos itens de Governança Corporativa.

Considerando os pontos de discussão identificados na Tabela-35 e analisando as características e respectivos critérios de Governança Corporativa que as envolvem conforme a Figura - 36:

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**. Estes itens tratam a maneira como estrutura organizacional do FII, exerce a propriedade sobre o portfólio e toma as ações através do fluxo de decisão. Nos pontos de discussão da Tabela-35, relacionados ao item Conselho de Administração, encontramos: **criação de grupo com poder de deliberação**, **captação de recursos sem indicação do ativo** e **facilidade de captação de recursos**. Observando a Figura-36, a criação de grupo com poder de deliberação altera a característica Fluxo de Decisão, conseqüentemente há impacto nas outras duas características Relação de Posse e Estrutura Organizacional. Por este motivo há conflitos para a realização desta alteração. 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**. Estes itens tratam a maneira como estrutura organizacional do FII, exerce a propriedade sobre o portfólio tomando ações para a gestão e demonstrando

claramente os processos através de transparência. Portanto, nos pontos de discussão acima, relacionados ao item Gestão, encontramos: **obrigatoriedade da figura do gestor**. A partir da Figura-36 é possível verificar que a criação da obrigatoriedade da figura do gestor altera a característica Estrutura Organizacional, conseqüentemente há impacto nas outras duas características, Relação de Posse e Transparência. 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, portanto, 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 da Tabela-35, relacionado ao item Propriedade, encontramos: **quóruns mais segmentados e por tipo de assunto**.

A partir da Figura-36 é possível verificar que a alteração para quóruns mais segmentados e por tipo de assunto altera a característica Fluxo de Decisão, conseqüentemente há impacto nas outras duas características Relação de Posse e Perfil do Investidor. 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 da Tabela-35, relacionado ao item Conflitos de Interesses, encontramos: **aprovação por comitê especializado**. A relação entre as características demonstra que existe participação do investidor no fluxo de decisão sobre critérios de transparência, o perfil do investidor do FII está ciente desta participação. A partir da Figura-36 é possível verificar que a aprovação por comitê especializado sobre conduta altera a característica Fluxo de Decisão, conseqüentemente há impacto nas outras duas características Transparência e Perfil do Investidor. 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 da Tabela-35 causam impactos em outros itens e necessitam de reestruturação para serem efetuados.

A criação de comitê com responsabilidade de julgar situações de conflitos de interesses necessita de uma estrutura que envolve desde a criação de um Código de Conduta até regras para a eleição do comitê.

A segmentação dos assuntos com quóruns diferenciados, mais flexíveis e mais ágeis, necessita da criação de regras que mesmo com estas alterações mantenham segurança e proteção ao investidor.

A criação obrigatória da figura do gestor deve ser cercada de regras que mitiguem os riscos de transferir a estratégia do fundo para uma empresa contratada por ele.

A criação de um pequeno grupo com responsabilidade de aprovar as estratégias elaboradas pelo gestor é imprescindível, assim como as respectivas regras para a eleição deste grupo, que teria uma função de representar os investidores. Este mesmo grupo teria o poder de aprovar mais rapidamente a alteração de ativos no portfólio e a captação de novos recursos.

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.

Este debate cresce a partir dos 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.

Ficam abertas algumas discussões para futuras pesquisas acadêmicas:

- 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 internacionalizado.

8 BIBLIOGRAFIA

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.

BIANCO C.; GHOSH C.; SIRMANS C. F.; **The Impact of Corporate Governance on the Performance of REITs**, The Journal of Portfolio Management, 2007, 17 p.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO - BM&FBOVESPA. **Regulamento de Listagem do Novo Mercado**, São Paulo, 2008. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br> Acesso em 11 out.10.

_____. **Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 1**, São Paulo, 2008a. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br> Acesso em 11 out.10.

_____. **Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa Nível 2**, São Paulo, 2008b. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br> Acesso em 11 out.10.

_____. **Reforma do Regulamento de Listagem do Novo Mercado – Vigência e Providências**, São Paulo, 2011. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br> Acesso em 13 jun.10.

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.

BRUEGGEMAN, W. B.; CHEN, A. H.; THIBODEAU T. G.; **Real Estate Investment Funds: Performance and Portfolio Considerations**, AREUEA Journal, 1984, 22 p.

BRUEGGEMAN, W. B.; FISHER J. D.; **Real Estate Finance & Investments**, McGraw-Hill, 11a Ed, 2002, 654p.

CARVALHAES, Marcelo La Motta (2006) **Análise de Fundos de Investimento em Participações com Aplicações em Empreendimentos Imobiliários**. Escola Politécnica, USP, Monografia (MBA), 89p.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, CVM. **Caderno nº 6 – Fundos de Investimento Imobiliário**, 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> Acesso em 13 jun.11.

_____. **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 Assembleia 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.

DALMACIO, Flavia Zoboli; NOSSA, Valcemiro; **A Teoria de Agência Aplicada aos Fundos de Investimento**, 2007, 12 p.

ECKERT, J. **Europe's REIT regime**. Urban Land, Washington, v.63, n.07, jul. 2004, p.88-89;93;

FRIEDMAN, J. P.; HARRIS, J. C.; LINDEMAN J. B.; **Dictionary of Real Estate Terms**, Barrons, 6ª Ed., 2004, 501 p.

HARTZELL, Jay C.; SUN, Libo; TITMAN, Sheridan; **The Effect of Corporate Governance on Investment: Evidence from Real Estate Investment Trusts**, 2006, 34 p.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4ª Ed., São Paulo, 2009.

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.

KUCKO, Irena; **Investment Fund Portfolio Selection Strategy**, Business: Theory and Practice, 2007, 7 p.

NAREIT National Association of Real Estate Investment Trusts, **The Investor's Guide to Real Estate Investment Trusts (REITs)**, 2009, NAREIT.com

PAGLIARI JR., J. L.; **The Handbook of Real Estate Portfolio Management**, McGraw-Hill, 2a Ed., 2001, 1217 p.

PRATT, M. D.; **Investment Fund Governance in Canada: Early Observations on the implementation of National Instrument 81-107**, Journal of Securities Law, Regulation & Compliance, 2008, 14 p.

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 (1994). **Fundos de Investimento Imobiliário e Títulos de Investimento de Base Imobiliária**. Escola Politécnica, USP, Boletim Técnico BT/PCC/130, Departamento de Engenharia de Construção Civil, 42p.

ROCHA LIMA JR., João da (2001). **Fundos de Investimento Imobiliário e Real Estate Investment Trust**. Congresso Urban Land Institute – Real Estate na América Latina, 2001, Departamento de Engenharia de Construção Civil, 7p.

ROCHA LIMA JR., João da (2011). **Fundos Imobiliários têm futuro no Brasil?** Escola Politécnica, USP, Carta do NRE-POLI abril-junho 2011, Departamento de Engenharia de Construção Civil, 11p.

RODRIGUES, José Antonio; MENDES, Gilmar Melo (2004); **Governança Corporativa: Estratégia para Gestão de Valor**, Qualitymark; 1ª Ed.; 227 p.

ROSSETI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana (2007); **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**, Atlas, 3ª Ed., 584 p.

SATO, Gláucia Esther (2008). **A Atratividade do Investimento no Mercado de Edifícios de Escritórios da Cidade de São Paulo por meio de Fundos de Investimento em Participações sob a Ótica do Investidor Estrangeiro**, Escola Politécnica, USP, Dissertação (Mestrado), 137p.

YIN, Robert K. (2010); **Estudo de Caso – Planejamento e Métodos**, Bookman, - 4ª Ed., 247 p.

APÊNDICES

Apêndice A – Questionário - Visão dos Gestores de FIIs

Será mantida a confidencialidade das informações e qualquer menção à fonte será feita mediante autorização.

1ª PARTE – CARACTERIZAÇÃO DO ENTREVISTADO

1. Nome da Empresa (Gestora)
2. Cargo do Entrevistado
3. Formação
4. Período de Experiência com FIIs (entrevistado)
5. Dimensão do Portfólio de Investimentos (PL)
6. Participação dos FIIs no Total de Recursos Geridos
7. Período de gestão de FIIs (Gestora)

☐ anterior a nova regulamentação > 2 anos

☐ posterior a nova regulamentação < 2 anos

8. Tipos de FIIs no portfólio (indicar quantidade de cada):

1 propriedade	várias propriedades	várias propriedades	genérico *	genérico *
1 segmento	1 segmento	vários segmentos	propriedades	outros ativos **

9. Outros veículos de investimento em Real Estate que compõem o portfólio sob gestão (indicar quantidade de cada):

FIP (real estate)	SA (real estate)		Empresas Fechadas (real estate)		SPE (real estate)
	residencial	renda	residencial	renda	

10. Quais veículos de investimento sob gestão são negociados em Bolsa?

* genérico: o termo “genérico” tem sido utilizado no mercado para indicar os Fundos de Investimento Imobiliário que têm seu objeto de investimento definido por “ativo-alvo”, que é a especificação de um segmento do mercado onde os recursos captados serão investidos.

** outros ativos: consideram-se como outros ativos, os diferentes de propriedades e que podem compor o portfólio do fundo (ações, quotas FIP, letras de crédito imobiliário, letras hipotecárias ou outros valores mobiliários permitidos na regulamentação).

2ª PARTE – GOVERNANÇA CORPORATIVA

PROPRIEDADE

1. A informação dos direitos sobre os ativos e as quotas são claras e específicas para os quotistas nos FIIs?
2. O exercício do direito via votação em assembleias é satisfatório e adequado? Por quê?
3. As regras para votação de assuntos e seus respectivos quoruns de aprovação são adequados? Há assuntos que poderiam exigir maior ou menor votação? Comente.
4. O fato de assuntos menos relevantes exigirem apenas aprovação de maioria das quotas presentes em assembleia melhora a tomada de decisões do fundo? Comente e exemplifique, se possível.
5. As regras de convocação e pauta das reuniões de assembleia ocorrem conforme previsto em regulamento? A comunicação é adequada? Comente.
6. Há equidade no tratamento dos investidores? Comente.
7. O perfil dos investidores de FIIs, incentiva ou não uma gestão mais ativa da carteira (busca de propriedades e reposicionamento de ativos)? E na fase anterior a nova regulamentação? Comente.

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

8. No FII a figura do(s) Representante(s) dos Quotistas pode representar em parte um Conselho de Administração? Mesmo sem poder de deliberação?
9. A não necessidade de especificação de propriedades e a flexibilidade de investir em ativos imobiliários transformam o FII em um instrumento de investimento ativo e mais ágil no mercado? Por quê?

10. A ausência de percentual máximo não alocado em ativos imobiliários fomenta uma maior busca de diversificação do portfólio? Em que conjunturas você reservaria uma parcela para alocação em recursos financeiros? Comente.

11. Como se formula a estratégia de investimento diante da nova regulamentação? Comente e se possível exemplifique.

12. A possibilidade de subscrição parcial de quotas e o cancelamento das quotas não subscritas, têm permitido um incremento na captação de recursos? Comente.

13. A maneira como é exercida a estratégia de captação de recursos possibilita que o investidor tenha poder de decisão sobre emitir mais quotas, quando não previsto em regulamento; isso diminui a flexibilidade? Comente.

REGRAS DE DISPERSÃO

14. Nos FIIs do portfólio há regras para evitar a concentração ou aumentar a dispersão de propriedade? Comente.

GESTÃO

15. Está claro o entendimento sobre quem representa a função de Gestão do FII? Poderia ser diferente? Comente.

16. Esta função é exercida de maneira adequada ou há conflitos de interesses?

17. Há demonstração de algum FII buscando se adaptar a regras de transparência diferenciadas? Comente e exemplifique se possível.

18. Há consciência no mercado de que o atendimento a estas regras, fortalece e valoriza o FII, tornando-o mais atrativo? Comente.

19. A obrigatoriedade da administradora do FII ser uma instituição financeira traz estabilidade para a gestão do fundo? Comente.

20. Como a administradora deve se portar? Deve se valer de assessorias especializadas no setor de Real Estate para posicionar o FII?

CONSELHO FISCAL

21. Os processos de auditoria podem substituir o Conselho Fiscal? Comente.

AUDITORIA INDEPENDENTE

22. O parecer final da auditoria é divulgado com clareza e transparência? Se o parecer é negativo quais cuidados para transmissão e tratamento? Comente.

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES

23. Há separação de funções e definições claras de papéis e responsabilidades dentro da estrutura dos FIIs (administração -gestão)? Comente.

24. No FII a identificação de uma situação de conflito de interesses pode ser indicada por qualquer participante (quotista)? Como ocorre?

25. Os participantes têm uma idéia clara de quais itens podem ser considerados Conflitos de Interesses dentro de um FII? Comente.

26. A inclusão de itens sobre identificação e tratamento de conflitos de interesses favorece a atração de novos quotistas? Comente.

27. Há exemplos de que algum FII buscou o modelo de arbitragem para solução de conflitos? Comente.

MERCADO

28. Há uma maior procura e maior velocidade de subscrição de quotas nos FIIs atualmente? Comente.

29. Quanto deste aumento de oferta e demanda se deve a nova regulamentação e quanto se deve ao momento econômico? Comente.

Apêndice B – Entrevistas

Apêndice B1 - Entrevista 1

PROPRIEDADE

Q1 - Informações para o quotista sobre propriedade são claras independentemente das alterações na regulamentação.

Q2 - O exercício do direito via votação em assembleias é satisfatório porque não há privilégios.

Q3 - Os quóruns são definidos conforme regulamento. Alteração de regulamento, fusão, incorporação e análise de laudo de avaliação são necessários quóruns mais restritos conforme a regulamentação, esse procedimento é adequado. Quando o fundo possui poucos quotistas a Assembleia é mais densa, os quotistas opinam e participam mais, quando há um grande número de quotistas no fundo isso não é possível. A assembleia pode decidir diferentemente do regulamento, como por exemplo, a não distribuição de rendimentos, visando outro objetivo, desde que existam poucos quotistas, quanto maior o número de quotistas é mais difícil obter um consenso.

Q4 - Assuntos menos relevantes exigirem maioria das quotas presentes melhora a tomada de decisões do FII.

Q5 - As comunicações para convocação de assembleia são adequadas, atualmente ocorre em sua totalidade por email.

Q6 - Há equidade no tratamento dos investidores.

Q7 - Incentivar ou não uma gestão mais ativa depende do regimento do fundo, determinados fundos têm um perfil mais ativo. No médio e longo prazo, a grande maioria dos FIIs será de propriedades mais estáveis e não de posições especulativas. A troca de posições ocorrerá se as propriedades perderem a qualidade de geração de renda e serão trocadas por propriedades com maior qualidade de geração de renda. Posições especulativas tendem a não existir ao longo do tempo, principalmente se tratando de grandes investidores.

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Q8 - Não existe a figura do conselho de administração no FII, eventualmente pode existir um comitê de representantes dos investidores, chamado representantes dos quotistas, mas sem função deliberativa, apenas fiscalizadora. A assembleia pode ou não nomear este grupo, a maioria dos FIIs não possui. Nas SAs o conselho de administração existe e tem poder de deliberação, e posteriormente transfere para a assembleia para implantar. A figura do gestor e administrador no FII não é como nos demais fundos. Existe a figura do administrador e do consultor. Já nos FIPs existe claramente a figura do gestor, inclusive o gestor tem autoridade para fazer aplicação. No FII o administrador pode ter consultor imobiliário ou *property management*. A autoridade para fazer aplicação no FII é do administrador.

Q9 - A não especificação de propriedades torna o FII mais ágil, mas tem menos capacidade de circulação no mercado, quando você coloca o administrador com total capacidade de gestão sobre o portfólio, fica difícil encontrar um substrato de mercado onde você encontre os investidores. A questão é saber se você teria investidores interessados em conferir este grau de agilidade ao administrador.

Q10 - A ausência de percentual máximo não alocado em ativos imobiliários não fomenta uma maior busca de diversificação do portfólio. Apenas em conjunturas muito particulares como possuir uma perspectiva de preços convidativos para se desfazer do portfólio, porém com indicação de que seja benéfico aguardar para adquirir novamente um portfólio porque haveria grande alteração de preços; neste caso seria interessante reservar uma parcela para alocação em recursos financeiros. Porém dificilmente seria possível administrar um FII com este alto grau especulativo, incluindo impossibilidade de aprovação em assembleia.

Q11 - A formulação de estratégia de um FII independe da nova regulamentação. Há atualmente estratégias de investimento alternativas como posições em SPEs, debêntures, letras imobiliárias, CRIs, porém os regulamentos já descrevem o tipo de portfólio. Este item não fica em aberto ao longo da operação do FII permitindo grandes mudanças de tipo de investimento. A definição do portfólio feita pelo administrador não permitiria ao FII agilidade no mercado, principalmente para grande número de investidores, porém é possível a formação de um FII para um pequeno número de investidores e

altamente especulativo. Quando se tem um fundo com pouco quotistas podem ser tomadas decisões estratégicas como a não distribuição de renda para acumular capital para aquisição do controle.

Q12 - A possibilidade de subscrição parcial de quotas e o cancelamento das quotas não subscritas não têm permitido um incremento, mas sim uma facilitação, na captação de recursos.

Q13 - As emissões de quotas não previstas em regulamento, que conseqüentemente necessitam de aprovação da assembléia para ocorrer, diminui a flexibilidade do FII. Dificilmente é possível emitir, porque sempre haverá a dúvida, se o recurso novo não irá diluir a rentabilidade do recurso já existente. Em um FII com grande quantidade de quotistas conseguir esta aprovação é quase impossível. Quando há um grande número de quotistas é mais difícil obter a aprovação de novas emissões.

REGRAS DE DISPERSÃO

Q14 - A regra de destinar uma parte das ações para manter no mercado na tentativa de melhorar a liquidez vale somente para ação, porque no FII 100% das quotas estão colocadas no mercado. Nos FIIs listados na BM&FBovespa todas as quotas estão no mercado. As regras para evitar a concentração ou aumentar a dispersão da propriedade dependem do que estiver previsto em regimento.

GESTÃO

Q15 - Para o FII poderia haver uma figura de gestor equivalente aos FIPs. Porém reportar as decisões para o ambiente dos investidores conforme o conselho de administração das SAs seria bloquear toda a operação.

Q16 - Não há conflitos de interesses no fato da administradora exercer o papel de “gestora” também.

Q17 - Não há indicação de FII buscando se adaptar a regras de transparência diferenciadas, porém há esforços nos FIIs para demonstrar cada vez mais as informações. Alguns fazem demonstração financeira mensal (inclusive através de disponibilidade na internet), não só através de balanço como é a regra obrigatória.

Q18 – Questão não respondida.

Q19 - A obrigatoriedade de a administradora ser uma instituição financeira traz estabilidade para o fundo, porém seria razoável a inclusão da figura do gestor com especialidade em real estate. Porque a administradora pode ou não contratar um consultor imobiliário, mas de qualquer maneira ela continua com poder de deliberação. Se houvesse a figura do gestor dentro do fundo, ele teria a especialidade e a autoridade, o que seria muito mais coerente.

Q20 - A administradora deve se valer de assessorias especializadas em real estate para posicionar o FII. O consultor imobiliário pode estar previsto no regimento ou não, podendo ser ou não contratado pelo administrador, portanto sem ligação direta com o fundo.

CONSELHO FISCAL

Q21 - Os processos de auditoria podem substituir o conselho fiscal. Não há necessidade de conselho fiscal.

AUDITORIA INDEPENDENTE

Q22 - O parecer final sempre é levado juntamente com o balanço para a apresentação na assembléia.

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES

Q23 - Questão não respondida.

Q24 - As situações de conflitos de interesses podem ser indicadas por qualquer quotista através de comunicação a empresa. Através de convocação de assembléia.

Q25 - Aparentemente os quotistas não têm uma idéia clara de quais são os atos que caracterizam conflitos de interesses.

Q26 - Sobre inclusão de itens de identificação e tratamento de conflitos de interesses, para os quotistas essa visão não é relevante.

Q27 - Não há conhecimento de que algum fundo tenha buscado o modelo de arbitragem para solução de conflitos.

MERCADO

Q28 - Há uma maior procura e maior velocidade de subscrição de quotas nos FIIs atualmente.

Q29 - Essa maior busca por FIIs só se deve ao momento econômico, não há influência das alterações na regulamentação para o aumento da demanda atual.

Apêndice B2 - Entrevista 2

PROPRIEDADE

Q1 – As informações para o quotista sobre propriedade (quotas e ativos) são claras porque o fundo é listado em Bolsa, FII tem regulamentação de Banco Central relacionado à transparência, FIIs têm prospecto e regulamento, todos listados na BM&FBovespa com mercado secundário. Dentre os fundos o FII é o que tem maior transparência e que mais fortemente são encontrados os itens de governança corporativa.

Q2 - O exercício do direito via votação em assembleias é satisfatório porque há regras de quóruns qualificados e isto é muito explícito em regulamento, são itens que mantêm a governança corporativa ativa e há essa consciência no momento da subscrição. A quota de um FII neste sentido se aproxima mais de uma ação de uma empresa lista em bolsa do que uma quota de um fundo de renda fixa.

Q3 - No marco regulatório atual são adequados os assuntos e seus respectivos quóruns ali definidos. Os quóruns são adequados.

Q4 - Pequenas alterações que não impactam na estrutura ou no portfólio, ou a materialidade do investimento, pode ser com maioria simples presente facilita a operação do fundo, deixando-a mais ágil.

Q5 - Os administradores fazem valer o que está no regulamento, há um departamento jurídico que monitora o atendimento a estas regras.

Q6- Há equidade no tratamento dos investidores total, o ambiente da Bolsa é um ambiente isento, imparcial, transparente; independentemente do porte do fundo e do número de quotistas. O marco regulatório e a listagem na BM&FBovespa aproximam o tratamento ao quotista do FII do tratamento para o acionista de SA.

Q7 - O perfil dos investidores no tempo deve começar a mudar de pessoas menos sofisticadas para pessoas mais sofisticadas mais interessadas em entender o produto. O próprio mercado de capitais no Brasil passa por um processo de sofisticação dos investidores. Os FIIs no médio prazo devem contemplar investidores com perfil de governança mais rígido, que desejem influenciar decisões na compra ou não de imóveis, sendo possível dar discricionariedade ao investidor. No curto prazo isso ainda não deve ocorrer porque é pouco tempo de alteração no mercado e o perfil do investidor ainda é em geral mais passivo.

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Q8 - O representante dos quotistas, alguns FIIs possuem e outros não. Este grupo faz mais sentido em fundos em que a gestão é mais discricionária, mais ativa, onde é possível comprar e vender imóveis, mudar de posições. Em FIIs mais estabilizados com o portfólio, este grupo tende a não se formar. Este grupo vai aparecer mais quando os FIIs tomarem uma postura mais discricionária e os quotistas quiserem ter uma voz mais ativa. Não possui poder de deliberação, mas tem poder de influência.

Q9 - Se você puder ter um fundo em que você não indica as propriedades, mas indica o segmento como se tem visto atualmente, já são fundos em parte discricionários. Essa posição já torna o produto mais flexível.

Q10 - A ausência de percentual máximo não alocado em ativos imobiliários fomenta uma maior busca de diversificação do portfólio, podendo inclusive investir em quotas de FIIs e não em imóveis diretamente. Ainda mais que quando se investe em FIIs se entra na governança corporativa do fundo e não diretamente os imóveis no portfólio, é uma blindagem para o investidor.

Q11 - A formulação de estratégia de um FII mudou com a nova regulamentação, há um marco regulatório mais flexível, mas também mais exigente, há obrigações, regras para a contratação do consultor imobiliário, responsabilidades, como obrigações fiduciárias. Assim as decisões de investimento, que podem trazer potenciais contingências para os investidores do fundo, o fundo ou os responsáveis pelo fundo terão de responder por isso. Desta maneira os contratados para prestar serviços ao fundo devem ser especialistas, devem ser feitas análises de potenciais riscos através dos especialistas. Portanto atualmente é necessário estar muito mais estruturado e blindado com terceirizados especialistas que tenham capacidade de diminuir e mitigar os riscos envolvidos nos ativos que são incluídos no portfólio.

Q12 - A possibilidade de subscrição parcial de quotas e o cancelamento das quotas não subscritas têm facilitado o lançamento de fundos. Se o valor captado atende o critério de rentabilidade de dimensão

do portfolio permite o lançamento de um fundo. Auxilia mercadologicamente, porque pode montar operações maiores, sem precisar desistir de captações menores, caso grandes captações não ocorram.

Q13 - Diminui a flexibilidade, mas você dá a opção para o quotista. De um lado (investidor) tem o ponto negativo que tem que pedir permissão para o quotista, porém de outro lado (quotista), se ele estiver satisfeito com a gestão e o desempenho do fundo, pode provavelmente permitir a emissão de mais quotas. Este item traz transparência, governança e segurança para o investidor, tornando o veículo mais atrativo.

REGRAS DE DISPERSÃO

Q14 - Há regras, são utilizadas teorias de portfolio, mesmo que em um mesmo segmento, há diversificação via quantidade de local. Multi regional, multi ativo, multi incorporador, multi setorial. Sempre aplicando na construção da carteira do fundo, teoria do portfolio para mitigar riscos, diversificando as variáveis que afetam o player imobiliário. Não há limites de quotas por quotista, mas há mínimo de investimento por quotista (em R\$), é pulverizado via BMF&Bovespa, entende ser mais saudável para evitar concentração de poder em poucos quotistas.

GESTÃO

Q15 - Existe o administrador, existe o consultor imobiliário, existe o gestor do caixa, da liquidez do fundo. Muitas vezes o entendimento é confuso. O consultor é o que tem inteligência imobiliária, o gestor é o responsável perante a CVM que aplica o caixa do fundo, tem pessoas especializadas em ativos imobiliários. Nem todos os fundos têm essa estrutura. São fundos não especializados, sem estrutura que podem comprometer *performance* futuramente. Por conta disso haverá uma seleção natural dos fundos mais especializados e menos especializados.

Q16 - Quando você tem o regulamento com os papéis definidos, não há conflitos de interesses. Essa boa definição de papéis torna o FII mais atrativo no mercado, porque o investidor vê transparência.

Q17 - Os FIIs estão buscando cada vez mais transparência e o aumento de fornecimento de informações aos quotistas. Podem ao longo do tempo buscar níveis diferenciados de governança.

Q18 - Os investidores demonstram claramente que desejam mais informações e mais claras.

Q19 - Questão não respondida.

Q20 - A administradora deve se valer de assessorias especializadas em real estate para posicionar o FII.

CONSELHO FISCAL

Q21 - Os processos de auditoria atendem aos requisitos mínimos.

AUDITORIA INDEPENDENTE

Q22 - O fundo se aproxima muito de uma empresa SA, mais restrita, mas com muito mais governança do que outros fundos. Todas as informações que são geradas com a auditoria são informadas aos quotistas e levadas a CVM.

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES

Q23 - Desde que o administrador e gestor não façam o mesmo papel. Quando os três papéis existem e estão definidos no regulamento, não há conflitos entres as atividades.

Q24 - A identificação de conflitos de interesses é pouco comum.

Q25 - Como o fundo tem oferta pública, há a seção de fatores de riscos e seus eventuais mitigadores. Neste documento também estão indicados conflitos de interesses. O coordenador da oferta que tem a responsabilidade de levar o fundo para o mercado ele é o responsável de levantar no prospecto estes itens. Quanto mais essas informações estiverem claras, maior o entendimento do quotista. O mercado financeiro no Brasil é muito bem regulado e o investidor pode ser pouco informado, mas o *advisor* é bem informado sobre o produto. Diferentemente do investimento em ações, em geral para investir em FIIs o investidor passa por alguém que filtrou a informação.

Q26 - Sobre inclusão de itens de identificação e tratamento de conflitos de interesses, essa ação favorece a atração de quotistas.

Q27 - Não há conhecimento de que algum fundo tenha buscado o modelo de arbitragem para solução de conflitos. Isto tende a ser muito pouco comum porque a governança de FIIs é muito completa e se for bem construída, utilizando os adequados níveis de quóruns e de votação, dificilmente se chegará a um nível de solução apenas via arbitragem.

MERCADO

Q28 - Há uma maior procura e maior velocidade de subscrição de quotas nos FIIs atualmente.

Q29 - A nova instrução 472 é um “divisor de águas” para a indústria dos FIIs. A instrução anterior era um marco regulatório “engessado”, que pensava o FII ainda como política de planejamento fiscal para famílias e política de contenção de impostos. A instrução 472 concede a caracterização de mercado de capitais para os FIIs, tornando-o mais flexível, a partir da possibilidade de compra de imóveis, SPEs, CRIs. O produto se tornou um fundo maleável e adaptável do ponto de vista da composição da carteira e permite que o lado passivo do fundo, que é a emissão das quotas e colocação no mercado se dê de maneira mais isenta, diferentemente de antigamente quando as famílias colocavam seu portfólio no fundo e eram as únicas quotistas em fundo que em geral não iam a mercado. O FII tende a se sofisticar ao longo do tempo e os investidores tendem a se sofisticar também, migrando de investimentos mais conservadores (CDI, CDB, títulos públicos) para investimentos mais alternativos, como o FII (que possuem lastro real nos imóveis) e proporcionam isenção fiscal do IR para pessoas físicas. Há, portanto, uma conjunção de fatores contribuindo positivamente para o crescimento dos FIIs: estabilidade macroeconômica, fechamento potencial da taxa de juros de longo prazo (observação de *duration* de longo prazo), marco regulatório novo propiciando operações que vão para o mercado (para pessoas físicas), a utilização da instrução 400, a isenção fiscal que traz um novo tipo de investidor (pessoa física), efeito positivo da crise 2008 (o Brasil saiu da crise mais forte, marcos regulatórios mais fortes) os investidores prejudicados na época passaram a buscar maior diversificação para sua carteira. Os FIIs possuem características benéficas como lastro imobiliário, renda contínua, proteção a inflação e isenção fiscal para pessoa física. Os investidores que antes na maioria eram institucionais agora são pessoa física. 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, todas muito consistentes levando oferta e demanda de FIIs a crescerem em uma velocidade parecida.

Apêndice B3 - Entrevista 3

PROPRIEDADE

Q1 - Sobre fundos financeiros as informações são mais divulgadas no mercado, para FIIs ainda está em formação. Há vários questionamentos constantes que vão construindo o grupo de informações que precisamos fornecer. Há tipos variados de quotistas, mais e menos interessados. O assunto é novo, porém entendemos que os quotistas são razoavelmente bem informados, incluindo informações sobre as alterações e gestões dos ativos.

Q2 - A estrutura de assembléia de FIIs é muito simples, não há quotas com direitos diferenciados de votos.

Q3 - Os assuntos e itens poderiam ser mais segmentados, para determinados tipos de assuntos poderíamos dar tratamento diferente. Porém do jeito que está é adequado e não apresenta dificuldades para o administrador.

Q 4 - Sem dúvida melhora a tomada de decisões. Alguns itens como comprar novos ativos, alienar ativos.

Q5 - Sim, as regras de convocação e pauta ocorrem conforme previsto. O que poderia melhorar é a comunicação eletrônica, que ainda está no início, mas já deveria estar bem estabelecido no mercado, é um elemento facilitador importante, está pouco difundido, difícil de viabilizar e operacionalizar não é simples da forma como está, e este é um item que merecia um foco, para agilizar a operação.

Q6 - Sim há equidade no tratamento dos investidores. Não só pelas regras de direitos já previstos em norma, mas há um cuidado em fornecer igual tratamento e informações a todos os quotistas.

Q7 – Questão não respondida

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Q8 – Não; são coisas muito distintas, em geral não é formado.

Q9 - Com certeza antes existia um “engessamento” que só permitia investimento em propriedades diretamente, por um lado naquele momento foi importante, porque o FII estava em uma fase de maturação, mas atualmente o mercado está mais estabilizado, maduro e adequado para investir em FII. Há dois itens importantes ativos que aumenta esta flexibilidade no mercado, um é o fundo de fundos (é um “divisor de águas” desta indústria) que ainda não está em sua plenitude, há um potencial maior para atingir; e o outro é o fundo de CRIs; que concedem um grande aumento de liquidez.

Q10 - O fato de não haver percentual máximo não alocado em ativos imobiliários não fomenta uma maior busca de diversificação. Quando você está montando a operação de um FII, tem uma estratégia muito clara, se é mono ativo, multi-portfólio, se vai desenvolver um projeto, se vai comprar entrar em um segmento. A estratégia é definida desde o início da estruturação e o fato de não haver percentual máximo não alocado em ativos imobiliários não influencia na diversificação do fundo. Este percentual só não existe m FIIs que são compostos preponderantemente por imóveis, porque quando o FII é preponderantemente composto por ativos financeiros de base imobiliária tem que obedecer aos requisitos mínimos e máximos de alocação definidos pela instrução CVM 409. A diversificação está definida na estratégia do fundo. Sobre em que conjunturas reservar uma parcela para alocação em recursos financeiros, em duas situações: em relação a manutenção do imóvel, com a criação de uma reserva e também para FIIs de gestão ativa, que são aqueles que comprem e vendem, é importante reservar uma parcela de recursos para eventuais oportunidades que podem aparecer em um mercado tão dinâmico, talvez não se tenha tempo viável de emitir quotas ou vender algum ativo para captar recursos necessários para a aquisição.

Q11 - A estratégia de investimento mudou muito com a nova regulamentação, porque há flexibilidade de diversificar os fundos, os chamados de gestão ativa, já para os outros fundos, os mono ativos, não mudou nada. Mesmo com a nova possibilidade através da regulamentação, ainda é lançado muito fundo mono ativo. Provavelmente daqui algum um tempo veremos uma consolidação do mercado com fusão de fundos, porque por enquanto ainda existe uma necessidade do investidor pessoa física de ver o investimento em um ativo.

Q12 - A possibilidade de subscrição parcial de quotas e o cancelamento das quotas não subscritas são itens importantes, mas não trouxe incremento. Porque mesmo para a subscrição inicial de quotas, que anteriormente a nova regulamentação se não subscritas a sua totalidade implicava no cancelamento do FII, utilizava-se outra estratégia que funcionava rigorosamente da mesma forma. Ao invés de fazer uma emissão grande de quotas, eram feitas várias emissões de quotas em menor volume. Portanto era

feita uma pequena oferta inicial de quotas, viabilizava o fundo e depois ia fazendo novas tranches, desde que o regulamento permitisse essas novas emissões. Então com a instrução CVM 472 não há mais necessidade de fazer tudo isso, ficou mais prático, basta fazer a primeira emissão com a indicação de quanto é o mínimo que deve ser subscrito para iniciar a operação do fundo, de acordo com sua estratégia (não se pode fazer um mínimo menor do que a necessidade efetiva do fundo). Ainda deve se considerar que quanto menor o fundo mais caro ele fica, se não se consegue chegar no valor de ativos que se tinha planejado, com certeza a rentabilidade será menor do que a prevista.

Q13 - Por definição legal emissão de novas quotas é através de assembleia. Independente de estar previsto ou não em regulamento isso é decisão de assembleia. Com a instrução CVM 472 existem programa de investimentos, possibilidade de emissões futuras, mas todas dependem de aprovação de assembleia. O que pode acontecer é definir um grupo de emissão, mas de qualquer maneira este grupo deve ser aprovado em assembleia.

REGRAS DE DISPERSÃO

Q14 - Normalmente sim, há uma política de investimentos que define usualmente esta condição. Conforme a instrução CVM 472 para FIIs que investem preponderantemente em valores mobiliários é preciso observar os limites de concentração previstos na instrução CVM 409 por emissor e por ativo, exceção a essa regra são os fundos que investem em outros fundos, LH e LCI e FIPs ou FIDCs. Se o objeto do fundo é um único ativo, e a política de investimento define que o fundo continuará apenas investindo neste fundo, desde o regulamento já está definida a concentração do fundo em determinado ativo.

GESTÃO

Q15 - Deveria ser diferente. Hoje existe uma confusão no mercado sobre a diferenciação do administrador como agente fiduciário e o gestor que é quem opera a estratégia na carteira do fundo. Porque diferentemente de um fundo da instrução CVM 409 há definição clara do papel do gestor e quais são suas atribuições, no FII não existe essa figura de gestor definida, existe a figura do consultor de investimentos que acaba fazendo um papel parecido com o de um gestor. Ainda o administrador de um FII faz muitas funções que no caso de um fundo definido pela instrução CVM 409, seriam atribuições do gestor e não do administrador. Existe de fato uma confusão e a necessidade de uma definição melhor de papéis.

Q16 - Não há conflitos de interesses, mas sim uma confusão de papéis e responsabilidades.

Q17 - São coisas completamente distintas. São itens e preocupações mais relacionados com sociedades por ações: liquidez, negociações com partes relacionadas, concentração de ordinárias com preferenciais, itens que não existem no fundo. Não há ninguém no mercado buscando este tipo de diferenciação. O que se tem visto é um esforço enorme da nossa parte, de aumentar transparência melhor à informação criar níveis mínimos de informação, embora a regulamentação estabeleça, mas não há um padrão. Mas é um movimento inicial e ainda há muita dispersão no mercado.

Q18 - Os investidores têm consciência, querem mais clareza e mais informações, não exatamente níveis diferenciados de governança corporativa. Há uma demanda de informações no mercado, porque é um modelo de fundo diferente, o investidor de FII se sente dono, se interessa pelo andamento dos ativos e quer participar da gestão.

Q19 - A obrigatoriedade da administradora do fundo ser uma instituição financeira é fundamental para a estabilidade do fundo. Talvez se não existisse essa obrigatoriedade a indústria talvez fosse maior, mas com tanta fragilidade que poderia comprometer o desempenho da indústria a médio e longo prazo. Isso é o grande diferencial desta indústria de fundos (FIIs), você tem uma instituição financeira, com responsabilidades objetivas, com nível de controle rigorosíssimo que é o Banco Central e a CVM regulando e fiscalizando. Tudo isso cria uma combinação adequada que não deve ser alterada.

Q20 - O FII é diferente do fundo da instrução CVM 409. O administrador do FII embora ele não precise da especialização no segmento porque ele pode contratar terceiros ele tem que ter um nível de conhecimento elevadíssimo, não pode ficar na posição de *backoffice* como alguns administradores se colocam. O administrador que se dispõe a administrar FIIs ele tem que ter um nível de conhecimento razoável sobre o mercado imobiliário (como se compra, como se mantém, como se acompanha um imóvel, riscos envolvidos). Assim como também é fundamental o administrador se apoiar em empresas especializadas para determinadas atividades (comercialização dos espaços, construção, gerenciamento de obra, acompanhamento). Inclusive há necessidade de ter a *expertise* para contratar estas empresas especializadas.

CONSELHO FISCAL

Q21 - Os processos de auditoria podem substituir o conselho fiscal. O conselho fiscal mesmo nas companhias é pouco utilizado. Eles atuam de forma mais pontual. O auditor pode fazer esse papel embora não ache necessário.

AUDITORIA INDEPENDENTE

Q22 - O parecer da auditoria é divulgado com clareza e transparência. Os relatórios são bem profundos e transparentes. A instrução CVM 206 está sendo revisada, o que pode auxiliar neste processo de auditoria, porque há muita área cinzenta no processo dos fundos em geral. Há um desalinhamento entre a norma 206 e prática de mercado para as companhias. Com a reformulação haverá um realinhamento.

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES

Q23 - Não há conflitos de interesses, há uma confusão de papéis e responsabilidades.

Q24 - A indicação de situação de conflito de interesses pode ser feita por qualquer quotista, ele encaminha um comunicado para o administrador e ele verifica a situação. Há um ponto de discussão em relação como ficou definido o item conflito de interesses na instrução CVM 472. Porque está definido que quem determina se há ou não conflito de interesses é a assembléia.

Q25 - Os investidores têm idéia clara do que é conflito de interesses, só que na prática não funciona. Porque em assembléia de fundos poucos comparecem. Então é dado o poder a minoria que parece de definir se a situação é ou não de conflito de interesses. Porque é difícil não se colocar em situação de conflitos de interesses, por exemplo, se o administrador do fundo for pessoa ligada ao inquilino. Para um *retrofit*, a lei diz que as benfeitorias necessárias são de responsabilidade do proprietário, o FII, as voluptuárias são de responsabilidade do inquilino e as úteis (uma área de indefinição de responsabilidade) e é difícil identificar em qual dos três se enquadraria. Então facilmente se coloca em uma situação de conflito de interesses que a melhor solução com certeza não é levar a assembléia onde pouquíssimas pessoas decidiram se a situação é ou não conflito. O assunto é muito delicado, talvez se a assembléia tivesse participação significativa e conhecimento de toda a história em análise pudesse ser adequado a decisão.

Q26 - Sobre inclusão de itens de identificação e tratamento de conflitos de interesses, essa ação faz com que o quotista se sinta mais confortável.

Q27 - Há conhecimento de um FII que tenha buscado o modelo de arbitragem para a solução de um conflito, mas é raro e não entendo que o ambiente de arbitragem é o ideal para o quotista.

MERCADO

Q28 - Fica difícil dimensionar quanto é causado por cada um, mas sem dúvida alguma há uma maior procura e maior velocidade de subscrição de quotas de FIIs atualmente.

Q29 - Mesmo FIIs com volume grande de quotas em relação a media do que estava sendo feito, tem sido distribuído muito rapidamente. A entrada de grandes *players* como os bancos, aumenta consideravelmente a quantidade de novos investidores e potenciais investidores olhando para este mercado, isso é um ciclo que está começando agora e tende a aumentar substancialmente. Um pouco dos dois itens foi fundamental para a situação atual, mas ainda dois fatores foram determinantes para o sucesso da operação: a isenção da pessoa física em 2006 e a instrução 472, que traz toda a flexibilidade já citada. O momento econômico é importante também, porque este tipo de operação (FII) funciona muito bem se a condição macroeconômica estiver adequada. A instrução 472, a lei 11033, a Bolsa de Valores, é uma conjunção de fatores que estão influenciando positivamente a indústria dos FIIs. Há duas resoluções do Conselho Monetário Nacional, a 3790 (regime próprio de previdência privada dos municípios) e a 3792 (entidades fechadas de previdência privada, fundos de pensão), são grandes *players* que não criam liquidez no mercado sozinho, porém tem em torno de R\$ 580 bi para investimentos. Para o regime privado de previdência, antes eles não podiam investir em FIIs, agora podem investir 5%, o que corresponde a R\$ 4bi (que continuam crescendo). Para o regime público de previdência, antes os FIIs estavam sendo considerados juntamente com investimentos diretos em imóveis, agora com esta nova resolução é possível investir até 10%, o que corresponde a R\$ 50 bi que podem ser investidos em FIIs. Tudo isso demonstra o potencial de crescimento que os FIIs têm adiante.

Apêndice B4 - Entrevista 4

PROPRIEDADE

Q1 - Sim são claras e específicas. Quanto aos direitos, os quotistas têm acesso a isso, tanto em relatórios mensais do fundo como pelas demonstrações financeiras do fundo, que são auditadas. Fica claro saber que o direito sobre o ativo existe e que este direito é do fundo. Sobre as quotas, os quotistas recebem extrato mensal sobre a escrituração de quotas, quem faz esta atividade é sempre um banco.

Q2 - A estrutura de votação via assembleia é muito caso a caso. Para fundos mais estruturados, os próprios quotistas é que ajudam a desenhar as regras.

Q3 - Em geral os quóruns são 50% (cinquenta por cento) mais um para a maioria dos assuntos e quóruns de 66% (sessenta e seis por cento) para assuntos mais complexos: destituição do administrador, liquidação do fundo, fusão e mudança do regulamento é bem adequado.

Q4 - Não sei se melhora, mas é a única maneira possível, se fosse sobre as quotas emitidas, inviabilizaria o andamento do fundo. Em fundos onde a base de quotistas é pulverizada não dá para fazer de outra maneira enquanto não existir um tipo de votação mais rápida (via internet, por exemplo). Quando os investidores discordam de alguma coisa no fundo eles tendem a tentar vender as quotas na Bolsa de Valores do que tentar alterar alguma regra dentro do fundo, isso depende muito do patrimônio que o investidor tem dentro do fundo, dando maior ou menor importância para as votações.

Q5 - Sim, as regras de convocação e pauta ocorrem conforme previsto. A comunicação pode não ser 100 % eficiente, embora seja o mais adequado possível. Atualmente antes de uma assembleia, além da publicação no jornal, do aviso a CVM, ainda é encaminhado email para todos os quotistas, conforme a base de dados no cadastro. O problema é que nem sempre os investidores entraram via gestora, às vezes entra via corretor é muito complicado manter o cadastro atualizado, mesmo tendo um trabalho constante de atualização. Nos fundos com poucos quotistas, isso não chega a prejudicar, e nos fundos com muitos quotistas, poucos assuntos são levados para assembleia. Outro método é a consulta formalizada, ao invés de convocar uma assembleia é encaminhada a comunicação com aviso de recebimento, a resposta pode ser via carta e via email

Q6 - Sim há equidade no tratamento dos investidores. A comunicação é sempre muito igual para todos os investidores. O que muda é a postura dos investidores, e a preocupação da empresa é não passar informações privilegiadas para os que estão mais presentes do que para os que não ligam sempre.

Q7 - O perfil dos investidores está mudando. Basicamente o FII acaba criando um meio termo, para os investidores que não investiam em mercado de ações, só em imóveis, já é um acesso para eles. Outro modelo de investidores, são os que eram basicamente investidores de ações e que não investiam no mercado imobiliário, também é um acesso para eles. Para os quotistas que vem do mercado de ações é mais fácil explicar a gestão ativa, para os investidores que vem do mercado imobiliário é mais difícil e eles tem maior vontade de participar e opinar mais nas decisões pela própria experiência deles. Eles são mais resabiados em confiar no gestor. Ainda existe o investidor que investe diretamente em imóveis, não quer participar de fundos, porque entende que seu conhecimento é suficiente para administrar sua carteira, não quer delegar para o gestor e não quer dividir tomadas de decisões em assembleias, este tipo de investidor dificilmente será captado por um FII, ele toma decisões mais rapidamente e em alguns casos mais estrategicamente, porque não há regulamento para seguir. Então o regulamento ao mesmo tempo que protege o investidor, em alguns casos engessa a tomada de decisões do administrador.

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Q8 - O representante de quotistas é uma coisa que não deve ser tão utilizada no futuro. Por mais que o representante dos quotistas queira falar com todos os quotistas, é complicada a comunicação com todos. O que ocorre é que os quotistas entram em contato diretamente com o gestor, quando querem alguma informação. O representante tem mais contato com quotistas próximos a ele e não com os quotistas do fundo todo. Independente do tipo de fundo existe quotista mais interessado.

Q9 - Já foi respondida anteriormente.

Q10 - Para os fundos multi ativos, que investem não só em imóveis, mas podem investir em quotas de fundos imobiliários, CRIs, LCIs, LHs, terão uma maior diversificação do portfólio. Para fundos que unicamente investem fundos imobiliários, apenas justifica ter uma reserva para emergência, que não é comum ficar retendo recursos internamente, para adquirir uma nova propriedade no mercado. O mais comum é distribuir os recursos aos quotistas e caso eles tenham interesse, reservam para investir

quando o fundo fizer uma nova chamada de capital (emissão de novas quotas), visando adquirir uma nova propriedade, se esta for a estratégia do fundo. Porque se o fundo retivesse capital para adquirir nova propriedade, as proporções de propriedade dos quotistas se manteriam as mesmas. Como os fundos na maior parte são de renda, esta retenção distorce o modelo do fundo.

Q11 - A principal diferença é que atualmente o gestor tem que manter uma equipe que está constantemente acompanhando as oportunidades do mercado, tanto em investimentos diretos como em outros tipos de ativos. Antes simplesmente a equipe adquiria um imóvel e repassava para área operacional. Hoje mesmo que se tenha 100% (cem por cento) do capital do fundo investido, é preciso ficar constantemente analisando, verificando novas oportunidades no mercado, monitoramento constante.

Q12 - Não permite um incremento, mas facilita, porque é muito difícil acertar o valor que será captado. Antes, muitas vezes por medo de não captar, os administradores colocavam parcelas bem inferiores e aos poucos iam emitindo novas quotas, porém isso gerava um custo muito maior. Por outro lado o investidor deve ficar atento, para fundos que colocam um valor muito baixo de mínimo e um valor muito superior de expectativa total. Porque em alguns casos se tem a sensação de estar entrando em um fundo de um certo porte e na verdade será de um porte bem menor, o que impacta diretamente na liquidez do fundo. O ideal é que a distância entre o volume total e o mínimo não seja tão grande.

Q13 - Em princípio todos os questionamentos a assembléia diminuem a flexibilidade. Mas entendo ser adequada esta regra. Como em empresas abertas é preciso consultar o investidor porque ele pode ter ou não interesse no aumento de quotas, e pode inclusive ter sua participação diminuída.

REGRAS DE DISPERSÃO

Q14 - Não há regras para aumentar ou diminuir a concentração de propriedade. Alguns investidores tem preocupação com a possibilidade de um investidor adquirir mais de 50% (cinquenta por cento) 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, que é um instrumento paralelo ao regulamento. Para um fundo muito pulverizado este acordo é inviável. A BM&FBovespa não pode limitar o máximo adquirido por investidor. A melhor maneira de aumentar a dispersão é: quotas com valores pequenos, porque assim é mais acessível e pode ser comprado e vendido a qualquer momento e fundos com tamanhos maiores, porque assim o capital para ser superior a 50% (cinquenta por cento) seria um investimento muito grande.

GESTÃO

Q15 - Até recentemente existia uma confusão muito grande entre os dois papéis. Parte desta confusão é reflexo da regulamentação antiga, em que colocava o administrador como responsável por comprar, vender, que são atividades de gestão. Nos fundos antigos de fato quem fazia a gestão eram os investidores, mas o que estava escrito na lei eram os administradores. Atualmente está bem mais definido, ainda mais em empresas em que os papéis estão bem separados. Talvez a regulamentação caminhe para separar estes papéis. Não é preciso separar o grupo econômico, mas é importante separar os papéis.

Q16 - Não há conflitos de interesses, até porque o administrador não faz avaliação dos ativos, é sempre um contratado independente. Há confusão de papéis em alguns fundos ainda.

Q17 - Não há. O FII tem uma característica peculiar, porque apesar dele ser um fundo tem mais características de companhia aberta do que de fundo. Deveria seguir mais as regras de companhias abertas. Não deveria como administrador ter que dizer a rentabilidade do fundo. Os administradores têm que cumprir uma série de requisitos por ser fundo.

Q18 - Para os quotistas, os analistas de corretoras e bancos de investimentos, quanto mais transparência melhor o entendimento da rentabilidade de cada um, *performance*. Melhorando o entendimento, aumenta a base de investidores neste mercado e aumenta a liquidez.

Q19 - Traz estabilidade, cria uma seriedade maior, em função de a instituição financeira ser fiscalizada pelo BACEN, obedecer a uma série de controles impostos. De outra forma talvez acabasse criando um mercado que surgiriam cada vez mais administradores diferentes e sem seriedade. Além de que os diretores estatutários da administração financeira podem ser responsabilizados na pessoa física, por má gestão ou falta de diligência no cumprimento das regras. Há vários motivos que indicam que é mais adequado uma instituição financeira como administradora do que uma empresa qualquer.

Q20 - A administradora não necessita ter uma área de inteligência imobiliária, a menos que ela seja gestora também. A gestora deve possuir uma área de inteligência imobiliária, mas o que não impede de utilizar assessorias especializadas, porque o mercado é muito amplo o que dificulta conhecer todos os segmentos em todas as regiões diferentes.

CONSELHO FISCAL

Q21 - Substituir não, mas dá uma segurança mínima que atende a necessidade do fundo. O fundo teria que ter uma complexidade maior para justificar uma estrutura dessas. O fundo não está sujeito a pagamento de impostos na sua carteira, é diferente de uma empresa que é tributada e é preciso analisar se não há um passivo fiscal oculto, decorrente de algum pagamento inadequado ou não pagamento.

AUDITORIA INDEPENDENTE

Q22 - Parecer negativo nunca teve, eventualmente aparecem ressalvas ou pontos de atenção. O parecer é divulgado com clareza e transparência, é levado para assembleia, é levado para a BM&FBovespa para os fundos que são listados, para a CVM e para o site da empresa. O investidor tem várias maneiras de acessar e sanar as dúvidas.

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES

Q23 - Pergunta já respondida.

Q24 - A situação de conflitos de interesses pode ser feita por qualquer quotista.

Q25 - Os investidores institucionais têm consciência de quais situações caracterizam conflitos de interesses, os investidores pessoa física não tem essa idéia clara do que é uma situação de conflito de interesses no fundo. O que é importante é que o administrador seja diligente e evite fazer qualquer tipo de operação que tenha o próprio administrador como contraparte. Alguns dos itens são previstos em regulamento. Um item grave que foi aceito pela regulamentação é que quem delibera se é ou não uma situação de conflito de interesse é a assembleia.

Q26 - Para pessoas físicas isso não impacta tanto, portanto em geral não há um impacto tão grande, há uma maior preocupação do próprio gestor, como empresa.

Q27 - Não há conhecimento.

MERCADO

Q28 - Há uma maior demanda e velocidade de subscrição de FIIs atualmente. O conhecimento sobre o veículo só tem se expandido em função do próprio crescimento do mercado imobiliário que gera reflexos diretos nos FIIs. As divulgações via jornais, revistas especializadas, tudo favorece uma maior procura. O tamanho do mercado em relação a outros países ainda é muito pequeno com um grande potencial de crescimento.

Q29 - Fica difícil avaliar quanto se deve ao momento econômico e quanto se deve a nova regulamentação. Com relação à nova regulamentação talvez 40% (quarenta por cento), mas a maior parte do crescimento se deve ao momento econômico: juros mais baixos, *performance* dos ativos imobiliários nos últimos anos, crescimentos do mercado imobiliários nos últimos cinco anos. O que gera um interesse natural de investimentos no setor, isso pode ser feito através de diversos veículos, e um deles é o FII, que especialmente para pessoa física tem vantagem tributária. É importante ter uma regulamentação boa, mas se o momento econômico não estivesse bom não haveria o crescimento que está ocorrendo.

Apêndice B5 - Entrevista 5

PROPRIEDADE

Q1 - As informações para o quotista são bem claras, porque ainda há poucos fundos que levantam o capital e depois buscam empreendimentos para investir, então a maioria dos FIIs especifica claramente quais são os imóveis, quem são os locatários. Em alguns momentos parece ser meio confuso, não é muito evidente, é preciso ler o prospecto para compreender claramente as informações. As informações não são padronizadas entre os gestores, esse trabalho deveria ser do distribuidor. Há muita informação, mas não são fáceis de compreender.

Q2 - Muitos itens do FII são votados por maioria presente, alguns itens necessitam de maioria absoluta, como itens relacionados à: custo, aporte, conflito de interesses, questões mais relevantes. Na prática significa que nunca serão votados, porque o FII tem tíquete pequeno, o que resulta em um fundo pulverizado. Então estes itens “travam” um pouco. Talvez o representante dos quotistas fosse uma solução. Há situações que são benéficas para os investidores, porém não é possível aprovar porque não é viabilizada a presença dos quotistas. O FII é um dos fundos mais travados que tem, porque a CVM entende que é um fundo de varejo. Muitas vezes por este item de segurança, trava o FII.

Q3 - Alguns itens poderiam ser diferentes, porque a necessidade de maioria absoluta inviabiliza a votação na maioria dos FIIs porque são muito pulverizados.

Q4 - Melhora a tomada de decisões, porque senão trava completamente e o gestor não consegue atuar. A idéia de ter um FII mais ativo, que compra e vende, se não é possível implementar, então retornamos para os FIIs mono ativos. Portanto é importante existir essa flexibilidade.

Q5 - Sim, é bem específico, bem regulamentado.

Q6 - Sim, há equidade no tratamento dos investidores.

Q7 - Ainda é um processo em evolução. Necessidade de indicar qual é o imóvel, há muito receio das pessoas porque é muito novo, os investidores ainda resistem de dar “cheque em branco” para o gestor. Com o tempo, quanto mais tradicional for gestor, menor a necessidade de especificar propriedades para captação de recursos. Antes só existiam mono ativos agora há muitos multi ativos. A gestão ativa é adequada, porém há um único exemplo e de valor pequeno, que conseguiu captar recursos sem indicar nenhum imóvel que iria investir posteriormente. Portanto ainda é muito difícil o investir dar o mandato para o gestor. Mas à medida que os investidores forem conhecendo os gestores, a tendência é que isso ocorra com maior frequência e com maior captação de recursos. São dois itens: construção do histórico de gestão e amadurecimento do mercado. A taxa de juros caindo ao longo do tempo, reflete em maior busca pelo FII, migração de renda fixa para FII.

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Q8 - Na prática não se forma este grupo. A regulamentação já obriga: que se diga qual é o ativo, qualquer alteração mais relevante a assembléia será chamada para aprovação. O FIP já é um veículo bem mais aberto, as determinações estão no regulamento e o comitê de investimentos toma a decisão, há implementação de outras ferramentas para se obter segurança. No FII a trava já está na lei. Talvez se estas travas não existissem fosse necessária a criação de uma figura de representante. Da maneira como é atualmente não se justifica.

Q9 - Sim, transforma em um investimento mais ágil. Para ir ao mercado com o ativo identificado, é muito complicado. Quando você tem o capital sem necessidade de marcar o ativo, pode efetuar negócios muito mais competitivos, bom principalmente para o próprio investidor. Para você mostrar qual ativo que você vai adquirir, “engessa” o tempo do negócio, levando em alguns casos a perder o ativo para outro comprador. Porque se paga um preço mais caro para o proprietário esperar, e muitas vezes perde para quem está disposto a pagar a vista. Essa situação de precisar ter o ativo para depois levantar capital, é boa para o investidor, mas é muito difícil encontrar o ativo que se encaixa na operação.

Q10 - Atualmente é muito ruim, porque o FII tem uma tributação que desincentiva a aplicação em ativos financeiros, porque tem IR na fonte. Apesar da lei permitir, há um desincentivo de manter a carteira muito tempo líquida, porque é tributado em uma alíquota alta de IR direto na fonte e não tem como compensar. O interessante seria ter capital em caixa, mas com tempo para analisar e buscar no mercado. Portanto é muito difícil acontecer o momento de dispor de capital e encontrar o ativo disponível para venda no mercado, acontece, mas seria mais estratégico se fosse possível ter caixa e

mais tempo de busca. O investidor também não quer esperar muito tempo, tem ansiedade em ver a aplicação em imóveis.

Q11 - A formulação de estratégia seguiu o que a gestora acredita e pode ler no mercado. O Brasil vai continuar crescendo, vai refletir em demanda por espaços. A vacância é muito baixa no eixo RJ e SP. Os investidores já estão adquirindo imóveis diretamente, portanto mostramos os benefícios de adquirir FII. Há a diminuição de riscos, sem responsabilidade operacional do imóvel. Antes existiam mais travas, que estava havendo a migração para os FIPs, porém agora como é possível investir em imóveis, CRIs, LHs, LCIs e quotas de outros fundos, isso abre novas oportunidades para os FIIs, gerando o aumento da indústria.

Q12 - Isto também gera flexibilidade no processo de captação. Antes era muito mais burocrático. Tudo que agrega flexibilidade para o gestor melhora porque ele fica mais solto e dentro dos parâmetros do fundo consegue implementar com maior criatividade a política de investimentos, porque em síntese o que ele quer é gerar retorno para o investidor, imbuído no processo de extrair maior valor. Ter mais flexibilidade ajuda a implantar a política de investimentos.

Q13 - As emissões de novas quotas dependem de aprovação em assembléia e é adequado. Talvez pudesse existir um fundo que é um programa, e são as captações feitas em tranches. O investidor poderia escolher em que fundo investir, porque haveria uma segmentação de fundos, que fazem ou não tranches, que indicam ou não imóveis que serão investidos. Em geral o investidor se interessa pelo retorno, o locatário e a reputação do gestor.

REGRAS DE DISPERSÃO

Q14 - Não há regra de concentração, porque queremos que o fundo continue crescendo. Em alguns momentos a propriedade pode ser grande para a tranche captada, porém depende da estratégia de crescimento. Mas é feito o aviso, que caso não seja possível captar mais nada, o fundo ficará concentrado. A regulamentação permite trabalhar assim e isso possibilita maior flexibilidade.

GESTÃO

Q15 - No nosso caso, os papéis estão bem definidos, só temos mandato de gestor. Isto é bem explícito dentro do regulamento. Entendo que a separação física de administrador e gestor ajuda na divisão de papéis.

Q16 - O FII é auditado, todas as aquisições têm laudo de avaliação. Os conflitos podem surgir quando o proprietário do imóvel pode participar da estrutura do fundo, neste caso a avaliação de um terceiro pode mitigar em parte os riscos.

Q17 - Há no mercado uma preocupação geral de informar os dados, resultados e *performance* dos FIIs. Existem alguns relatórios periódicos exigidos por lei, existe a auditoria. Não há um diferencial, está alinhado com o mercado.

Q18 - Para instituições mais tradicionais, que querem ficar no mercado existe uma consciência de quanto maior o número de informações, melhor, existe uma preocupação com o longo prazo. O investidor não tem tanto conhecimento e a regulamentação foi feita de maneira que protege o investidor, porque é entendido como um fundo de varejo. Nas instituições mais tradicionais existem preocupações com o negócio, com o imóvel, buscando inteligência imobiliária, preocupação com o pós.

Q19 - O fato de ser instituição financeira a administradora elimina uma série de empresas que não estejam preparadas para atuar no mercado. Isso traz algumas vantagens de responsabilidade, por outro lado, como todas as responsabilidades estão com o administrador, ele busca gestores mais renomados, porque a responsabilidade em caso de problemas recairá sobre a instituição financeira.

Q20 - Se ela não tiver conhecimento imobiliário deve se valer de assessorias especializadas.

CONSELHO FISCAL

Q21 - O FII não tem espaço para grande complexidade, a auditoria seria suficiente para atender.

AUDITORIA INDEPENDENTE

Q22 - Sim são comunicados com bastante clareza e transparência. Se o parecer for negativo é preciso atuar, caso o administrador não tome providências, os quotistas podem até destituir o administrador.

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES

Q23 - Sim, bem clara a definição de papéis no contrato de gestão.

Q24 - Pode ser indicada por qualquer participante, e ainda pode, dependendo do tamanho, comunicar os outros quotistas.

Q25 - Os investidores ainda não têm idéia do que são as situações de conflitos de interesses. O fato de ter que indicar qual o ativo, antes de levantar o capital para sua aquisição, gera em muitos casos a ligação entre o proprietário do ativo a estrutura do fundo, desta maneira pode ocorrer conflito de interesses, porque como proprietário quer o valor mais alto possível e como gestor do fundo, quer o valor mais baixo possível do ativo.

Q26 - Toda regulamentação passa pela análise e aprovação da CVM. O próprio administrador deve indicar em regulamento o que são os conflitos de interesses e como serão tratados.

Q27 - Não há conhecimento.

MERCADO

Q28 - Há uma maior procura e maior velocidade de subscrição de quotas nos FIIs atualmente.

Q29 - O mercado está mais ágil, tem mais volume entrando nos fundos e é mais pelo momento econômico do que pela regulamentação, porque a maioria dos fundos é de renda, que pagam aluguel. A regulamentação contribui, mas o que define o mercado é o grande volume de pessoas querendo investir no mercado imobiliário, e o mercado responde se estruturando para captar este recurso disponível. O fato de o mercado imobiliário estar crescendo muito, grande parte das pessoas quer participar disso, e o FII é uma maneira de participar deste mercado.

ANEXOS

Anexo A – Regulamentação FII

PROPRIEDADE

Direito de Propriedade

Instrução 472/08 – Art. 8º:

O titular de quotas do FII:

I – não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo; e

II – não responde pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual, relativa aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou do administrador, salvo quanto à obrigação de pagamento das quotas que subscrever.

Instrução 472/08 – Art. 29º:

§2º Sem prejuízo da possibilidade de contratar terceiros para a administração dos imóveis, a responsabilidade pela gestão dos ativos imobiliários do fundo compete exclusivamente ao administrador, que deterá a propriedade fiduciária dos bens do fundo.

Instrução 472/08 – Art. 37º:

§8º A sucessão da propriedade fiduciária de bem imóvel integrante de patrimônio de FII não constitui transferência de propriedade.

Lei nº 8668/93 – Art. 6º:

O patrimônio do fundo será constituído pelos bens e direitos adquiridos pela instituição administradora, em caráter fiduciário.

Lei nº 8668/93 – Art. 7º:

Os bens e direitos integrantes do patrimônio do fundo de investimento imobiliário, em especial os bens imóveis mantidos sob a propriedade fiduciária da instituição administradora, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicam com o patrimônio desta.

Instrução 472/08 – Art. 45º:

§3º Os bens e direitos integrantes da carteira do FII, bem como seus frutos e rendimentos, deverão observar as seguintes restrições:

I – não poderão integrar o ativo do administrador, nem responderão por qualquer obrigação de sua responsabilidade;

II – não comporão a lista de bens e direitos do administrador para efeito de liquidação judicial ou extrajudicial, nem serão passíveis de execução por seus credores, por mais privilegiados que sejam; e

III – não poderão ser dados em garantia de débito de operação do administrador.

Lei nº 8668/93 – Art. 8º:

O fiduciário administrará os bens adquiridos em fidúcia e deles disporá na forma e para os fins estabelecidos no regulamento do fundo ou em assembléia de quotistas, respondendo em caso de má gestão, gestão temerária, conflito de interesses, descumprimento do regulamento do fundo ou de determinação da assembléia de quotistas.

Lei nº 8668/93 – Art. 13º:

O titular das quotas do fundo de investimento imobiliário:

I - não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo;

II - não responde pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual, relativamente aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou da administradora, salvo quanto à obrigação de pagamento do valor integral das quotas subscritas.

Direito a voto

Instrução 472/08 – Art. 20º:

As deliberações da assembléia geral serão tomadas por maioria de votos dos quotistas presentes, ressalvado o disposto no parágrafo único, cabendo a cada quota 1 (um) voto.

Regras de Assembléia (convocação e pauta)

Instrução 472/08 – Art. 19º:

§3º Compete ao administrador convocar a assembléia geral.

O administrador do fundo deve colocar todas as informações e documentos necessários ao exercício informado do direito de voto, em sua página na rede mundial de computadores, na data de convocação da assembleia, e mantê-los lá até a sua realização.

Votação em Assembleia

Instrução 472/08 – Art. 18º:

Compete privativamente à assembleia geral deliberar sobre:

- I – demonstrações financeiras apresentadas pelo administrador;
- II – alteração do regulamento;
- III – destituição ou substituição do administrador e escolha de seu substituto;
- IV – emissão de novas quotas;
- V – fusão, incorporação, cisão e transformação do fundo;
- VI – dissolução e liquidação do fundo, quando não prevista e disciplinada no regulamento;
- VII – salvo quando diversamente previsto em regulamento, a alteração do mercado em que as quotas são admitidas à negociação;
- VIII – apreciação do laudo de avaliação de bens e direitos utilizados na integralização de quotas do fundo;
- IX – eleição e destituição de representante dos quotistas de que trata o art. 25;
- X – aumento das despesas e encargos de que trata o art. 47; e
- XI – prorrogação do prazo de duração do FII.

Instrução 472/08 – Art. 20º:

Parágrafo único. Dependem da aprovação de quotistas que representem metade, no mínimo, das quotas emitidas, se maior quorum não for fixado no regulamento do fundo, as deliberações relativas às matérias previstas nos incisos II, V e VIII do art. 18 e no art. 34.

Instrução 472/08 – Art. 34º:

Os atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e o administrador dependem de aprovação prévia, específica e informada da assembleia geral de quotistas.

Equidade no Tratamento

Instrução 472/08 – Art. 33º:

§1º O administrador deve exercer suas atividades com boa fé, transparência, diligência e lealdade em relação ao fundo e aos quotistas.

São exemplos de violação do dever de lealdade do administrador, as seguintes hipóteses:

- IV – tratar de forma não equitativa os quotistas do fundo, a não ser quando os direitos atribuídos a diferentes classes de quotas justificassem tratamento desigual.

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Composição do Conselho (funções da administradora e gestora)

Relacionamento (supervisão da gestão com outras partes)

Atribuições do Conselho – Estratégia de Investimento

Instrução 472/08 – Art. 32º:

O administrador do fundo deve:

- I – selecionar os bens e direitos que comporão o patrimônio do fundo, de acordo com a política de investimento prevista no respectivo regulamento;

Instrução 400/03 – Anexo III - B:

Informações adicionais do prospecto relativas a ofertas de quotas de emissão de fundo de investimento imobiliário

1. Política de Investimento

- 1.1. Indicação de quais ativos poderão integrar a carteira do fundo (incluindo especificação dos respectivos percentuais) com destaque para os ativos que não sejam imóveis;
- 1.2. Localização geográfica das áreas em que o fundo irá adquirir imóveis ou direitos a eles relacionados;
- 1.3. Espécies de imóveis ou direitos a eles relacionados passíveis de aquisição pelo fundo, inclusive no que diz respeito à possibilidade de aquisição de imóveis gravadas com ônus reais;
- 1.4. Declaração sobre se as aquisições de imóveis terão por objetivo principal o ganho de capital ou obtenção de renda;
- 1.5. Indicação do percentual máximo dos recursos do fundo que será alocado em um único imóvel;

1.6. No caso de investimento em outros valores mobiliários, especificação dos parâmetros mínimos utilizados para seleção destes ativos;

1.7. Outras informações relevantes para o investidor, relativas à política de investimento do fundo e aos riscos envolvidos.

2. Descrição dos Imóveis

2.1. Especificação de quais imóveis pertencem atualmente ao fundo e daqueles cuja aquisição é meramente planejada;

2.2. Com relação aos imóveis cujo valor represente 10% (dez por cento) ou mais do patrimônio líquido do fundo, ou que tenham respondido por 10% (dez por cento) ou mais da receita bruta do fundo no último exercício social.

2.2.1. Descrição dos direitos que o fundo detém sobre os imóveis, com menção aos principais termos de quaisquer contratos de financiamento, promessas de compra e venda, opções de compra ou venda, bem como quaisquer outros instrumentos que lhe assegurem tais direitos;

2.2.2. Descrição dos ônus e garantias que recaem sobre os imóveis;

2.2.3. Descrição das principais características dos imóveis e do uso que se lhes pretende destinar;

2.3. Com relação aos imóveis cujo valor represente menos de 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do fundo, ou que tenham respondido por menos de 10% (dez por cento) da receita bruta do fundo no último exercício social, as informações referidas nos itens 2.2.1 a 2.2.3 podem ser agrupadas, desde que isto não prejudique substancialmente a transmissão destes dados ao investidor;

2.4. Estudo de viabilidade técnica, comercial, econômica e financeira do empreendimento imobiliário, contendo expectativa de retorno do investimento, com exposição clara e objetiva das premissas adotadas;

2.5. Orçamento e cronograma da obra, nos casos em que isto se fizer necessário;

2.6. Opinião do administrador sobre a necessidade e suficiência dos seguros contratados para preservação dos imóveis;

2.7. Se o imóvel foi adquirido em regime de condomínio, e se existe acordo dispondo sobre a constituição da propriedade em comum e repartição dos rendimentos por ela gerados.

3. Dados Operacionais

3.1. Qualificação e principal atividade desempenhada pelo locatário que responda, ou que venha a responder por 10% (dez por cento) ou mais da receita bruta do fundo;

3.2. Taxa percentual de ocupação do imóvel em cada um dos últimos 5 (cinco) anos anteriores ao pedido de registro;

3.3. Descrição e estimativa de valores dos impostos incidentes sobre os bens e operações do fundo, inclusive sobre investimentos propostos e ainda não efetuados;

3.4. Descrição do regime tributário aplicável aos quotistas do fundo.

4. Identificação dos responsáveis pela análise e seleção dos investimentos em empreendimentos imobiliários

4.1. Nome, endereço comercial e telefones dos responsáveis pela gestão dos valores mobiliários da carteira do fundo e pela prestação dos serviços referidos nos incisos II e III do art. 31.

Instrução 472/08 – Art. 45º:

A participação do fundo em empreendimentos imobiliários poderá se dar por meio da aquisição dos seguintes ativos:

I – quaisquer direitos reais sobre bens imóveis;

II – 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, quotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII;

III – ações ou quotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII;

IV – quotas de fundos de investimento em participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII ou de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário;

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

VI – quotas de outros FII;

VII – certificados de recebíveis imobiliários e quotas 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;

VIII – letras hipotecárias; e

IX – letras de crédito imobiliário.

Instrução 472/08 – Art. 45º:

§1º Quando o investimento do FII se der em projetos de construção, caberá ao administrador, independentemente da contratação de terceiros especializados, exercer controle efetivo sobre o desenvolvimento do projeto.

§2º O administrador pode adiantar quantias para projetos de construção, desde que tais recursos se destinem exclusivamente à aquisição do terreno, execução da obra ou lançamento comercial do empreendimento e sejam compatíveis com o seu cronograma físico-financeiro.

Instrução 472/08 – Art. 4º:

§4º Os imóveis, bens e direitos de uso a serem adquiridos pelo fundo devem ser objeto de prévia avaliação.

Instrução 472/08 – Art. 12º:

A integralização em bens e direitos deve ser feita com base em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada, de acordo com o Anexo I, e aprovado pela assembleia de quotistas, caso o FII já esteja em funcionamento.

Instrução 472/08 - Art. 45º:

§ 5º Os FII que invistam preponderantemente em valores mobiliários devem respeitar os limites de aplicação por emissor e por modalidade de ativos financeiros estabelecidos na Instrução CVM nº 409, de 2004 e a seus administradores serão aplicáveis as regras desenquadramento e reenquadramento lá estabelecidas.

§ 6º Os limites de aplicação por modalidade de ativos financeiros de que trata o § 5º não se aplicam aos investimentos previstos nos incisos IV, VI e VII do caput.

IV – quotas 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;

VI – quotas de outros FII;

VII – certificados de recebíveis imobiliários e quotas 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;

Atribuições do Conselho – Captação de Recursos

Instrução 400/03 – Art. 30º:

O ato societário que deliberar sobre a oferta pública deverá dispor sobre o tratamento a ser dado no caso de não haver a distribuição total dos valores mobiliários previstos para a oferta pública ou a captação do montante total previsto para a oferta pública, tendo como referência a deliberação que fixar a quantidade final de valores mobiliários a serem ofertados ou o montante final a ser captado com a oferta pública, especificando, se for o caso, a quantidade mínima de valores mobiliários ou o montante mínimo de recursos para os quais será mantida a oferta pública.

Instrução 400/03 – Anexo III - B:

5. Características Adicionais da Oferta

5.1. Informação sobre a possibilidade de distribuição parcial, com cancelamento do saldo eventualmente não colocado.

Instrução 472/08 – Art. 5º:

O funcionamento do fundo depende de prévio registro, que será automaticamente concedido mediante comprovação, perante a CVM:

I – da subscrição da totalidade das quotas objeto do registro de distribuição ou da subscrição parcial de quotas, na hipótese prevista no art. 13, desde que alcançado o valor mínimo previsto em seu § 1º.

Instrução 472/08 – Art. 13º:

O regulamento poderá prever a subscrição parcial das quotas representativas do patrimônio do fundo, bem como o cancelamento do saldo não colocado, observadas as disposições da Instrução CVM nº 400, de 2003.

§ 1º Na hipótese do caput, o ato que aprovar a emissão deverá estipular um valor mínimo a ser subscrito, sob pena de cancelamento da oferta pública de distribuição de quotas, de forma a não comprometer a execução de empreendimento imobiliário que seja objeto do fundo.

Instrução 472/08 – Art. 11º:

§ 3º As importâncias recebidas nos termos do § 2º devem ser aplicadas em quotas de fundos de investimento ou títulos de renda fixa, públicos ou privados, com liquidez compatível com as necessidades do fundo.

Instrução 472/08 – Art. 46º:

Uma vez integralizadas as quotas objeto da oferta pública, a parcela do patrimônio do FII que, temporariamente, por força do cronograma físico-financeiro das obras constante do prospecto, não estiver aplicada em empreendimentos imobiliários, deverá ser aplicada em:

I - quotas de fundos de investimento ou títulos de renda fixa, públicos ou privados, de liquidez compatível com as necessidades do fundo; e

II – derivativos, exclusivamente para fins de proteção patrimonial, cuja exposição seja sempre, no máximo, o valor do patrimônio líquido do fundo e desde que previsto na política de investimento do FII.

Parágrafo único. O FII pode manter parcela do seu patrimônio permanentemente aplicada em quotas de fundos de investimento ou títulos de renda fixa, públicos ou privados, para atender suas necessidades de liquidez.

REGRAS DE DISTRIBUIÇÃO E DISPERSÃO

Liquidez (percentual mínimo de ações em circulação)

Dispersão (garantia de acesso a todos os investidores)

Instrução 400/03 - Art. 2º:

Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deverá ser submetida previamente a registro na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, nos termos desta Instrução.

Instrução 400/03 - Art. 33º:

O relacionamento do ofertante com as instituições intermediárias deverá ser formalizado mediante contrato de distribuição de valores mobiliários, que conterá obrigatoriamente as cláusulas constantes do Anexo VI.

§3º O líder da distribuição, com expressa anuência da ofertante, organizará plano de distribuição, que poderá levar em conta suas relações com clientes e outras considerações de natureza comercial ou estratégica, do líder e do ofertante, de sorte que as instituições intermediárias deverão assegurar:

I - que o tratamento aos investidores seja justo e equitativo;

II - a adequação do investimento ao perfil de risco de seus respectivos clientes; e

III - que os representantes de venda das instituições participantes do consórcio de distribuição recebam previamente exemplar do prospecto para leitura obrigatória e que suas dúvidas possam ser esclarecidas por pessoa designada pela instituição líder da distribuição.

Instrução 472/08 - Art. 53º:

Pode ser constituído FII destinado exclusivamente a investidores qualificados.

Instrução 472/08 - Art. 55º:

O fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, desde que previsto em seu regulamento, pode:

I - admitir a utilização de títulos e valores mobiliários na integralização de quotas, com o estabelecimento de critérios detalhados e precisos para a adoção desses procedimentos;

II - dispensar a elaboração de prospecto;

III - dispensar a publicação de anúncio de início e de encerramento de distribuição;

IV – dispensar a elaboração de laudo de avaliação para integralização de quotas em bens e direitos, sem prejuízo da manifestação da assembleia de quotistas quanto ao valor atribuído ao bem ou direito;

V - prever a existência de quotas com direitos ou características especiais quanto à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos periódicos, no reembolso de seu valor ou no pagamento do saldo de liquidação do fundo.

Instrução 472/08 - Art. 56º:

O regulamento do fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados deve ser explícito no que se refere à exclusiva participação desse tipo de investidores.

GESTÃO

Composição da Gestão (funções da administradora e gestora)

Funções da Administradora

Lei 8668/93 - Art. 5º:

Os fundos de investimento imobiliário serão geridos por instituição administradora autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários, que deverá ser, exclusivamente, banco múltiplo com carteira de investimento ou com carteira de crédito imobiliário, banco de investimento, sociedade de crédito imobiliário, sociedade corretora ou sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários, ou outras entidades legalmente equiparadas.

Lei 8668/93 - Art. 28º:

A administração do fundo compete, exclusivamente, a bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, bancos de investimento, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores mobiliários, sociedades de crédito imobiliário, caixas econômicas e companhias hipotecárias.

Instrução 472/08 – Art. 28º:

§ 2º A administração do fundo deve ficar sob a supervisão e responsabilidade direta de um diretor estatutário do administrador, especialmente indicado para esse fim.

Instrução 472/08 - Art. 35º:

É vedado ao administrador, no exercício das funções de gestor do patrimônio do fundo e utilizando os recursos do fundo:

XII – realizar operações com ações e outros valores mobiliários fora de mercados organizados autorizados pela CVM, ressalvadas as hipóteses de distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão de debêntures em ações, de exercício de bônus de subscrição e nos casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização;

Lei 9779/99 - Art. 4º:

Ressalvada a responsabilidade da fonte pagadora pela retenção do imposto sobre os rendimentos de que trata o art. 16-A da Lei nº 8.668, de 1993, com a redação dada por esta Lei, fica a instituição administradora do fundo de investimento imobiliário responsável pelo cumprimento das demais obrigações tributárias, inclusive acessórias, do fundo.

Instrução 472/08 - Art. 29º:

O administrador deverá prover o fundo com os seguintes serviços, seja prestando-os diretamente, hipótese em que deve estar habilitado para tanto, ou indiretamente:

I – manutenção de departamento técnico habilitado a prestar serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários;

II – atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários;

III – escrituração de quotas;

IV – custódia de ativos financeiros;

V – auditoria independente; e

VI – gestão dos valores mobiliários integrantes da carteira do fundo.

Instrução 472/08 - Art. 29º:

§1º Sem prejuízo de sua responsabilidade e da responsabilidade do diretor designado, o administrador poderá, em nome do fundo, contratar junto a terceiros devidamente habilitados a prestação dos serviços indicados neste artigo, mediante deliberação da assembléia geral ou desde que previsto no regulamento.

Instrução 472/08 - Art. 29º:

§2º Sem prejuízo da possibilidade de contratar terceiros para a administração dos imóveis, a responsabilidade pela gestão dos ativos imobiliários do fundo compete exclusivamente ao administrador, que deterá a propriedade fiduciária dos bens do fundo.

Instrução 472/08 - Art. 30º:

Compete ao administrador, observado o disposto no regulamento:

I – realizar todas as operações e praticar todos os atos que se relacionem com o objeto do fundo;

II – exercer todos os direitos inerentes à propriedade dos bens e direitos integrantes do patrimônio do fundo, inclusive o de ações, recursos e exceções;

Instrução 472/08 - Art. 31º:

O administrador poderá contratar, em nome do fundo, os seguintes serviços facultativos:

- I – distribuição de quotas;
- II – consultoria especializada, envolvendo a análise, seleção e avaliação de empreendimentos imobiliários e demais ativos para integrarem a carteira do fundo; e
- III – empresa especializada para administrar as locações ou arrendamentos de empreendimentos integrantes do seu patrimônio, a exploração do direito de superfície e a comercialização dos respectivos imóveis.

Instrução 472/08 - Art. 32º:

O administrador do fundo deve:

- IV – celebrar os negócios jurídicos e realizar todas as operações necessárias à execução da política de investimentos do fundo, exercendo, ou diligenciando para que sejam exercidos, todos os direitos relacionados ao patrimônio e às atividades do fundo;

Instrução 206/94 - Art. 1º:

As informações mínimas a serem divulgadas, semestralmente, pelas instituições administradoras dos fundos de investimento imobiliário, compreendem:

- 1 - Demonstrações Financeiras;
 - 1.1 - Balanço Patrimonial;
 - 1.2 - Demonstração do Resultado;
 - 1.3 - Demonstração do Fluxo de Caixa.
- 2 - Parecer do Auditor Independente.
- 3 - Relatório do Representante dos Quotistas, quando eleito.
- 4 - Relatório da Instituição Administradora.

Instrução 472/08 - Art. 15º:

O regulamento do FII deve dispor sobre:

- I – o objeto do fundo, definindo, com clareza, os segmentos em que atuará e a natureza dos investimentos ou empreendimentos imobiliários que poderão ser realizados;

II – a política de investimento a ser adotada pelo administrador contendo no mínimo:

- a) a descrição do objetivo fundamental dos investimentos imobiliários a serem realizados, identificando os aspectos que somente poderão ser alterados com prévia anuência dos quotistas;
- b) a especificação do grau de liberdade que o administrador se reserva no cumprimento da política de investimento, indicando a natureza das operações que fica autorizado a realizar independentemente de prévia autorização dos quotistas;
- c) os ativos que podem compor o patrimônio do fundo, os requisitos de diversificação de investimentos e os riscos envolvidos; e
- d) a possibilidade de o fundo contratar operações com derivativos para fins de proteção patrimonial, cuja exposição seja sempre, no máximo, o valor do patrimônio líquido do fundo, caso autorizada no regulamento.

IV – taxas de administração e desempenho se for o caso;

XIII – obrigações e responsabilidades do administrador,

XVI – conteúdo e periodicidade das informações a serem prestadas aos quotistas;

Instrução 472/08

Art. 32. O administrador do fundo deve:

III – manter, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem:

- a) os registros de quotistas e de transferência de quotas;
- b) os livros de atas e de presença das assembléias gerais;
- c) a documentação relativa aos imóveis e às operações do fundo;
- d) os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo; e
- e) o arquivo dos pareceres e relatórios do auditor independente e, quando for o caso, dos profissionais ou empresas contratados nos termos do arts. 29 e 31.

Informações Periódicas

Instrução 472/08 - Art. 39º:

O administrador deve prestar as seguintes informações periódicas sobre o fundo:

I – mensalmente, até 15 (quinze) dias após o encerramento do mês:

- a) valor do patrimônio do fundo, valor patrimonial das quotas e a rentabilidade do período; e

b) valor dos investimentos do fundo, incluindo discriminação dos bens e direitos integrantes de seu patrimônio;

II – trimestralmente, até 30 (trinta) dias após o encerramento de cada trimestre, informações sobre o andamento das obras e sobre o valor total dos investimentos já realizados, no caso de fundo constituído com o objetivo de desenvolver empreendimento imobiliário, até a conclusão e entrega da construção;

III - até 60 (sessenta) dias após o encerramento de cada semestre, relação das demandas judiciais ou extrajudiciais propostas na defesa dos direitos de quotistas ou desses contra a administração do fundo, indicando a data de início e a da solução final, se houver;

IV- até 60 (sessenta) dias após o encerramento do primeiro semestre:

a) o balancete semestral;

b) o relatório do administrador, observado o disposto no § 2º; e

V – anualmente, até 90 (noventa) dias após o encerramento do exercício:

a) as demonstrações financeiras

b) o relatório do administrador, observado o disposto no § 2º; e

c) o parecer do auditor independente.

VI - até 8 (oito) dias após sua ocorrência, a ata da assembléia geral ordinária.

Instrução 472/08 - Art. 39º:

§2º Os relatórios previstos na alínea “b” do inciso IV e alínea “b” do inciso V devem conter, no mínimo:

I – descrição dos negócios realizados no semestre, especificando, em relação a cada um, os objetivos, os montantes dos investimentos feitos, as receitas auferidas, e a origem dos recursos investidos, bem como a rentabilidade apurada no período;

II – programa de investimentos para o semestre seguinte;

III – informações, acompanhadas das premissas e fundamentos utilizados em sua elaboração, sobre:

a) conjuntura econômica do segmento do mercado imobiliário em que se concentrarem as operações do fundo, relativas ao semestre findo;

b) as perspectivas da administração para o semestre seguinte; e

c) o valor de mercado dos ativos integrantes do patrimônio do fundo, incluindo o percentual médio de valorização ou desvalorização apurado no período, com base na última análise técnica disponível, especialmente realizada para esse fim, em observância de critérios que devem estar devidamente indicados no relatório;

IV – relação das obrigações contraídas no período;

V – rentabilidade nos últimos 4 (quatro) semestres;

VI – o valor patrimonial da quota, por ocasião dos balanços, nos últimos 4 (quatro) semestres calendário; e

VII – a relação dos encargos debitados ao fundo em cada um dos 2 (dois) últimos exercícios, especificando valor e percentual em relação ao patrimônio líquido médio semestral em cada exercício.

Instrução 472/08 - Art. 41º:

O administrador deve disponibilizar aos quotistas os seguintes documentos, relativos a informações eventuais sobre o fundo:

IV – fatos relevantes.

§1º A divulgação de fatos relevantes deve ser ampla e imediata, de modo a garantir aos quotistas e demais investidores acesso às informações que possam, direta ou indiretamente, influir em suas decisões de adquirir ou alienar quotas do fundo, sendo vedado ao administrador valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda das quotas do fundo.

§2º Considera-se exemplo de fato relevante, sem exclusão de quaisquer outras hipóteses, a alteração no tratamento tributário conferido ao fundo ou ao quotista.

Instrução 472/08 - Art. 43º:

O administrador deverá enviar a cada quotista:

I – no prazo de até 8 (oito) dias após a data de sua realização, resumo das decisões tomadas pela assembléia geral;

II – semestralmente, no prazo de até 30 (trinta) dias a partir do encerramento do semestre, o extrato da conta de depósito a que se refere o art. 7º, acompanhado do valor do patrimônio do fundo no início e o

fim do período, o valor patrimonial da quota, e a rentabilidade apurada no período, bem como de saldo e valor das quotas no início e no final do período e a movimentação ocorrida no mesmo intervalo, se for o caso; e

III – anualmente, até 30 de março de cada ano, informações sobre a quantidade de quotas de sua titularidade e respectivo valor patrimonial, bem como o comprovante para efeitos de declaração de imposto de renda.

Lei 8668/93 - Art. 15º:

As demonstrações financeiras dos fundos de investimento imobiliário serão publicadas pelas administradoras, na forma que vier a ser regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários.

CONSELHO FISCAL

Composição (função não identificada)

Atribuições

Relacionamento

AUDITORIA INDEPENDENTE

Auditor Externo (contratação)

Instrução 472/08 - Art. 44º:

O exercício do fundo deve ser encerrado a cada 12 (doze) meses, quando serão levantadas as demonstrações financeiras relativas ao período findo.

§2º As demonstrações financeiras do fundo obedecerão às normas contábeis específicas expedidas pela CVM e serão auditadas anualmente, por auditor independente registrado na CVM.

§3º As demonstrações financeiras do fundo devem ser elaboradas observando-se a natureza dos empreendimentos imobiliários e das demais aplicações em que serão investidos os recursos do fundo.

Parecer da Auditoria (como é tratado)

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES

Situações de Conflitos – Identificação (o que é e quem pode denunciar)

Instrução 472/08 - Art. 34º:

Os atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e o administrador dependem de aprovação prévia, específica e informada da assembleia geral de quotistas.

§ 1º As seguintes hipóteses são exemplos de situação de conflito de interesses:

I – a aquisição, locação, arrendamento ou exploração do direito de superfície, pelo fundo, de imóvel de propriedade do administrador ou de pessoas a ele ligadas;

II – a alienação, locação ou arrendamento ou exploração do direito de superfície de imóvel integrante do patrimônio do fundo tendo como contraparte o administrador ou pessoas a ele ligadas;

III – a aquisição, pelo fundo, de imóvel de propriedade de devedores do administrador, uma vez caracterizada a inadimplência do devedor; e

IV – a contratação, pelo fundo, de pessoas ligadas ao administrador, para prestação dos serviços referidos no art. 31.

Situações de Conflitos – Tratamento

Lei 8668/93 - Art. 12º:

É vedado à instituição administradora, no exercício específico de suas funções e utilizando-se dos recursos do fundo de investimento imobiliário:

VII - realizar operações do fundo quando caracterizada situação de conflito de interesse entre o fundo e a instituição administradora, ou entre o fundo e o empreendedor.

Uso de Informações

Instrução 206/94 - Art. 1º:

§2º As seguintes notas explicativas serão objeto de divulgação, independentemente daquelas previstas nas normas referidas no parágrafo anterior:

I - informação analítica da posição dos investimentos imobiliários, na data do encerramento do período, detalhando cada empreendimento, com endereço, metragem de área total/construída, estágio em que se encontram suas características, valor líquido aplicado e valor de mercado, conforme especifica a alínea "c" do inciso III do artigo 17 da Instrução 205, bem como sua movimentação no período;

IV - explicitação do cálculo da distribuição do resultado aos quotistas.

Instrução 400/03 - Art. 42º

É obrigatória a entrega de exemplar do prospecto definitivo ou preliminar ao investidor, admitindo-se seu envio ou obtenção por meio eletrônico.

Instrução 400/03 – Art. 56º:

§1º A instituição líder deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que:

I - as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta; e

II - as informações fornecidas ao mercado durante todo o prazo de distribuição, inclusive aquelas eventuais ou periódicas constantes da atualização do registro da companhia e as constantes do estudo de viabilidade econômico-financeira do empreendimento, se aplicável, que venham a integrar o prospecto, são suficientes, permitindo aos investidores a tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta.

Mediação e Arbitragem

Anexo B - Regulamentação FIP

PROPRIEDADE

Direito de Propriedade

Instrução 391/03 – Art. 10º:

O administrador terá poderes para exercer todos os direitos inerentes aos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do fundo, inclusive o de ação e o de comparecer e votar em assembleias gerais e especiais, podendo delegar para o gestor esses poderes, no todo ou em parte.

Instrução 391/03 – Art. 20º:

As quotas do fundo de investimento em participações corresponderão a frações ideais de seu patrimônio líquido e assumirão a forma nominativa.

Direito a voto

Instrução 391/03 – Art. 19º:

Será atribuído a cada quota o direito a um voto na assembleia geral de quotistas.

§1º O regulamento poderá admitir a existência de uma ou mais classe de quotas, atribuindo-lhes direitos políticos especiais para as matérias que especificar.

§2º O regulamento poderá atribuir a uma ou mais classe de quotas distintos direitos econômico-financeiros, exclusivamente quanto à fixação das taxas de administração e de *performance*, e respectivas bases de cálculo.

Regras de Assembleia (convocação e pauta)

Instrução 391/03 – Art. 6º:

O regulamento do fundo de investimento em participações deverá dispor sobre:

XIII – competência da assembleia geral de quotistas, critérios e requisitos para sua convocação e deliberação;

Instrução 391/03 – Art. 16º:

A convocação da assembleia geral far-se-á na forma estipulada no regulamento do fundo, com antecedência mínima de 15 (quinze) dias, devendo conter descrição dos assuntos a serem discutidos e votados.

Votação em Assembleia

Instrução 391/03 – Art. 15º:

Competirá privativamente à assembleia geral de quotistas:

I – tomar, anualmente, as contas relativas ao fundo e deliberar, até 30 de junho de cada ano, sobre as demonstrações contábeis apresentadas pelo administrador;

II – alterar o regulamento do fundo;

III – deliberar sobre a destituição ou substituição do administrador e escolha de seu substituto;

IV – deliberar sobre a fusão, incorporação, cisão ou eventual liquidação do fundo;

V – deliberar sobre a emissão e distribuição de novas quotas;

VI – deliberar sobre o aumento na taxa de remuneração do administrador, inclusive no que diz respeito à participação nos resultados do fundo;

VII – deliberar sobre a prorrogação do prazo de duração do fundo;

VIII – deliberar sobre a alteração do quorum de instalação e deliberação da assembleia geral;

IX – deliberar sobre a instalação, composição, organização e funcionamento dos comitês e conselhos do fundo; e

X – deliberar, quando for o caso, sobre requerimento de informações de quotistas, observado o disposto no parágrafo único do art. 14 desta Instrução.

Instrução 391/03 – Art. 15º:

§2º As deliberações de assembleia geral de quotistas devem ser adotadas por votos que representem a maioria dos presentes, ressalvadas aquelas referidas nos incisos II, III, IV, VI, VII, VIII e IX deste artigo, e no inciso V desse mesmo artigo, caso não haja previsão para a emissão de novas quotas, que somente podem ser adotadas por maioria qualificada previamente estabelecida no regulamento do fundo.

Instrução 391/03 – Art. 39º:

Os administradores de fundos de investimento em títulos e valores mobiliários, condomínio fechado, e fundos mútuos de investimento em empresas emergentes, poderão convocar assembleias gerais dos fundos sob sua administração com a finalidade de promover sua transformação em fundos de

investimento em participações ou fundos de investimento em quotas de fundos de investimento em participações.

Equidade no Tratamento

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Composição do Conselho (funções da administradora e gestora)

Instrução 391/03 – Art. 6º:

O regulamento do fundo de investimento em participações deverá dispor sobre:

XVII - existência, composição e funcionamento de conselho consultivo, comitê de investimentos, comitê técnico ou de outro comitê, se houver;

Instrução 391/03 – Art. 2º:

§2º A participação do fundo no processo decisório da companhia investida pode ocorrer:

I – pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle,

II – pela celebração de acordo de acionistas ou, ainda,

III – pela celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

§3º O regulamento do fundo deverá estabelecer os critérios a serem observados para a definição das companhias abertas que possam ser objeto de investimento pelo fundo.

§4º As companhias fechadas referidas no caput deverão seguir as seguintes práticas de governança:

I – proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;

II – estabelecimento de um mandato unificado de 1 (um) ano para todo o Conselho de Administração;

III – disponibilização de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia;

IV – adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários;

V – no caso de abertura de seu capital, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos nos incisos anteriores; e

VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.

Relacionamento (supervisão da gestão com outras partes)

Atribuições do Conselho – Estratégia de Investimento

Instrução 391/03 – Art. 2º:

O fundo de investimento em participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.

Instrução 391/03 – Art. 6º:

O regulamento do fundo de investimento em participações deverá dispor sobre:

III – política de investimento a ser adotada pelo administrador, com a indicação dos ativos que poderão compor a carteira do fundo e explicação sobre eventuais riscos de concentração da carteira e iliquidez desses ativos;

Instrução 391/03 – Art. 6º:

O regulamento do fundo de investimento em participações deverá dispor sobre:

XVI – processo decisório para a realização, pelo fundo, de investimento e desinvestimento;

Instrução 391/03 – Art. 10º:

§1º Nos casos em que o administrador ou gestor compartilhe com o conselho ou comitê decisões inerentes à composição da carteira de investimentos, incluindo mas não se limitando à aquisição e à venda de ativos da carteira do fundo, os procedimentos referentes ao compartilhamento de tais decisões deverão estar claramente explicitados no regulamento.

Instrução 391/03 – Art. 35º:

É vedado ao administrador, direta ou indiretamente, em nome do fundo:

VI – aplicar recursos:

b) na aquisição de bens imóveis; e

Instrução 391/03 – Art. 36º:

Salvo aprovação da maioria dos quotistas reunidos em assembléia geral, é vedada a aplicação de recursos do fundo em títulos e valores mobiliários de companhias nas quais participem:

I – o administrador, o gestor, os membros de comitês ou conselhos criados pelo fundo e quotistas titulares de quotas representativas de 5% (cinco por cento) do patrimônio do fundo, seus sócios e respectivos cônjuges, individualmente ou em conjunto, com porcentagem superior a 10% (dez por cento) do capital social votante ou total;

Parágrafo único. Salvo aprovação da maioria dos quotistas, é igualmente vedada a realização de operações, pelo fundo, em que este figure como contraparte das pessoas mencionadas no inciso I deste artigo, bem como de outros fundos de investimento ou carteira de valores mobiliários administrados pela administradora ou pela gestora, quando houver.

Instrução 391/03 – Art. 37º:

Parágrafo único. Os fundos de investimento em quotas de fundos de investimento em participações deverão aplicar, no mínimo, 90% (noventa por cento) de seu patrimônio em quotas de fundos de investimento em participações, bem como em quotas de fundos de investimento em empresas emergentes.

Atribuições do Conselho – Captação de Recursos

Instrução 391/03 – Art. 2º:

§5º O investimento poderá ser efetivado através de compromisso, mediante o qual o investidor fique obrigado a integralizar o valor do capital comprometido à medida que o administrador do fundo fizer chamadas, de acordo com prazos, processos decisórios e demais procedimentos estabelecidos no respectivo compromisso de investimento.

Instrução 391/03 – Art. 5º:

Somente poderão investir no fundo investidores qualificados, nos termos da regulamentação editada pela CVM relativamente aos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários.

Instrução 391/03 – Art. 6º:

O regulamento do fundo de investimento em participações deverá dispor sobre:

I – prazo máximo para a integralização das quotas constitutivas do patrimônio inicial mínimo estabelecido para funcionamento, a contar da respectiva data de registro na CVM;

Instrução 391/03 – Art. 6º:

O regulamento do fundo de investimento em participações deverá dispor sobre:

IV – regras e prazo limite para chamadas de capital, observado o previsto no compromisso de investimento firmado pelo subscritor;

Instrução 391/03 – Art. 7º:

§2º A distribuição de novas quotas do fundo depende de prévio registro na CVM.

Instrução 391/03 – Art. 22º:

§2º Do instrumento de compromisso de investimento deverá constar que, no decorrer da vigência do fundo, haverá chamadas de capital às quais o investidor estará obrigado, de acordo com regras constantes do referido instrumento e sob as penas nele expressamente previstas.

REGRAS DE DISTRIBUIÇÃO E DISPERSÃO

Liquidez (percentual mínimo de ações em circulação)

Dispersão (garantia de acesso a todos os investidores)

Instrução 391/03 – Art. 8º:

Os fundos de investimento em participações deverão destacar em seu material de divulgação os riscos inerentes à concentração e possível iliquidez dos ativos que integrem a carteira resultante de suas aplicações.

Instrução 391/03 – Art. 24º:

Não haverá resgate de quotas.

Instrução 391/03 – Art. 26º:

As quotas do fundo que tenham sido objeto de distribuição pública, ressalvadas as negociações privadas entre investidores qualificados, somente poderão ser negociadas no mercado de bolsa ou de balcão organizado, cabendo ao intermediário assegurar a condição de investidor qualificado do adquirente de quotas.

GESTÃO

Composição da Gestão (funções da administradora e gestora)

Instrução 391/03 – Art. 6º:

O regulamento do fundo de investimento em participações deverá dispor sobre:

II – qualificação da instituição administradora e, se for o caso, da gestora;

Instrução 391/03 – Art. 9º:

A administração do fundo competirá a pessoa jurídica autorizada pela CVM para exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários.

§1º A pessoa jurídica referida no caput deverá indicar o diretor ou sócio-gerente responsável pela representação do fundo perante a CVM.

§2º As funções de administrador e de gestor poderão ser exercidas pela mesma pessoa jurídica legalmente habilitada, podendo o administrador contratar terceira pessoa, igualmente habilitada para o exercício profissional de administração de carteira, para gerir a carteira do fundo.

§3º O gestor e o administrador do fundo responderão pelos prejuízos causados aos quotistas, quando procederem com culpa ou dolo, com violação da lei, das normas editadas pela CVM e do regulamento.

§4º Quando a administração do fundo não for exercida por instituição financeira integrante do sistema de distribuição, o administrador deverá contratar instituição legalmente habilitada para execução dos serviços de distribuição de quotas e de tesouraria,

Atribuições da Administradora/ Gestor

Instrução 391/03 – Art. 14º:

Incluem-se entre as obrigações do administrador:

I – manter, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem, por 5 (cinco) anos após o encerramento do fundo:

d) o arquivo dos pareceres dos auditores;

e) os registros e demonstrações contábeis referentes às operações realizadas pelo fundo e seu patrimônio;

V – elaborar, junto com as demonstrações contábeis semestrais e anuais, parecer a respeito das operações e resultados do fundo, incluindo a declaração de que foram obedecidas as disposições desta Instrução e do regulamento do fundo;

VI – fornecer aos quotistas que, isolada ou conjuntamente, sendo detentores de pelo menos 10% (dez por cento) das quotas emitidas, assim requererem, estudos e análises de investimento, elaborados pelo gestor ou pelo administrador, que fundamentem as decisões tomadas em assembléia geral, incluindo os registros apropriados com as justificativas das recomendações e respectivas decisões;

VII – se houver, fornecer aos quotistas que, isolada ou conjuntamente, sendo detentores de pelo menos 10% (dez por cento) das quotas emitidas, assim requererem, atualizações periódicas dos estudos e análises elaborados pelo gestor ou pelo administrador, permitindo acompanhamento dos investimentos realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de possíveis ações que maximizem o resultado do investimento;

Parágrafo Único. Sempre que forem requeridas informações na forma prevista nos incisos VI e VII deste artigo, o administrador poderá submeter a questão à prévia apreciação da assembléia geral de quotistas, tendo em conta os interesses do fundo e dos demais quotistas, e eventuais conflitos de interesses em relação a conhecimentos técnicos e às empresas nas quais o fundo tenha investido, ficando, nesta hipótese, impedidos de votar os quotistas que requereram a informação.

Instrução 391/03 – Art. 31º:

O administrador do fundo deverá divulgar a todos os quotistas e à CVM, qualquer ato ou fato relevante atinente ao fundo.

Instrução 391/03 – Art. 32º:

O administrador do fundo deverá enviar à CVM, através do sistema de envio de documentos disponível na página da Comissão na rede mundial de computadores, conforme modelo disponível na referida página, e também ao quotista, as seguintes informações:

I – trimestralmente, no prazo de 15 (quinze) dias após o encerramento do trimestre civil a que se referirem, as seguintes informações: valor do patrimônio líquido do fundo; e número de quotas emitidas.

II – semestralmente, no prazo de 60 (sessenta) dias após o encerramento desse período, as seguintes informações: a composição da carteira, discriminando quantidade e espécie dos títulos e valores mobiliários que a integram; demonstrações contábeis do fundo acompanhadas da declaração a que se refere o inciso V do art. 14; os encargos debitados ao fundo, em conformidade com o disposto no art.

27, devendo ser especificado o seu valor; e a relação das instituições encarregadas da prestação dos serviços de custódia de títulos e valores mobiliários componentes da carteira.

III – anualmente, no prazo de 90 (noventa) dias após o encerramento do exercício social, as seguintes informações: as demonstrações contábeis do exercício, acompanhadas de parecer do auditor independente; o valor patrimonial da quota na data do fechamento do balanço e a sua rentabilidade no período; e os encargos debitados ao fundo, em conformidade com o disposto no art. 27, devendo ser especificado o seu valor e o percentual em relação ao patrimônio líquido médio anual do fundo.

Informações (conteúdo e periodicidade)

Instrução 391/03 – Art. 6º:

O regulamento do fundo de investimento em participações deverá dispor sobre:

X – informações a serem disponibilizadas aos quotistas, sua periodicidade e forma de divulgação;

CONSELHO FISCAL

Composição (função não identificada)

Atribuições

Relacionamento

AUDITORIA INDEPENDENTE

Auditor Externo (contratação)

Instrução 391/03 – Art. 29º:

Parágrafo único. As demonstrações contábeis do fundo, elaboradas ao final de cada exercício, deverão ser auditadas por auditor independente registrado na CVM.

Parecer da Auditoria (como é tratado)

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES

Situações de Conflitos – Identificação (o que é e quem pode denunciar)

Instrução 391/03 – Art. 6º:

O regulamento do fundo de investimento em participações deverá dispor sobre:

XV – indicação de possíveis conflitos de interesses;

Instrução 391/03 – Art. 10º:

§2º Os membros do conselho ou comitê deverão informar ao administrador, e este deverá informar aos quotistas, qualquer situação que os coloque, potencial ou efetivamente, em situação de conflito de interesses com o fundo.

Situações de Conflitos – Tratamento

Uso de Informações

Mediação e Arbitragem

Anexo C – Regulamentação SA

PROPRIEDADE

Direito de Propriedade

Lei 6404 - Art. 1º:

A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

Lei 6404 - Art. 17º:

As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:

I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo;

II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou

III - na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II.

§ 1º Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:

I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:

a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e

b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou

II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou

III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

Lei 6404 - Art. 28º:

A ação é indivisível em relação à companhia.

Parágrafo único. Quando a ação pertencer a mais de uma pessoa, os direitos por ela conferidos serão exercidos pelo representante do condomínio.

Lei 6404 - Art. 42º:

A instituição financeira representa, perante a companhia, os titulares das ações recebidas em custódia nos termos do artigo 41, para receber dividendos e ações bonificadas e exercer direito de preferência para subscrição de ações.

Direito a voto

Instrução 282 Art. 1º:

Em função do valor do capital social da companhia aberta, é facultado aos acionistas representantes do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo para a eleição dos membros do Conselho de Administração.

Lei 6404 - Art. 15º:

§ 2º O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas.

Lei 6404 - Art. 18º:

O estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração.

Lei 6404 - Art. 110º

A cada ação ordinária corresponde 1 (um) voto nas deliberações da assembléia-geral.

§ 1º O estatuto pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista.

§ 2º É vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações.

Lei 6404 - Art. 111º:

O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no artigo 109.

Lei 6404:

Parágrafo único. Os acionistas sem direito de voto podem comparecer à assembleia-geral e discutir a matéria submetida à deliberação.

Lei 6404 - Art. 134º:

§ 1º Os administradores da companhia, ou ao menos um deles, e o auditor independente, se houver, deverão estar presentes à assembleia para atender a pedidos de esclarecimentos de acionistas, mas os administradores não poderão votar, como acionistas ou procuradores, os documentos referidos neste artigo.

Lei 6404 - Art. 141º:

Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos em um só candidato ou distribuí-los entre vários.

Regras de Assembleia (convocação e pauta)

Instrução 341 - Art. 1º:

O anúncio de convocação de assembleia geral deverá enumerar, expressamente, na ordem do dia, todas as matérias a serem deliberadas, não se admitindo que sob a rubrica “assuntos gerais” haja matérias que dependam de deliberação assemblear.

Instrução 481 - Art. 3º O anúncio de convocação deve enumerar, expressamente, na ordem do dia, todas as matérias a serem deliberadas na assembleia.

Instrução 372 - Art. 2º:

A qualquer acionista de companhia aberta é facultado requerer à CVM o aumento, para até 30 (trinta) dias, do prazo de antecedência da data de publicação do primeiro anúncio de convocação de assembleia geral, desde que tal assembleia tenha por objeto operações que, por sua complexidade, e a juízo da CVM, exijam maior prazo para que possam ser conhecidas e analisadas pelos acionistas.

Instrução 372 – Art. 3º:

Qualquer acionista de companhia aberta poderá solicitar à CVM a interrupção do curso do prazo de convocação de assembleia geral extraordinária de companhia aberta por até 15 (quinze) dias, a fim de que a CVM conheça e analise as propostas a serem submetidas à assembleia.

Lei 6404 - Art. 123º:

Compete ao conselho de administração, se houver, ou aos diretores, observado o disposto no estatuto, convocar a assembleia-geral.

Lei 6404 - Art. 124º:

A convocação far-se-á mediante anúncio publicado por 3 (três) vezes, no mínimo, contendo, além do local, data e hora da assembleia, a ordem do dia, e, no caso de reforma do estatuto, a indicação da matéria.

Lei 6404 - Art. 133º:

Os administradores devem comunicar, até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia-geral ordinária, por anúncios publicados na forma prevista no artigo 124, que se acham à disposição dos acionistas.

Lei 6404 - Art. 71º:

§ 1º A assembleia de debenturistas pode ser convocada pelo agente fiduciário, pela companhia emissora, por debenturistas que representem 10% (dez por cento), no mínimo, dos títulos em circulação, e pela Comissão de Valores Mobiliários.

Instrução 481 - Art. 6º A companhia deve tornar disponíveis aos acionistas, por meio de sistema eletrônico na página da CVM na rede mundial de computadores:

II – quaisquer outras informações e documentos relevantes para o exercício do direito de voto em assembleia.

Instrução 481 - Art. 9º A companhia deve fornecer, até 1 (um) mês antes da data marcada para realização da assembleia geral ordinária, os seguintes documentos e informações:

- I – relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo;
- II – cópia das demonstrações financeiras;
- III – comentário dos administradores sobre a situação financeira da companhia, nos termos do item 10 do formulário de referência;
- IV – parecer dos auditores independentes; e
- V – parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver.

§ 1º Até a data prevista no caput, a companhia deve fornecer ainda os seguintes documentos:

- I – formulário de demonstrações financeiras padronizadas - DFP;
- II – proposta de destinação do lucro líquido do exercício que contenha, no mínimo, as informações indicadas no Anexo 9-1-II a presente Instrução; e
- III – parecer do comitê de auditoria, se houver.

Votação em Assembléia

Lei 6404 - Art. 125º:

Ressalvadas as exceções previstas em lei, a assembléia-geral instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 1/4 (um quarto) do capital social com direito de voto; em segunda convocação instalar-se-á com qualquer número.

Lei 6404 - Art. 124º:

§ 4º Independentemente das formalidades previstas neste artigo, será considerada regular a assembléia-geral a que comparecerem todos os acionistas.

Lei 6404 - Art. 87º:

A assembléia de constituição instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de subscritores que representem, no mínimo, metade do capital social, e, em segunda convocação, com qualquer número.

Lei 6404 - Art. 121º:

A assembléia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento.

Lei 6404 - Art. 122º:

Compete privativamente à assembléia-geral:

- I - reformar o estatuto social;
- II - eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142;
- III - tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas;
- IV - autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto no § 1º do art. 59;
- V - suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120);
- VI - deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social;
- VII - autorizar a emissão de partes beneficiárias;
- VIII - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; e
- IX - autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata.

Lei 6404 - Art. 129º:

As deliberações da assembléia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco.

§ 2º No caso de empate, se o estatuto não estabelecer procedimento de arbitragem e não contiver norma diversa, a assembléia será convocada, com intervalo mínimo de 2 (dois) meses, para votar a deliberação; se permanecer o empate e os acionistas não concordarem em cometer a decisão a um terceiro, caberá ao Poder Judiciário decidir, no interesse da companhia.

Lei 6404 - Art. 135º:

A assembléia-geral extraordinária que tiver por objeto a reforma do estatuto somente se instalará em primeira convocação com a presença de acionistas que representem 2/3 (dois terços), no mínimo, do capital com direito a voto, mas poderá instalar-se em segunda com qualquer número.

Lei 6404 - Art. 136º:

É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior *quorum* não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre:

I - criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto;

II - alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida;

III - redução do dividendo obrigatório;

IV - fusão da companhia, ou sua incorporação em outra;

V - participação em grupo de sociedades (art. 265);

VI - mudança do objeto da companhia;

VII - cessação do estado de liquidação da companhia;

VIII - criação de partes beneficiárias;

IX - cisão da companhia;

X - dissolução da companhia.

Equidade no Tratamento

Lei 6404 - Art. 109º:

§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

Lei 6404 - Art. 171º:

Na proporção do número de ações que possuírem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital.

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Composição do Conselho (funções da administradora e gestora)

Lei 6404 - Art. 138º:

A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria.

§ 1º O conselho de administração é órgão de deliberação colegiada, sendo a representação da companhia privativa dos diretores.

§ 2º As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração.

Lei 6404 - Art. 139º:

As atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto.

Lei 6404 - Art. 140º:

O conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembléia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo.

Relacionamento (supervisão da gestão com outras partes)

Lei 6404 - Art. 142º:

Compete ao conselho de administração:

I - fixar a orientação geral dos negócios da companhia;

II - eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;

III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;

IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;

V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;

VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;

VII - deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;

VIII – autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros;

IX - escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

Atribuições do Conselho – Estratégia de Investimento

Lei 6404 - Art. 192º:

Juntamente com as demonstrações financeiras do exercício, os órgãos da administração da companhia apresentarão à assembléia-geral ordinária, observado o disposto nos artigos 193 a 203 e no estatuto, proposta sobre a destinação a ser dada ao lucro líquido do exercício.

Lei 6404 - Art. 170º:

Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

Atribuições do Conselho – Captação de Recursos

Lei 6404 - Art. 166º:

O capital social pode ser aumentado:

I - por deliberação da assembléia-geral ordinária, para correção da expressão monetária do seu valor (artigo 167);

II - por deliberação da assembléia-geral ou do conselho de administração, observado o que a respeito dispuser o estatuto, nos casos de emissão de ações dentro do limite autorizado no estatuto (artigo 168);

III - por conversão, em ações, de debêntures ou parte beneficiárias e pelo exercício de direitos conferidos por bônus de subscrição, ou de opção de compra de ações;

IV - por deliberação da assembléia-geral extraordinária convocada para decidir sobre reforma do estatuto social, no caso de inexistir autorização de aumento, ou de estar a mesma esgotada.

Lei 6404 - Art. 168º:

O estatuto pode conter autorização para aumento do capital social independentemente de reforma estatutária.

REGRAS DE DISTRIBUIÇÃO E DISPERSÃO

Liquidez (percentual mínimo de ações em circulação)

Dispersão (garantia de acesso a todos os investidores)

Instrução 361 - Art. 2º:

A Oferta Pública de Aquisição de ações de companhia aberta (OPA) pode ser de uma das seguintes modalidades:

I – OPA para cancelamento de registro: é a OPA obrigatória, realizada como condição do cancelamento do registro de companhia aberta, por força do § 4º do art. 4º da Lei 6.404/76 e do § 6º do art. 21 da Lei 6.385/76;

II – OPA por aumento de participação: é a OPA obrigatória, realizada em consequência de aumento da participação do acionista controlador no capital social de companhia aberta, por força do § 6º do art. 4º da Lei 6.404/76;

III – OPA por alienação de controle: é a OPA obrigatória, realizada como condição de eficácia de negócio jurídico de alienação de controle de companhia aberta, por força do art. 254-A da Lei 6.404/76;

IV – OPA voluntária: é a OPA que visa à aquisição de ações de emissão de companhia aberta, que não deva realizar-se segundo os procedimentos específicos estabelecidos nesta Instrução para qualquer OPA obrigatória referida nos incisos anteriores;

V – OPA para aquisição de controle de companhia aberta: é a OPA voluntária de que trata o art. 257 da Lei 6.404/76; e

VI – OPA concorrente: é a OPA formulada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada, e que tenha por objeto ações abrangidas por OPA já apresentada para registro perante a CVM, ou por OPA não sujeita a registro que esteja em curso.

§3º Para os efeitos desta Instrução, considera-se OPA a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado, que vise à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante.

Instrução 361 - Art. 26º:

A OPA por aumento de participação, conforme prevista no § 6º do art. 4º da Lei 6.404/76, deverá realizar-se sempre que o acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie ou classe

em circulação na data da entrada em vigor desta Instrução, observado o disposto no §§ 1o e 2o do art. 37.

§1o Caso as pessoas referidas no caput detenham, na entrada em vigor desta Instrução, em conjunto ou isoladamente, mais da metade das ações de emissão da companhia de determinada espécie e classe, e adquiram, a partir da entrada em vigor desta Instrução, isoladamente ou em conjunto, participação igual ou superior a 10% (dez por cento) daquela mesma espécie e classe em período de 12 (doze) meses, sem que seja atingido o limite de que trata o caput, a CVM poderá determinar a realização de OPA por aumento de participação, caso verifique, no prazo máximo de 6 (seis) meses a contar da comunicação de aquisição da referida participação, que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida.

Art. 28. Caso se verifique qualquer das hipóteses do art. 26, ao acionista controlador será lícito solicitar à CVM autorização para não realizar a OPA por aumento de participação, desde que se comprometa a alienar o excesso de participação no prazo de 3 (três) meses, a contar da ocorrência da aquisição.

Lei 6404 - Art. 254º-A:

A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

Lei 6404 - Art. 257º:

A oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante.

GESTÃO

Composição da Gestão (funções da administradora e gestora)

Atribuições da Administradora/ Gestor

Informações (conteúdo e periodicidade)

Instrução 202 - Art. 6º:

O diretor de relações com investidores é responsável pela prestação de informações ao público investidor, à CVM e, caso a companhia tenha registro em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, a essas entidades, bem como manter atualizado o registro de companhia (arts. 13, 16 e 17).

Instrução 202 - Art. 16º:

A companhia deverá prestar, na forma do artigo 13, desta Instrução, as seguintes informações periódicas, nos prazos especificados:

I - demonstrações financeiras e, se for o caso, demonstrações consolidadas, elaboradas de acordo com a Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a regulamentação emanada da CVM, acompanhadas do relatório da administração e do parecer do auditor independente:

a) no prazo máximo de até três meses após o encerramento do exercício social; ou
b) no mesmo dia de sua publicação pela imprensa, ou de sua colocação à disposição dos acionistas, se esta ocorrer em data anterior à referida na alínea "a" deste inciso.

II - formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP, nos mesmos prazos fixados no inciso I deste artigo;

III - edital de convocação da assembleia-geral ordinária, no mesmo dia de sua publicação pela imprensa;

IV - formulário de Informações Anuais – IAN;

V - sumário das decisões tomadas na assembleia-geral ordinária, no dia seguinte à sua realização;

VI - ata da assembleia-geral ordinária, até dez dias após a sua realização, com indicação das datas e jornais de sua publicação, se esta já tiver ocorrido;

VII - fac-símile dos certificados dos valores mobiliários emitidos pela companhia, se tiver havido alteração nos enviados anteriormente, até dez dias após a alteração;

VIII - formulário de Informações Trimestrais - ITR, elaboradas em moeda de capacidade aquisitiva constante, acompanhadas de Relatório de Revisão Especial (inciso XVI do artigo 7º desta Instrução) emitido por auditor independente devidamente registrado na CVM, até quarenta e cinco dias após o

término de cada trimestre do exercício social, excetuando o último trimestre, ou quando a empresa divulgar as informações para acionistas, ou para terceiros, caso isso ocorra em data anterior.

Instrução 202 - Art. 17º:

A companhia deverá prestar, na forma do artigo 13 desta Instrução, as seguintes informações eventuais, nos prazos especificados:

I - edital de convocação de assembléia-geral extraordinária ou especial, no mesmo dia de sua publicação;

II - sumário das decisões tomadas nas assembléias-gerais extraordinária ou especial, no dia seguinte à sua realização;

III - ata de assembléia extraordinária ou especial, até 10 (dez) dias após a realização da assembléia;

IV - acordo de acionistas (artigo 118 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976), quando do arquivamento na companhia;

V - convenção de Grupo de Sociedades (artigo 265 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976), quando de sua aprovação;

VI - comunicação sobre ato ou fato relevante, nos termos do artigo 157, § 4º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, no mesmo dia de sua divulgação pela imprensa;

VII - informação sobre pedido de concordata, seus fundamentos, demonstrações financeiras especialmente levantadas para obtenção do benefício legal e, se for o caso, situação dos debenturistas quanto ao recebimento das quantias investidas, no mesmo dia da entrada do pedido em juízo;

VIII - sentença concessiva da concordata, no mesmo dia de sua ciência pela companhia;

IX - informação sobre pedido ou confissão de falência, no mesmo dia de sua ciência pela companhia, ou do ingresso do pedido em juízo, conforme for o caso;

X - sentença declaratória de falência com indicação do síndico da massa falida, no mesmo dia de sua ciência pela companhia;

XI - outras informações solicitadas pela CVM, nos prazos que esta assinalar.

Lei 6404 - Art. 176º:

Ao fim de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com base na escrituração mercantil da companhia, as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício:

I - balanço patrimonial;

II - demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados;

III - demonstração do resultado do exercício; e

IV – demonstração dos fluxos de caixa; e

V – se companhia aberta, demonstração do valor adicionado.

CONSELHO FISCAL

Composição

Instrução 324 - Art. 1º:

Por meio desta Instrução a CVM, utilizando-se de competência expressamente prevista e buscando garantir a efetividade da proteção à minoria acionária, inclusive no tocante às companhias com capital social de valor elevado, reduz os percentuais mínimos de participação acionária necessários ao pedido de instalação de Conselho Fiscal de companhia aberta (dez por cento das ações com direito a voto e cinco por cento das ações sem direito a voto).

Parecer 19 – 2º:

Na maioria das companhias existentes, todos os membros do Conselho Fiscal são eleitos pelos mesmos acionistas que escolhem os administradores. Nestes casos, o funcionamento do órgão quase sempre se reduz a formalismo vazio de qualquer significação prática, que justifica as reiteradas críticas que lhe são feitas e as propostas para sua extinção. A experiência revela todavia a importância do órgão como instrumento de proteção de acionistas dissidentes, sempre que estes usem de seu direito de eleger em separado um dos membros do Conselho, e desde que as pessoas eleitas tenham os conhecimentos que lhes permitam utilizar com eficiência os meios, previstos na lei, para fiscalização dos órgãos da administração".

Lei 6404 - Art. 161º:

A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas.

§ 1º O conselho fiscal será composto de, no mínimo, 3 (três) e, no máximo, 5 (cinco) membros, e suplentes em igual número, acionistas ou não, eleitos pela assembleia-geral.

Atribuições

Lei 6404 - Art. 163º:

Compete ao conselho fiscal:

I - fiscalizar, por qualquer de seus membros, os atos dos administradores e verificar o cumprimento dos seus deveres legais e estatutários;

II - opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da assembleia-geral;

III - opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembleia-geral, relativas a modificação do capital social, emissão de debêntures ou bônus de subscrição, planos de investimento ou orçamentos de capital, distribuição de dividendos, transformação, incorporação, fusão ou cisão;

IV - denunciar, por qualquer de seus membros, aos órgãos de administração e, se estes não tomarem as providências necessárias para a proteção dos interesses da companhia, à assembleia-geral, os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências úteis à companhia;

V - convocar a assembleia-geral ordinária, se os órgãos da administração retardarem por mais de 1 (um) mês essa convocação, e a extraordinária, sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembleias as matérias que considerarem necessárias;

VI - analisar, ao menos trimestralmente, o balancete e demais demonstrações financeiras elaboradas periodicamente pela companhia;

VII - examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar;

VIII - exercer essas atribuições, durante a liquidação, tendo em vista as disposições especiais que a regulam.

§ 5º Se a companhia não tiver auditores independentes, o conselho fiscal poderá, para melhor desempenho das suas funções, escolher contador ou firma de auditoria e fixar-lhes os honorários, dentro de níveis razoáveis, vigentes na praça e compatíveis com a dimensão econômica da companhia, os quais serão pagos por esta

Relacionamento

AUDITORIA INDEPENDENTE

Auditor Externo (contratação)

Instrução 319 - Art. 12º:

As demonstrações financeiras que servirem de base para operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta deverão ser auditadas por auditor independente registrado na CVM.

Parágrafo único. O disposto neste artigo aplica-se, ainda, aos casos de incorporação de ações previstos no art. 252 da Lei nº 6.404/76.

Instrução 319 - Art. 13º:

As demonstrações financeiras referidas no artigo anterior deverão ser elaboradas de acordo com as disposições da regulamentação societária e normas da CVM e observarão, ainda, os critérios contábeis idênticos aos adotados pela companhia aberta, independentemente da forma societária da outra sociedade envolvida.

Parecer da Auditoria (como é tratado)

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES

Situações de Conflitos – Identificação (o que é e quem pode denunciar)

Instrução 323 - Art. 1º:

São modalidades de exercício abusivo do poder de controle de companhia aberta, sem prejuízo de outras previsões legais ou regulamentares, ou de outras condutas assim entendidas pela CVM:

I - a denegação, sob qualquer forma, do direito de voto atribuído, com exclusividade, por lei, pelo estatuto ou por edital de privatização, aos titulares de ações preferenciais ou aos acionistas minoritários, por parte de acionista controlador que detenha ações da mesma espécie e classe das votantes;

II - a realização de qualquer ato de reestruturação societária, no interesse exclusivo do acionista controlador;

III - a alienação de bens do ativo, a constituição de ônus reais, a prestação de garantias, bem como a cessação, a transferência ou a alienação, total ou parcial, de atividades empresariais, lucrativas ou potencialmente lucrativas, no interesse preponderante do acionista controlador;

IV - a obtenção de recursos através de endividamento ou por meio de aumento de capital, com o posterior empréstimo desses recursos, no todo ou em parte, para sociedades sem qualquer vínculo societário com a companhia, ou que sejam coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, direta ou indiretamente, em condições de juros ou prazos desfavoráveis relativamente às prevalecentes no mercado, ou em condições incompatíveis com a rentabilidade média dos ativos da companhia;

V - a celebração de contratos de prestação de serviços, inclusive de gerência e de assistência técnica, com sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, em condições desvantajosas ou incompatíveis às de mercado;

VI - a utilização gratuita, ou em condições privilegiadas, de forma direta ou indireta, pelo acionista controlador ou por pessoa por ele autorizada, de quaisquer recursos, serviços ou bens de propriedade da companhia ou de sociedades por ela controladas, direta ou indiretamente;

VII - a utilização de sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, direta ou indiretamente, como intermediárias na compra e venda de produtos ou serviços prestados junto aos fornecedores e clientes da companhia, em condições desvantajosas ou incompatíveis às de mercado;

VIII - a promoção de diluição injustificada dos acionistas não controladores, por meio de aumento de capital em proporções quantitativamente desarrazoadas, inclusive mediante a incorporação, sob qualquer modalidade, de sociedades coligadas ao acionista controlador ou por ele controladas, ou da fixação do preço de emissão das ações em valores substancialmente elevados em relação à cotação de bolsa ou de mercado de balcão organizado;

IX - a promoção de alteração do estatuto da companhia, para a inclusão do valor econômico como critério de determinação do valor de reembolso das ações dos acionistas dissidentes de deliberação da assembléia geral, e a adoção, nos doze meses posteriores à dita alteração estatutária, de decisão assemblear que enseje o direito de retirada, sendo o valor do reembolso menor ao que teriam direito os acionistas dissidentes se considerado o critério anterior;

X - a obstaculização, por qualquer modo, direta ou indiretamente, à realização da assembléia geral convocada por iniciativa do conselho fiscal ou de acionistas não controladores;

XI - a promoção de grupamento de ações que resulte em eliminação de acionistas, sem que lhes seja assegurada, pelo acionista controlador, a faculdade de permanecerem integrando o quadro acionário com, pelo menos, uma unidade nova de capital, caso esses acionistas tenham manifestado tal intenção no prazo estabelecido na assembléia geral que deliberou o grupamento;

XII - a instituição de plano de opção de compra de ações, para administradores ou empregados da companhia, inclusive com a utilização de ações adquiridas para manutenção em tesouraria, deixando a exclusivo critério dos participantes do plano o momento do exercício da opção e sua venda, sem o efetivo comprometimento com a obtenção de resultados, em detrimento da companhia e dos acionistas minoritários;

XIII - a compra ou a venda de valores mobiliários de emissão da própria companhia, de forma a beneficiar um único acionista ou grupo de acionistas;

XIV - a compra ou a venda de valores mobiliários em mercado, ou privadamente, pelo acionista controlador ou pessoas a ele ligadas, direta ou indiretamente, sob qualquer forma, com vistas à promoção, pelo acionista controlador, do cancelamento do registro de companhia aberta;

XV - a aprovação, por parte do acionista controlador, da constituição de reserva de lucros que não atenda aos pressupostos para essa constituição, assim como a retenção de lucros sem que haja um orçamento que, circunstanciadamente, justifique essa retenção.

Lei 6404 - Art. 115º:

O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001).

Lei 6404 - Art. 156º:

É vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores,

cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse.

§ 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

Lei 6404 - Art. 155º:

O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado:

I - usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo;

II - omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia;

III - adquirir, para revender com lucro, bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

Situações de Conflitos – Tratamento

Lei 6404 - Art. 115º:

§ 1º o acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia-geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

§ 2º se todos os subscritores forem condôminos de bem com que concorreram para a formação do capital social, poderão aprovar o laudo, sem prejuízo da responsabilidade de que trata o § 6º do artigo 8º.

§ 3º o acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido.

§ 4º a deliberação tomada em decorrência do voto de acionista que tem interesse conflitante com o da companhia é anulável; o acionista responderá pelos danos causados e será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que tiver auferido.

Lei 6404 - Art. 155º:

§ 2º O negócio contratado com infração do disposto no § 1º é anulável, e o administrador interessado será obrigado a transferir para a companhia as vantagens que dele tiver auferido.

Uso de Informações

Mediação e Arbitragem

Lei 6404 - Art. 109º:

§ 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.

Anexo D – Documentação FII

Anexo D1 - HG Real Estate – Fundo de Investimento Imobiliário

Documentos Analisados: prospecto, regulamento, atas de assembléia, avisos ao mercado e material publicitário.

PROPRIEDADE

Direito de Propriedade

Sobre os direitos das quotas, características que lhe forem asseguradas no regulamento do fundo.

A administradora será nos termos e condições previstas na Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1.993, a proprietária fiduciária dos bens imóveis adquiridos com os recursos do fundo, administrando e dispondo dos bens na forma e para os fins estabelecidos na regulamentação, neste Regulamento.

Direito a voto

A cada quota corresponderá um voto nas assembleias gerais do fundo. Consulta formal sobre alteração de regulamento no FII, a ausência de resposta é considerada anuência.

Regras de Assembléia (convocação e pauta)

Compete à administradora convocar a assembleia geral. Parágrafo Único - A assembleia geral poderá ser convocada diretamente por quotista(s) que detenha(m), no mínimo 5% (cinco por cento) das quotas emitidas pelo fundo ou por seu(s) representante(s).

Art. 22 - As deliberações da assembleia geral poderão ser tomadas mediante processo de consulta formalizada em carta, telex, telegrama, e-mail ou fac-símile, ambos com confirmação de recebimento, a ser dirigido pela administradora a cada quotista para resposta no prazo máximo de 30 (trinta) dias.

Parágrafo 1º - Da consulta deverão constar todos os elementos informativos necessários ao exercício do direito de voto.

Parágrafo 3º - Considerar-se-á que os quotistas que não se pronunciarem no prazo máximo estabelecido no *caput* deste artigo estarão de pleno acordo com a proposta ou sugestão da administradora, desde que tal observação conste do processo de consulta.

Votação em Assembléia

Art. 22 - Parágrafo 2º - Na hipótese deste Artigo 22 o quorum de deliberação será o de maioria absoluta das quotas emitidas, independentemente da matéria, excetuando-se os casos previstos no Parágrafo Segundo do Artigo 24, que dependerão do quorum ali previsto.

Para alteração de regulamento o quórum de aprovação é de mais da metade das quotas emitidas. O objeto do fundo e sua política de investimentos somente poderão ser alterados por deliberação da assembleia geral de quotistas, observadas as regras estabelecidas no presente regulamento.

Parágrafo 11 - As matérias e operações cuja deliberação ou alteração dependam de anuência dos quotistas, através de assembleia, estão enumeradas no artigo 20 deste regulamento (“Da Assembleia Geral”), ficando as demais ao cargo exclusivo da administradora independentemente de prévia autorização.

Compete privativamente à assembleia geral dos quotistas:

I. Examinar, anualmente, as contas relativas ao fundo e deliberar sobre as demonstrações financeiras apresentadas pela administradora;

II. Alterar o regulamento do fundo;

III. Destituir a administradora;

IV. Deliberar sobre:

a) A substituição da administradora, nos casos de renúncia, descredenciamento, destituição ou decretação de sua liquidação extrajudicial;

b) a emissão de novas quotas, em excesso ao limite autorizado de 300.000 (trezentas mil) quotas de que trata o artigo 8º deste regulamento, bem como os critérios de subscrição e integralização das mesmas, devendo, inclusive, se for o caso, aprovar o laudo de avaliação de bens utilizados na integralização;

c) a fusão, incorporação e cisão do fundo; e

d) a dissolução e liquidação do fundo.

V. Determinar à administradora a adoção de medidas específicas de política de investimentos que não importem em alteração do regulamento do fundo, ouvido previamente o consultor de investimentos, se houver;

VI. Eleger e destituir o(s) representante(s) dos quotistas; e

VII. Deliberar a respeito da aquisição de imóvel de parte relacionada do fundo e da administradora.

Parágrafo 1º - Dependerão de aprovação dos quotistas que representem a maioria absoluta das quotas emitidas, as deliberações das matérias previstas nos incisos II e IV, alíneas (a), (b) e (c) do artigo 20, observado o disposto no parágrafo 4º do mesmo artigo, deste regulamento.

Parágrafo 2º - Dependem da aprovação de quotistas detentores de 2/3 (dois terços) das quotas emitidas, as deliberações relativas à dissolução e liquidação do fundo, previstas no inciso IV, alínea (d) do artigo 20, deste regulamento.

Parágrafo 3º - As demais matérias pertinentes ao fundo dependerão de aprovação dos quotistas que representem a maioria absoluta das quotas, em primeira convocação e que representem a maioria de quotas dos presentes, em segunda convocação.

Equidade no Tratamento

No anúncio de emissão de quotas, consta que o coordenador deve assegurar que o tratamento os investidores seja justo e equitativo. Os quotistas do fundo não terão direito de preferência à subscrição dessas quotas, na mesma quantidade que possuíam na data de emissão. Aviso ao mercado do exercício do direito de preferência para subscrição de novas quotas pelos atuais quotistas do fundo, conforme aprovado em processo de consulta formal aos quotistas.

O fundo é destinado a investidores pessoas físicas e jurídicas, investidores institucionais, residentes e domiciliadas no Brasil ou no exterior, bem como fundos de investimento, doravante em conjunto denominados “investidores”, sendo garantido aos Investidores o tratamento igualitário e equitativo.

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Composição do Conselho (funções da administradora e gestora)

A administradora, ouvido o consultor de investimentos, se houver, e visando atender o objetivo do fundo, deverá identificar as oportunidades de investimento bem como verificar se o fundo possui ou não recursos suficientes para cumprir com o pagamento das obrigações por ele assumidas com relação à sua política de investimentos.

A administradora, consoante com o disposto no Artigo 33 da Instrução CVM no 205/94 e às expensas do fundo, poderá, se entender conveniente ao fundo, contratar um consultor de investimentos, para que este preste os seguintes serviços:

I. Assessoramento à administradora em quaisquer questões relativas aos investimentos já realizados pelo fundo, análise de propostas de investimentos encaminhadas à administradora, bem como análise de oportunidades de alienação ou locação de ativos imobiliários integrantes do patrimônio do fundo, observadas as disposições e restrições contidas neste regulamento;

II. Planejamento e orientação à administradora na negociação para aquisições de novos imóveis comerciais que poderão vir a fazer parte do patrimônio do fundo; e

III. Recomendação de implementação de benfeitorias visando a manutenção do valor dos ativos imobiliários integrantes do patrimônio do fundo, bem como a otimização de sua rentabilidade.

Relacionamento (supervisão da gestão com outras partes)

Atribuições do Conselho – Estratégia de Investimento

Comunicação dos imóveis adquiridos via aviso ao mercado. Indicação de que as aquisições atendem integralmente aos “critérios de aquisição e estudo de viabilidade” constantes no regulamento. Em alguns casos, indicação de que a efetivação da aquisição se dará após parecer de diligências favorável ao negócio.

No anúncio de emissão de quotas, indicação de que aquisições de imóveis serão de acordo com os critérios de aquisição e estudo de viabilidade e que representem no mínimo 75% do patrimônio do fundo, considerando-se a 1ª emissão de quotas. Indicação do objeto do fundo: aquisição, para exploração comercial, preponderantemente, de imóveis comerciais prontos e devidamente construídos, através de unidades autônomas ou fração ideal de unidades autônomas, preferencialmente para posterior alienação, locação ou arrendamento, inclusive bens e direitos a eles relacionados, notadamente “lajes corporativas”, que atendam aos critérios de aquisição e estudo de viabilidade. O fundo poderá, também, aplicar seus recursos na aquisição para exploração comercial, em outros imóveis potencialmente geradores de renda, inclusive que estejam em construção, observados os

critérios de enquadramento constantes do regulamento. Aviso ao mercado de alienação de imóveis. Consulta formal para alteração do regulamento do fundo com o objetivo de ampliar o rol de ativos passíveis de aquisição pelo Fundo, e conseqüentemente ampliar as oportunidades de negócio a serem desenvolvidos pelo próprio fundo. No material publicitário há indicação do processo de investimentos:

- originação – adequação à política de investimentos?
- comitê de investimentos – adequação à estratégia?
- negociação – proposta aceita?
- auditoria – resultado satisfatório?
- gestão – estratégia de gestão

Há limite de concentração, aplicação máxima de 25% do patrimônio do fundo em um único imóvel. Informação em anúncio de distribuição incluindo-se ações ou quotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas ao fundo, quotas de fundos de investimento em participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas ao fundo ou de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário, bem como quotas de outros fundos de investimento imobiliário, preferencialmente para posterior alienação, locação ou arrendamento, inclusive bens e direitos a eles relacionados, notadamente “lajes corporativas”, que atendam aos critérios de enquadramento constantes do Anexo I do regulamento.

Conforme regulamento, o fundo poderá aplicar seus recursos na aquisição para exploração comercial, em outros imóveis potencialmente geradores de renda, inclusive que estejam em construção; observados os critérios de enquadramento constantes do Anexo I deste regulamento.

Indicação no material publicitário de que trata-se de uma gestão ativa que agrega valor ao fundo por meio de uma renovação contínua de sua carteira imobiliária, da realização de operações estruturadas, da participação expressiva do fundo em diversos empreendimentos imobiliários.

No material publicitário há indicação dos riscos, inclusive o fato do fundo ser genérico, podendo a administradora adquirir imóveis para o patrimônio do fundo, sem prévia anuência dos quotistas, desde que estes se enquadrem nos “critérios de aquisição e estudo de viabilidade”.

Atribuições do Conselho – Captação de Recursos

Comunicação de emissão de quotas, as quotas são aprovadas pela reunião da diretoria da administradora, referentes ao patrimônio de emissão. A administradora é também coordenadora de distribuição. Convocação dos subscritores para assembléia de constituição do fundo.

No anúncio de emissão de quotas; fica dispensada a realização de assembléia de quotistas para deliberar as futuras emissões de quotas dentro de um limite de quotas fixado.

Em comunicado ao mercado indicação de quantidade mínima de subscrição, com possibilidade de cancelamento das quotas não subscritas. Aviso ao mercado que a quantidade mínima foi subscrita e, portanto a oferta não será cancelada.

REGRAS DE DISTRIBUIÇÃO E DISPERSÃO

Liquidez (percentual mínimo de ações em circulação)

Dispersão (garantia de acesso a todos os investidores)

Há indicação de que as quotas serão colocadas no regime de melhores esforços, a distribuição pública das quotas será efetuada pelo regime de procedimento de melhores esforços não sendo utilizada a sistemática de reserva.

Há indicação do risco de concentração de propriedade das quotas, segundo o regulamento não há restrição quanto ao limite de quotas que podem ser subscritas por um único quotista, mas para que o fundo seja isento de tributação sobre a receita operacional, o incorporador sócio ou construtor do empreendimento imobiliários investidos, não podem adquirir mais de 25% das quotas emitidas pelo fundo. Caso contrário o fundo estar sujeito as contribuições aplicáveis a pessoa jurídica, ainda pode ocorrer situação que um único quotista integralize parcela substancial da emissão, passando a deter uma posição expressivamente concentrada, fragilizando assim, a posição dos eventuais minoritários.

GESTÃO

Composição da Gestão (funções da administradora e gestora)

Atribuições da Administradora/ Gestor

A administradora tem amplos e gerais poderes para gerir a administração do fundo, inclusive abrir e movimentar contas bancárias, adquirir, alienar, locar, arrendar e exercer todos os demais direitos inerentes aos bens imóveis integrantes do patrimônio do fundo, podendo transigir, praticar todos os

atos necessários à administração do fundo, observadas as limitações impostas por este regulamento, pelas decisões tomadas por assembléia geral de quotistas e demais disposições aplicáveis. A administradora poderá, sem prévia anuência dos quotistas, praticar os seguintes atos necessários à consecução dos objetivos do fundo:

I. votar favorável ou contrariamente à rescisão, não renovação, cessão ou transferência a terceiros, a qualquer título, do(s) contrato(s) a ser(em) celebrado(s) com a(s) pessoa(s) responsável(eis) pelos imóveis que venham a integrar o patrimônio do fundo;

II. adquirir ou alienar imóveis para o patrimônio do fundo de acordo com os critérios estabelecidos no anexo I do presente regulamento, devendo tais aquisições e alienações serem realizadas de acordo com a regulamentação em vigor, em condições de mercado razoáveis e eqüitativas, sendo que, caso determinada aquisição não se enquadre nos critérios constantes do Anexo I deste regulamento, esta deverá ser previamente aprovada pelos quotistas do fundo, na forma dos Artigos 20 e 22 deste regulamento;

III. deliberar a alteração e atualização do regulamento do fundo na forma e nos limites estabelecidos no artigo 8º deste regulamento; e

IV. requerer à CVM o registro para a distribuição das quotas do fundo, até o limite emitido e expressamente autorizado neste regulamento, sempre em série única, na forma estabelecida no artigo 8º deste regulamento.

A administradora poderá ceder e transferir a terceiros os créditos correspondentes à locação, arrendamento ou alienação dos ativos imobiliários integrantes do patrimônio do fundo e/ou descontar, no mercado financeiro, os títulos que os representarem, inclusive por meio de securitização de créditos imobiliários.

Informações (conteúdo e periodicidade)

A administradora deverá manter atualizados e em perfeita ordem:

- a) os registros dos quotistas e de transferência de quotas;
- b) os livros de presença e atas das assembléias gerais;
- c) a documentação relativa aos imóveis e às operações e patrimônio do fundo;
- d) os registros contábeis referentes às operações e patrimônio do fundo;
- e) o arquivo dos pareceres e relatórios do auditor independente, e se for o caso, do consultor de investimentos.

Divulgar, ampla e imediatamente, qualquer ato ou fato relevante relativo ao fundo ou as suas operações, de modo a garantir aos quotistas e demais investidores acesso as informações que possam, direta ou indiretamente, influir em suas decisões de adquirir ou alienar quotas do fundo,

Indicação no material publicitário de que há informativos de rentabilidade mensal e relatórios gerenciais mensais.

Consta relatório do administrador.

XII. Manter à disposição dos quotistas, em sua sede, informações, atualizadas mensalmente, relativas a:

- a) valor patrimonial das quotas e dos investimentos do fundo, incluindo discriminação dos bens e direitos integrantes de seu patrimônio;
- b) informações sobre os imóveis locados ou arrendados, o valor do aluguel e a última data de reajuste, bem como o andamento das obras e sobre o valor total dos investimentos já realizados em cada um dos empreendimentos em desenvolvimento, até a conclusão das construções, se for o caso;
- c) relação das demandas judiciais ou extrajudiciais propostas na defesa dos direitos dos quotistas ou desses contra a administradora do fundo, indicando a data de início e a solução final, se houver.

XIII. Remeter aos quotistas, semestralmente, os extratos das contas de depósito, informando a movimentação e a quantidade de quotas detidas pelo quotista.

XIV. Remeter aos quotistas, anualmente, informações sobre a quantidade de quotas de sua titularidade e respectivo valor patrimonial, bem como o comprovante para efeitos de declaração de imposto de renda.

Divulgar, no prazo de 60 (sessenta) dias após os meses de junho e dezembro:

- a) o relatório da administradora;
- b) as demonstrações financeiras, elaboradas de acordo com a regulamentação da CVM;
- c) o parecer do auditor independente;
- d) o relatório previsto na alínea “a”, acima, deverá conter, no mínimo:

- 1) descrição dos negócios realizados no semestre, especificando, em relação a cada um, os objetivos, os montantes dos investimentos feitos, as receitas auferidas, a origem dos recursos investidos, bem como a rentabilidade apurada no período;
- 2) programa de investimentos para o semestre seguinte;
- 3) informações, baseadas em premissas e fundamentos devidamente explicitados, sobre:
 - 3.1) a conjuntura econômica do segmento do mercado imobiliário em que se concentram as operações do fundo, relativas ao semestre findo;
 - 3.2) as perspectivas da administração para o semestre seguinte;
 - 3.3) o valor de mercado dos bens e direitos integrantes do fundo, incluindo o percentual médio de valorização ou desvalorização apurado no período, com base em análise técnica especialmente realizada para esse fim, em observância aos critérios de orientação usualmente praticados para avaliação dos bens imóveis integrantes do patrimônio do fundo, critérios estes que deverão estar devidamente indicados no relatório;
- 4) relação das obrigações contraídas no período;
- 5) a rentabilidade dos últimos 4 (quatro) semestres calendário;
- 6) o valor patrimonial da quota, por ocasião dos balanços, nos últimos 4 (quatro) semestres calendário;
- 7) relação dos encargos debitados ao fundo em cada um dos 2 (dois) últimos exercícios, especificando valor e percentual em relação ao patrimônio líquido médio semestral em cada exercício.

CONSELHO FISCAL

Composição (função não identificada)

Atribuições

Relacionamento

AUDITORIA INDEPENDENTE

Auditor Externo (contratação)

Parecer da Auditoria (como é tratado)

Conforme regulamento, quem contrata a auditoria independente é a administradora. Há parecer de auditor independente sobre demonstrações financeiras, de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil.

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES

Situações de Conflitos – Identificação (o que é e quem pode denunciar)

Situações de Conflitos – Tratamento

Uso de Informações

Mediação e Arbitragem

Anexo D2 - BC Fundo de Fundos de Investimentos Imobiliários

Documentos Analisados: prospecto, regulamento, atas de assembleia, avisos ao mercado, material publicitário e consulta formal.

PROPRIEDADE

Direito de Propriedade

É responsabilidade do administrador a gestão dos ativos imobiliários, ele deterá a propriedade fiduciária dos bens o fundo.

Direito a voto

A cada quota corresponde um voto nas assembleias. O administrador poderá exercer o direito de voto, caso em função da política de investimento do fundo, considere relevante o tema a ser discutido e votado.

Regras de Assembleia (convocação e pauta)

A convocação da assembleia pode ser feita diretamente por quotistas que detenham no mínimo 5% das quotas emitidas ou pelo representante dos quotistas. Deve ser feita via correspondência e indicar todas as matérias a serem deliberadas, com antecedência mínima. A presença da totalidade dos quotistas supre a falta de convocação. A assembleia se instalará com qualquer número de quotistas. Todas as decisões devem ser tomadas por votos dos quotistas que representem a maioria simples das quotas presentes, correspondendo a cada quota um voto.

Votação em Assembleia

Os quotistas reunidos em assembleia poderão fixar parâmetros de valor ou critérios para sua fixação, a serem observados pelo administrador na aquisição ou alienação dos ativos-alvos. A aquisição ou alienação em condições ou valores diversos dos previamente estabelecidos no regulamento ou em assembleia deverão ser previamente aprovadas em assembleia.

A diversificação do patrimônio do fundo será definida em assembleia geral de quotistas. O objetivo e a política de investimentos do fundo somente poderão ser alterados por deliberação da assembleia geral dos quotistas. Encerrado o processo de distribuição da 1ª emissão de quotas para a emissão de novas emissões deverá ter aprovação da assembleia geral de quotistas.

A assembleia geral delibera sobre:

- demonstrações financeiras
- alterações no regulamento
- emissão de novas quotas
- fusão, incorporação, cisão e transformação
- dissolução e liquidação
- alterações do mercado em que as quotas estão admitidas
- apreciação do laudo de avaliação
- eleição de representante de quotistas
- alteração do prazo de duração do fundo
- aumento das despesas e encargos do fundo
- alterações na diversificação do patrimônio
- deliberar sobre o objeto e política de investimentos do fundo diversas das pré estabelecidas

Dependem da aprovação de 2/3 das quotas:

- alterações no objeto e política de investimentos do fundo

Dependem da aprovação dos quotistas que representem a metade das quotas subscritas e integralizadas mais uma, as deliberações referentes às seguintes matérias:

- alteração do regulamento
- fusão, incorporação, cisão e transformação
- apreciação dos laudos de avaliação
- deliberação sobre os atos que caracterizem conflitos de interesses

As deliberações poderão ser adotadas mediante processo de consulta formal. Os quotistas poderão votar por meio de comunicação escrita ou eletrônica.

Equidade no Tratamento

Os quotistas têm direito de preferência na subscrição de novas quotas, na proporção do número de quotas que possuem.

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Composição do Conselho (funções da administradora e gestora)

Relacionamento (supervisão da gestão com outras partes)

É dever de o administrador controlar e supervisionar as atividades inerentes a gestão dos ativos do fundo, fiscalizando os serviços prestados por terceiros contratados e o andamento dos empreendimentos imobiliários.

Atribuições do Conselho – Estratégia de Investimento

O objeto do fundo é o investimento em empreendimentos imobiliários por meio de aquisição dos seguintes ativos (“ativos-alvo”), ou de direitos a ele relativos: a) quotas de outros fundos de investimento imobiliário – preferencialmente; b) imóveis comerciais, prontos ou em construção, ou outros tipos de imóveis onde poderão ser desenvolvidos empreendimentos comerciais, localizados em grandes centros comerciais, shopping centers, avenidas ou ruas de grande movimento (“imóveis”), com a finalidade de venda, locação, arrendamento ou exploração do direito de superfície das unidades comerciais, podendo, ainda, ceder a terceiros os direitos e créditos decorrentes da venda, locação, arrendamento e direito de superfície dessas unidades; c) letras hipotecárias (“LH”); d) letras de crédito imobiliário (“LCI”); e) certificados de recebíveis imobiliários (“CRI”); f) ações ou quotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos fundos de investimentos imobiliários.

O fundo terá por política básica realizar investimentos imobiliários de longo prazo, objetivando, fundamentalmente:

- auferir rendimentos das quotas de outros fundos de investimento imobiliário que vier a adquirir
- auferir ganho de capital nas negociações de quotas de seu patrimônio
- auferir receitas por meio de venda, locação, arrendamento ou exploração do direito de superfície dos imóveis integrantes do seu patrimônio

O fundo deve respeitar os limites de aplicação por emissor e por modalidade de ativos financeiros estabelecidos.

Observados os critérios estabelecidos em regulamento, o administrador pode adquirir os ativos-alvos independentemente de autorização específica dos quotistas.

É obrigação de o administrador selecionar os bens e direitos que comporão o patrimônio do fundo.

O administrador pode contratar um consultor de investimentos para realizar análise e recomendação de investimentos e desinvestimentos, gestão dos ativos.

Atribuições do Conselho – Captação de Recursos

Se por ocasião da aquisição de um ativo-alvo, forem necessários recursos financeiros adicionais aos então disponíveis para a aquisição, o fundo deverá emitir novas quotas, no montante necessário para arcar com a totalidade do pagamento.

Nas novas emissões de quotas, a assembléia pode deliberar sobre parcela da emissão que poderá ser cancelada, caso não seja subscrita a totalidade das quotas da nova emissão.

REGRAS DE DISTRIBUIÇÃO E DISPERSÃO

Liquidez (percentual mínimo de ações em circulação)

Dispersão (garantia de acesso a todos os investidores)

O percentual máximo do total de quotas emitidas pelo fundo que o incorporador, sócio ou construtor de empreendimentos imobiliários investidos pelo fundo, pode subscrever ou adquirir no mercado, individualmente ou em conjunto com pessoa a eles ligadas, é de 25%, sob pena de o fundo passar a sofrer tributação aplicável às pessoas jurídicas.

GESTÃO

Composição da Gestão (funções da administradora e gestora)

Atribuições da Administradora/ Gestor

O administrador deverá prover o fundo com os seguintes serviços:

- manutenção de departamento técnico habilitado
- atividades de tesouraria;
- escrituração de quotas;
- custódia de ativos financeiros;
- auditoria independente;
- gestão dos valores mobiliários;

O administrador poderá contratar terceiros para a prestação dos serviços indicados.

O administrador deve:

- realizar todas as operações e praticar todos os atos que se relacionem com o objeto do fundo;
- exercer todos os direitos inerentes à propriedade;
- abrir e movimentar contas bancárias;
- adquirir e alienar livremente títulos do fundo;
- transigir;
- representar o fundo;
- solicitar a negociação em mercado organizado;

O administrador não pode sem prévia anuência dos quotistas:

- rescindir ou não renovar, o contrato com empresa responsável pela administração das locações dos imóveis;
- vender, permutar ou de qualquer outra forma alienar, no todo ou em parte, imóvel integrante do patrimônio do fundo;
- adquirir ativos-alvos em condições diversas daquelas previamente aprovadas no regulamento;

Informações (conteúdo e periodicidade)

Os riscos envolvidos na aquisição dos ativos-alvos deverão ser explicitados detalhadamente no prospecto da oferta pública.

É dever do administrador, dar cumprimento aos deveres de informação previstos no regulamento.

O administrador deve prestar as seguintes informações:

Mensalmente

- valor do patrimônio do fundo;
- valor dos investimentos do fundo;

Trimestralmente

- informações sobre o andamento das obras e valor total dos investimentos realizados;

Semestralmente

- balancete;
- relatório do administrador;

Anualmente

- demonstrações financeiras;
- relatório do administrador;
- parecer do auditor;

Além de informações sobre atas e obrigações contraídas e fatos relevantes.

CONSELHO FISCAL

Composição (função não identificada)

Atribuições

Relacionamento

AUDITORIA INDEPENDENTE

Auditor Externo (contratação)

Parecer da Auditoria (como é tratado)

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES

Situações de Conflitos – Identificação (o que é e quem pode denunciar)

Situações de Conflitos – Tratamento

Uso de Informações

Mediação e Arbitragem

Anexo D3 - Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis

Documentos Analisados: prospecto, regulamento, atas de assembléia, avisos ao mercado, material publicitário e consulta formal.

PROPRIEDADE

Direito de Propriedade

Direito a voto

A cada quota corresponde um voto nas assembléias do fundo.

Regras de Assembléia (convocação e pauta)

Compete ao administrador a convocação de assembléia. As deliberações podem ser tomadas mediante processo de consulta formalizada. Na consulta deverão constar todos os elementos informativos necessários ao exercício do direito de voto. A convocação deve ser feita por correspondência encaminhada a cada quotista.

Votação em Assembléia

A assembléia se instalará com a presença de qualquer número de quotistas.

Compete a assembléia geral dos quotistas:

- examinar as contas relativas ao fundo;
- alterar o regulamento;
- destituir o administrador;

Deliberar sobre:

- substituição do administrador;
- emissão de novas quotas;
- fusão, incorporação, cisão e transformação do fundo;
- dissolução e liquidação do fundo;

Consta convocação de assembléia para:

- aprovação de demonstrações financeiras;
- deliberação sobre o exercício da preferência;
- aprovação de emissão de novas quotas;

O quorum de deliberação será o de maioria absoluta das quotas emitidas, independentemente da matéria.

Dependem da aprovação de quotistas que representem metade, no mínimo, das quotas emitidas:

- aumento de encargos e despesas;
- alteração de regulamento;
- destituição de administrador;
- substituição do administrador;
- emissão de novas quotas;
- fusão, incorporação, cisão e transformação;

Equidade no Tratamento

Aos quotistas fica assegurado o direito de subscrição de novas quotas, na proporção do número de quotas que possuírem.

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Composição do Conselho (funções da administradora e gestora)

Relacionamento (supervisão da gestão com outras partes)

Atribuições do Conselho – Estratégia de Investimento

O fundo tem por objeto adquirir e participar da implantação, do desenvolvimento, e da exploração, incluindo eventuais expansões e revitalizações do empreendimento imobiliário denominado “Condomínio Comercial Shopping Pátio Higienópolis.

Poderão constar do patrimônio do fundo:

- prédios comerciais destinados a exploração das atividades a serem exploradas pelo empreendimento;
- terrenos destinados a construção do empreendimento;
- quotas de fundos de investimento ou títulos de renda fixa, para necessidades de liquidez do fundo;

Caso os investimentos em valores mobiliários ultrapassem 50% de seu patrimônio, há limites de aplicação por emissor e por modalidade de ativo financeiro.

A diversificação do patrimônio do fundo só poderá ser definida em assembléia geral de quotistas.

O regulamento pode ser alterado, independentemente da assembleia geral ou de consulta aos quotistas, sempre que tal alteração decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento à exigência da CVM, em consequência de normas legais ou regulamentares.

Atribuições do Conselho – Captação de Recursos

Depende da aprovação da assembleia a emissão de novas quotas. Quando há sobras de quotas, há subscrição das sobras, e se houverem sobras novamente, há subscrição das sobras das sobras.

REGRAS DE DISTRIBUIÇÃO E DISPERSÃO

Liquidez (percentual mínimo de ações em circulação)

Dispersão (garantia de acesso a todos os investidores)

É vedada a propriedade de mais de 25% do total das quotas do fundo por um único quotista. Este é o máximo que o empreendedor, incorporador ou construtor poderá subscrever ou adquirir no mercado. A colocação da oferta será realizada sob o regime de melhores esforços. A 6ª emissão se faz necessária para que o fundo permaneça como detentor de 25% da sociedade na expansão do empreendimento, caso contrário este terá sua participação diluída pelos demais sócios empreendedores. Caso a 6ª emissão não seja aprovada por mais de 50% dos quotistas, serão prováveis as seguintes consequências:

- diluição de sua participação e conseqüente diminuição do poder de voto (influência) em reuniões do condomínio;
- redução na participação da receita prevista com CDU da expansão;
- redução na participação das receitas previstas com locações e
- redução na participação das receitas previstas com estacionamento;

GESTÃO

Composição da Gestão (funções da administradora e gestora)

Atribuições da Administradora/ Gestor

O administrador tem amplos e gerais poderes para gerir a administração do fundo, podendo inclusive abrir e movimentar contas bancárias, adquirir, alienar direitos inerentes aos bens imóveis integrantes do patrimônio do fundo, transigir, praticar todos os atos necessários à administração do fundo. Realizar todas as operações necessárias à execução da política de investimentos do fundo. Controlar e supervisionar as atividades inerentes à gestão dos ativos do fundo, fiscalizando os serviços prestados por terceiros contratados, e o andamento dos empreendimentos imobiliários sob sua responsabilidade. O administrador pode mediante consulta formal aos quotistas propor a deliberação de novas emissões de quotas.

O administrador, não poderá, sem prévia anuência dos quotistas:

- rescindir ou não renovar o contrato com a empresa responsável pela exploração comercial do empreendimento;
- alugar ou arrendar qualquer imóvel vinculado ao fundo;
- vender imóveis adquiridos pelo fundo;
- adquirir imóveis para o patrimônio do fundo, salvo se expressamente autorizado;
- alugar imóveis pertencentes ao patrimônio do fundo. A anuência será dada em assembleia geral de quotistas ou por consulta formalizada;

Informações (conteúdo e periodicidade)

O administrador deve prestar as seguintes informações periódicas sobre o fundo:

Mensalmente

- valor do patrimônio do fundo, valor das quotas e rentabilidade apurada no período;
- valor dos investimentos do fundo;

Trimestralmente

- informações sobre o andamento das obras e sobre o valor total dos investimentos realizados;

Após o encerramento do semestre:

- balancete;
- relatório do administrador;
- outras informações;

CONSELHO FISCAL

Composição (função não identificada)

Atribuições

Relacionamento

AUDITORIA INDEPENDENTE

Auditor Externo (contratação)

Parecer da Auditoria (como é tratado)

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES

Situações de Conflitos – Identificação (o que é e quem pode denunciar)

Caracteriza situação de conflito de interesses:

- aquisição, locação, arrendamento ou exploração do direito de superfície do fundo, de imóvel de propriedade do administrador;
- aquisição, locação, arrendamento ou exploração do direito de superfície de imóvel integrante do patrimônio do fundo tendo como contraparte o administrador;
- aquisição pelo fundo, de imóvel de propriedade de devedores do administrador;
- contratação pelo fundo, de pessoas ligadas ao administrador para prestar serviços para o fundo;

Situações de Conflitos – Tratamento

Os atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e o administrador dependem de aprovação prévia, específica e informada da assembleia geral dos quotistas.

Uso de Informações

Mediação e Arbitragem

Anexo D4 - Fundo de Investimento Imobiliário Continental Square Faria Lima

Documentos Analisados: prospecto, regulamento, atas de assembléia, avisos ao mercado, material publicitário e consulta formal.

PROPRIEDADE

Direito de Propriedade

O administrador tem amplos e gerais poderes para administrar o fundo e seus ativos, podendo exercer todos os direitos inerentes aos ativos do fundo, de acordo com seus objetivos e observadas as limitações impostas por este regulamento. Os quotistas não têm qualquer direito real sobre os imóveis integrantes do fundo, sendo, contudo, os beneficiários exclusivos dos frutos e rendimentos auferidos, em consonância com as disposições contidas no regulamento.

Direito a voto

Regras de Assembléia (convocação e pauta)

A convocação de assembléia deve ser feita por correspondência encaminhada a cada quotista. A convocação deve conter todos os elementos informativos necessários ao exercício do voto. Nenhum assunto não especificado em ata pode ser votado e tratado na assembléia geral de quotistas.

Votação em Assembléia

À assembléia geral de quotistas compete:

- deliberar sobre as demonstrações financeiras;
- autorizar outras emissões de quotas não previstas no regulamento;
- alterar o regulamento;
- destituir o administrador;
- deliberar sobre a dissolução, liquidação, transformação, fusão, incorporação ou cisão;
- aprovar a alienação de unidades do empreendimento;
- eleger e destituir os representantes dos quotistas;
- deliberar sobre alteração do mercado em que as quotas são admitidas à negociação;
- deliberar sobre a apreciação do laudo de avaliação;
- aumento das despesas e encargos;

Depende da aprovação de quotistas que representem 2/3 de todas as quotas emitidas, deliberação quanto:

- dissolução ou liquidação do fundo;
- alteração do objeto do fundo;

Depende da aprovação de quotistas que representem 2/3 das quotas presentes, a deliberação sobre:

- alienação de unidades do empreendimento;

Depende de aprovação de quotistas que representem 50% mais uma das quotas emitidas, deliberação quanto:

- alteração do regulamento, exceto itens já descritos;
- substituição do administrador;
- outras emissões de quotas que não previstas em regulamento;
- fusão, incorporação e cisão do fundo;
- apreciação do laudo de avaliação;
- atos que caracterizem conflitos de interesses;

Dependem da aprovação de quotistas que representem 50% mais uma das quotas presentes em assembléia:

- as demais matérias em que não foi indicado quórum específico;

Alteração de periodicidade dos relatórios pode ser feita com a aprovação da assembléia geral dos quotistas.

Equidade no Tratamento

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Composição do Conselho (funções da administradora e gestora)

A assembléia pode criar e eleger a comissão de quotistas que tem o compromisso de atuar de forma transparente e isenta, juntamente com a administradora, na defesa dos interesses e dos direitos dos quotistas, buscando maximizar a rentabilidade do fundo através de fiscalização e controle da gestão do empreendimento. (representantes dos quotistas)

O regulamento poderá ser alterado independentemente de assembléia geral ou de consulta aos quotistas, sempre que tal alteração decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento à exigência da CVM, em consequência de normas legais ou regulamentares.

Relacionamento (supervisão da gestão com outras partes)

Atribuições do Conselho – Estratégia de Investimento

É expressamente vedado ao administrador adquirir, mediante integralização de bens ou qualquer outra forma quaisquer ativos que não sejam os direitos aquisitivos das unidades do empreendimento.

Atribuições do Conselho – Captação de Recursos

Não poderá ser iniciada nova distribuição de quotas antes de totalmente subscrita ou cancelada a distribuição anterior.

REGRAS DE DISTRIBUIÇÃO E DISPERSÃO

Liquidez (percentual mínimo de ações em circulação)

Dispersão (garantia de acesso a todos os investidores)

Um único investidor não poderá deter mais de 25% da totalidade das quotas do fundo.

GESTÃO

Composição da Gestão (funções da administradora e gestora)

São obrigações do administrador do fundo constituído, entre outras e sem prejuízo das previstas na regulamentação aplicável:

- manter documentação e informações a disposição;
- realizar todas as operações necessárias à execução da política de investimentos do fundo;

O administrador não poderá realizar, sem a prévia aprovação da assembléia geral de quotistas;

- adquirir ou prometer adquirir quais bens imóveis ou direitos a eles relativos, exceto pelas unidades imobiliárias integrantes do empreendimento;
- alienar ou prometer alienar as unidades imobiliárias do empreendimento;

Atribuições da Administradora/ Gestor

Informações (conteúdo e periodicidade)

O administrador realizará a divulgação de todas as informações do fundo, bem como todos os fatos ou atos relevantes que não foram expressamente determinados.

Informações periódicas:

Mensalmente

- valor do patrimônio do fundo, valor patrimonial das quotas e rentabilidade no período;
- valor dos investimentos do fundo;

Trimestralmente

- informações sobre o andamento das obras e sobre o valor total dos investimentos já realizados;

Semestralmente

- balancete semestral;
- relatório do administrador;

Anualmente

- demonstrações financeiras;
- relatório do administrador;
- parecer do auditor independente;

Ata da assembléia

CONSELHO FISCAL

Composição (função não identificada)

Atribuições

Relacionamento

AUDITORIA INDEPENDENTE

Auditor Externo (contratação)

A contratação de auditoria independente será realizada através de assembléia geral de quotistas que escolherão a empresa para prestar os serviços.

Parecer da Auditoria (como é tratado)

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES

Situações de Conflitos – Identificação (o que é e quem pode denunciar)

Situações de Conflitos – Tratamento

Uso de Informações

Mediação e Arbitragem

Anexo D5 - Kinea Renda Imobiliária Fundo de Investimento Imobiliário

Documentos Analisados: prospecto, regulamento, atas de assembleia, avisos ao mercado, material publicitário e consulta formal.

PROPRIEDADE

Direito de Propriedade

Os bens e direitos integrantes do patrimônio do fundo serão adquiridos pelo administrador em caráter fiduciário, por conta e em benefício do fundo e dos quotistas, cabendo-lhe administrar, negociar e dispor desses bens ou direitos, bem como exercer todos os direitos inerentes a eles, com o fim exclusivo de realizar o objeto e a política de investimento do fundo, obedecidas as decisões tomadas pela assembleia geral.

5.3. O quotista não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo.

5.4. O quotista não responde pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual relativa aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou do administrador, salvo quanto à obrigação de pagamento das quotas que subscrever e na hipótese do item 12.5 e subitens deste regulamento.

Os quotistas não poderão exercer quaisquer direitos sobre os ativos integrantes do patrimônio do fundo.

Direito a voto

A cada quota corresponderá um voto nas assembleias gerais do fundo. O fundo tem como política não exercer o direito, conferido ao titular do ativo, de votar em assembleias gerais, inclusive de debenturistas. Todavia, o administrador, o seu critério, diretamente ou por representantes, poderá comparecer nessas assembleias e votar, divulgando, nas demonstrações financeiras anuais, o teor e a justificativa dos votos.

Regras de Assembleia (convocação e pauta)

O administrador convocará os quotistas, com antecedência mínima de 10 (dez) dias, por correspondência e/ou correio eletrônico, para deliberar sobre assuntos do fundo. A presença de todos os quotistas supre a convocação por correspondência. A convocação da assembleia geral, da qual constarão o dia, a hora e o local em que será realizada a assembleia geral, bem como a ordem do dia, deverá enumerar, expressamente, todas as matérias a serem deliberadas, não se admitindo que sob a rubrica de assuntos gerais haja matérias que dependam de deliberação da assembleia geral.

Votação em Assembleia

Compete privativamente à assembleia geral de quotistas deliberar sobre: (a) demonstrações financeiras apresentadas pelo administrador; (b) alteração do regulamento; (c) destituição do Administrador; (d) escolha do substituto do novo administrador; (e) emissão de novas quotas; (f) fusão, incorporação, cisão e transformação do fundo; (g) dissolução e liquidação do fundo; (h) alteração do mercado em que as quotas são admitidas à negociação; (i) apreciação de laudo de avaliação de bens e direitos utilizados na integralização de quotas do fundo; (j) eleição e destituição de representantes dos quotistas, eleitos em conformidade com o disposto neste regulamento; e (k) aumento das despesas e encargos do fundo.

As deliberações serão tomadas por maioria simples das quotas presentes à assembleia ou, caso aplicável, pela maioria simples das respostas à consulta formal, cabendo para cada quota um voto, exceto com relação às matérias previstas nas alíneas (b), (c), (f), (g) e (i) acima, e aos atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e o administrador, conforme descritos na regulamentação, que dependem da aprovação de quotistas que representem metade das quotas emitidas e em circulação.

Compete privativamente à assembleia geral deliberar sobre:

- (a) demonstrações financeiras apresentadas pelo administrador;
- (b) alteração do regulamento;
- (c) destituição do administrador;
- (d) escolha do substituto do novo administrador;
- (e) emissão de novas quotas;
- (f) fusão, incorporação, cisão e transformação do fundo;
- (g) dissolução e liquidação do fundo;

- (h) alteração do mercado em que as quotas são admitidas à negociação;
- (i) apreciação de laudo de avaliação de bens e direitos utilizados na integralização de quotas do fundo;
- (j) eleição e destituição de representantes dos quotistas, eleitos em conformidade com o disposto neste regulamento; e
- (k) aumento das despesas e encargos do fundo;

A assembléia geral instalar-se-á com qualquer número de quotistas e as deliberações serão tomadas por maioria simples das quotas presentes à assembléia ou, caso aplicável, pela maioria simples das respostas à consulta formal realizada na forma do item 15.4. abaixo, cabendo para cada quota um voto, exceto com relação às matérias previstas no item 15.2., alíneas (b), (c), (f), (g) e (i), e aos atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e o administrador, conforme descritos na regulamentação, que dependem da aprovação de quotistas que representem metade das quotas emitidas e em circulação. A critério do administrador, que definirá os procedimentos a serem seguidos, as deliberações da assembléia poderão ser tomadas por meio de consulta formal, sem reunião de quotistas, em que i) os quotistas manifestarão seus votos por correspondência, correio eletrônico ou telegrama e ii) as decisões serão tomadas com base na maioria dos votos recebidos.

Os quotistas poderão enviar seu voto por correspondência e/ou por correio eletrônico, desde que a convocação indique essa possibilidade e estabeleça os critérios para essa forma de voto, que não exclui a realização da reunião de quotistas, no local e horário estabelecidos, cujas deliberações serão tomadas pelos votos dos presentes e dos recebidos por correspondência.

Equidade no Tratamento

As quotas objeto da nova emissão assegurarão a seus titulares direitos iguais aos conferidos às quotas já existentes.

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Composição do Conselho (funções da administradora e gestora)

Relacionamento (supervisão da gestão com outras partes)

Atribuições do Conselho – Estratégia de Investimento

O objeto do fundo e sua política de investimento não poderão ser alterados sem prévia deliberação da assembléia geral. O objetivo de investimento do fundo é a exploração comercial de empreendimentos comerciais e centros de distribuição preferencialmente prontos ou em construção, via aquisição de unidades autônomas ou da totalidade de um empreendimento, com o intuito de gerar renda aos quotistas por meio da locação ou arrendamento destas unidades. A proposta do fundo é manter uma carteira diversificada de ativos imobiliários com foco em imóveis comerciais corporativos e centros de distribuição (não tem o objetivo de aplicar seus recursos em empreendimento imobiliário específico). O objetivo é gerar renda aos quotistas por meio da locação ou arrendamento dos imóveis, com potencial vantagem fiscal para as pessoas físicas; (1) fundo de investimento imobiliário genérico, para aquisição de imóveis comerciais e centros de distribuição, preferencialmente prontos, locados ou para posterior locação (1); é uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários, destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários, a critério do gestor e independentemente de deliberação em assembléia geral, mediante aquisição (i) de imóveis comerciais e centros de distribuição, preferencialmente prontos, ou em projetos, para posterior alienação, locação ou arrendamento com possibilidade de alienação; e (ii) de ativos financeiros.

A participação do fundo em atividades imobiliárias será realizada mediante aquisição, pelo gestor, dos seguintes ativos:

- (a) diretamente por meio da aquisição de quaisquer direitos reais sobre bens imóveis; ou
- (b) indiretamente por meio da aquisição de:
 - (i) ações ou quotas de sociedades cujo propósito seja investimentos em direitos reais sobre bens imóveis;
 - (ii) quotas de fundos de investimento em participações (FIP), ou quotas de outros fundos de investimento imobiliários (“FII”) que tenham como política de investimento aplicações em sociedades cujo propósito consista no investimento em direitos reais sobre bens imóveis;
 - (iii) demais valores mobiliários, desde que esses instrumentos permitam ao fundo investir em quaisquer direitos reais sobre bens imóveis, desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM e desde que se trate de emissores cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FIIs.

O gestor selecionará os investimentos do fundo a seu critério, sem compromisso formal de concentração em nenhum fator de risco específico, respeitados eventuais limites que venham a ser aplicados por conta da ocorrência da concentração do patrimônio do fundo em títulos e valores mobiliários. Caberá ao gestor praticar todos os atos que entender necessários ao cumprimento da política de investimento prevista neste regulamento, desde que respeitadas as disposições deste regulamento e da regulamentação aplicável, não lhe sendo facultado, todavia, tomar decisões que eliminem a discricionariedade do administrador com relação às atribuições específicas deste. O fundo focará seus investimentos em empreendimentos imobiliários que estejam preferencialmente localizados na região metropolitana das principais capitais do país, com foco nas regiões de São Paulo e Rio de Janeiro, e secundariamente em localizações que apresentem características similares em termos de atividade econômica e população frente aos ativos em análise. Uma vez constituído e autorizado o funcionamento do fundo, as disponibilidades financeiras do fundo, poderão ser aplicadas nos ativos imobiliários e nos ativos de liquidez, conforme aplicável.

Atribuições do Conselho – Captação de Recursos

O administrador poderá no futuro propor novas emissões de quotas, sujeitas a aprovação da assembléia geral de quotistas, que possibilitem a entrada de novos recursos no fundo para compra de outros ativos imobiliários, com o objetivo de diversificação da carteira. Depois de atingido o volume mínimo da oferta, as quotas não distribuídas serão canceladas pelo administrador. Na hipótese de subscrição parcial das quotas, o administrador deverá cancelar as quotas não distribuídas, observado o valor mínimo a ser subscrito o fundo, mediante prévia aprovação da assembléia geral, poderá promover emissões de novas quotas para captação de recursos adicionais, sempre que for identificado negócio imobiliário relacionado ao seu objeto. Não poderá ser iniciada nova distribuição de quotas antes de totalmente subscrita ou cancelada a distribuição anterior.

REGRAS DE DISTRIBUIÇÃO E DISPERSÃO

Liquidez (percentual mínimo de ações em circulação)

Dispersão (garantia de acesso a todos os investidores)

As quotas objeto da oferta serão distribuídas pelo regime de melhores esforços de colocação. Para propiciar tributação favorável aos quotistas, o administrador envidará melhores esforços para que (i) os quotistas do fundo não sejam titulares de montante igual ou superior a 10% (dez por cento) das quotas do fundo; (ii) o fundo receba investimento de, no mínimo, 50 (cinquenta) quotistas; e (iii) as quotas, quando admitidas à negociação no mercado secundário, sejam negociadas exclusivamente em bolsas de valores ou mercado de balcão organizado. Caso o fundo invista volume superior a 50% (cinquenta por cento) do seu patrimônio em títulos e valores mobiliários, deverá respeitar os limites de aplicação por emissor e por modalidade de ativos financeiros estabelecidos na Instrução CVM 409, sendo certo que tais limites não se aplicam ao investimento nos ativos listados nos itens “IV”, “VI” e “VII” do Artigo 45 da Instrução CVM 472, conforme transcrição abaixo:

“Art. 45. (...)

IV – quotas 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;

VI – quotas de outros FII; e

VII – certificados de recebíveis imobiliários e quotas 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.”

GESTÃO

Composição da Gestão (funções da administradora e gestora)

Atribuições da Administradora/ Gestor

Independentemente de assembléia geral, o administrador, em nome do fundo e por recomendação do gestor, se for o caso, poderá, preservado o interesse dos quotistas, contratar, destituir e substituir os prestadores de serviços do fundo. Como gestor, a Kinea identifica, seleciona, avalia, adquire, acompanha e aliena ativos imobiliários que farão a composição da carteira do fundo de renda imobiliária. O administrador tem amplos e gerais poderes para administrar o fundo, cabendo-lhe, sem prejuízo das demais obrigações previstas na regulamentação aplicável e neste regulamento (“regulamento”):

O administrador confere amplos e irrestritos poderes ao gestor para que este adquira os ativos listados no item 4.1., abaixo, conforme a política de investimentos do fundo, de acordo com o disposto neste regulamento e no contrato de gestão a ser celebrado entre o administrador e o gestor.

O gestor deverá:

- (a) identificar, selecionar, avaliar, adquirir, acompanhar e alienar, sem necessidade de aprovação em assembléia geral, salvo nas hipóteses de conflitos de interesses não previstas no item 4.10. deste regulamento, títulos e valores mobiliários e ativos imobiliários existentes ou que poderão vir a fazer parte do patrimônio do fundo, de acordo com a política de investimento prevista neste regulamento, inclusive com a elaboração de análises econômico-financeiras, se for o caso;
- (b) celebrar os contratos, negócios jurídicos e realizar todas as operações necessárias à execução da política de investimento do fundo, exercendo, ou diligenciando para que sejam exercidos, todos os direitos relacionados ao patrimônio e às atividades do fundo;
- (c) controlar e supervisionar as atividades inerentes à gestão dos ativos do fundo, fiscalizando os serviços prestados por terceiros, incluindo os serviços de administração das locações ou arrendamentos de empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo, bem como de exploração do direito de superfície e da comercialização dos respectivos imóveis, que eventualmente venham a ser contratados na forma prevista no item 2.6. abaixo;
- (d) monitorar o desempenho do fundo, na forma de valorização das quotas e a evolução do valor do patrimônio do fundo;
- (e) sugerir ao administrador modificações neste regulamento no que se refere às competências de gestão dos investimentos do fundo;
- (f) acompanhar e avaliar oportunidades de melhorias e renegociação e desenvolver relacionamento com os locatários dos imóveis que compõem, ou venham a compor, o patrimônio do fundo;
- (g) discutir propostas de locação dos ativos imobiliários integrantes do patrimônio do fundo com as empresas contratadas para prestarem os serviços de administração das locações ou arrendamentos de empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo;
- (h) monitorar investimentos realizados pelo fundo;
- (i) conduzir e executar estratégia de desinvestimento em ativos imobiliários do fundo;
- (j) elaborar relatórios de investimento realizados pelo fundo na área imobiliária;
- (k) representar o fundo, inclusive votando em nome deste, em todas as reuniões e assembleias de condôminos dos imóveis integrantes do patrimônio do fundo;
- (l) implementar benfeitorias visando à manutenção do valor dos ativos imobiliários integrantes do patrimônio do fundo, e;
- (m) quando entender necessário, submeter à assembleia geral de quotistas, proposta de desdobramento das quotas do fundo.

Informações (conteúdo e periodicidade)

O administrador publicará as informações especificadas abaixo, na periodicidade respectivamente indicada, em sua página na rede mundial de computadores. O administrador deve prestar as seguintes informações periódicas sobre o fundo:

- (a) mensalmente, até 15 (quinze) dias após o encerramento do mês, (i) valor do patrimônio do fundo, valor patrimonial das quotas e a rentabilidade do período; e (ii) valor dos investimentos do fundo, incluindo discriminação dos bens e direitos integrantes de seu patrimônio;
- (b) trimestralmente, até 30 (trinta) dias após o encerramento de cada trimestre, se for o caso, informações sobre o andamento das obras e sobre o valor total dos investimentos já realizados, até a conclusão e entrega da construção;
- (c) até 60 (sessenta) dias após o encerramento de cada semestre, relação das demandas judiciais ou extrajudiciais propostas na defesa dos direitos de quotistas ou desses contra a administração do fundo, indicando a data de início e a da solução final, se houver;
- (d) até 60 (sessenta) dias após o encerramento do primeiro semestre: (i) o balancete semestral; (ii) o relatório do administrador, contendo, no mínimo, as informações exigidas pela regulamentação em vigor;
- (e) anualmente, até 90 (noventa) dias após o encerramento do exercício, (i) as demonstrações financeiras, (ii) o relatório do administrador, contendo, no mínimo, as informações exigidas pela regulamentação em vigor, e (iii) o parecer do auditor independente;
- (f) até 8 (oito) dias após sua ocorrência, a ata da assembleia geral ordinária;

(g) informações eventuais, nos termos da regulamentação em vigor.

O administrador deve enviar a cada quotista:

(a) no prazo de até 8 (oito) dias após a data de sua realização, resumo das decisões tomadas pela assembléia geral;

(b) no prazo de até 30 (trinta) dias a partir do encerramento do semestre, o extrato da conta de depósito das quotas, acompanhado do valor do patrimônio do fundo no início e no fim do período, o valor patrimonial da quota, e a rentabilidade apurada no período, bem como de saldo e valor das quotas no início e no final do período. A movimentação ocorrida no mesmo intervalo constará de relatório elaborado pela CBLC a ser enviada aos quotistas nos termos de seus procedimentos internos; e

(c) anualmente, até 30 de março de cada ano, informações sobre a quantidade de quotas de sua titularidade e respectivo valor patrimonial, bem como o comprovante para efeitos de declaração de imposto de renda.

Os atos ou fatos relevantes que possam influenciar, direta ou indiretamente, as decisões de investimento no fundo serão imediatamente divulgados pelo administrador.

CONSELHO FISCAL

Composição (função não identificada)

Atribuições

Relacionamento

AUDITORIA INDEPENDENTE

Auditor Externo (contratação)

Parecer da Auditoria (como é tratado)

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES

Situações de Conflitos – Identificação (o que é e quem pode denunciar)

Para os fins deste Regulamento, consideram-se situações de conflito de interesses aquelas listadas no artigo 34 da Instrução CVM 472.

Situações de Conflitos – Tratamento

Uso de Informações

Mediação e Arbitragem

Fica eleito o Foro da sede ou domicílio do quotista. Para a solução amigável de conflitos relacionados a este regulamento, reclamações ou pedidos de esclarecimentos poderão ser direcionados ao atendimento comercial.

Anexo E – Documentação FIP

Anexo E1 - Prosperitas II Fundo de Investimento em Participações

Documentos Analisados: prospecto, regulamento, atas de assembléia, avisos ao mercado, material publicitário e consulta formal.

PROPRIEDADE

Direito de Propriedade

A administradora tem poderes para exercer todos os direitos inerentes aos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do fundo, inclusive o direito de ação. Apesar de o fundo ter sua carteira constituída, preferencialmente, pelos valores mobiliários, a propriedade das quotas não confere aos seus titulares a propriedade direta sobre os valores mobiliários ou sobre fração ideal específica dos valores mobiliários. Os direitos dos quotistas são exercidos sobre todos os ativos da carteira de modo não individualizado, proporcionalmente ao número de quotas possuídas.

Direito a voto

Os quotistas têm o direito de comparecer e votar em assembléias gerais e especiais das companhias alvos integrantes da carteira do fundo, observado o regulamento e a regulamentação vigente. Sendo atribuído a cada quota o direito a um voto nas assembléias gerais. O fundo terá uma única classe de quotas.

Regras de Assembléia (convocação e pauta)

A convocação da assembléia deverá ser por escrito, devendo constar os assuntos a serem discutidos.

Votação em Assembléia

Qualquer investimento ou desinvestimento será considerado aprovado mediante o voto favorável de 2 (dois) membros do comitê de investimentos. O período de investimento do fundo poderá ser reduzido ou extinto mediante aprovação de 75% das quotas emitidas pelo fundo. O período de desinvestimento do fundo poderá ser prorrogado mediante a aprovação de 51% das quotas emitidas pelo fundo. Novas distribuições de quotas superiores ao máximo previsto pelo fundo dependerão de prévia aprovação da assembléia geral. Compete a assembléia geral de quotistas a deliberação de todas as matérias enumeradas no artigo 15 da instrução CVM 391/03. O regulamento do fundo poderá ser alterado independentemente da realização de assembléia geral ou de qualquer consulta aos quotistas, em consequência de normas legais ou regulamentares em vigor ou de determinação da CVM. As deliberações serão tomadas pelo critério da maioria das quotas dos presentes. As matérias previstas nos incisos II, III, IV, VI, VIII e IX do artigo 15 da instrução CVM 391/03 serão deliberadas e aprovadas por 75% das quotas emitidas pelo fundo. As deliberações da assembléia poderão ser tomadas mediante processo de consulta formalizada por escrito, devendo constar na consulta todos os elementos informativos necessários ao exercício do direito de voto.

Caberá privativamente à assembléia geral de quotistas do fundo, observados os respectivos quóruns de deliberação definidos no regulamento do fundo:

- (i) tomar, anualmente, as contas relativas ao fundo e deliberar, até 30 de junho de cada ano, sobre as demonstrações contábeis apresentadas pela administradora;
- (ii) alterar o regulamento do fundo;
- (iii) deliberar sobre a destituição ou substituição da administradora e escolha de seu substituto;
- (iv) deliberar sobre a fusão, incorporação, cisão ou eventual liquidação do fundo;
- (v) deliberar sobre a emissão de novas quotas;
- (vi) deliberar sobre a alteração na taxa de remuneração da administradora, inclusive no que diz respeito à participação nos resultados do fundo;
- (vii) deliberar sobre a prorrogação do prazo de duração do fundo;
- (viii) deliberar sobre a alteração do quorum de instalação e deliberação da assembléia geral;
- (ix) deliberar sobre a instalação, composição, organização e funcionamento do comitê de investimentos; e
- (x) deliberar, quando for o caso, sobre o requerimento de informações aos quotistas nas previstas no regulamento.

As deliberações tomadas pelos quotistas, observados os quóruns de deliberação estabelecidos no regulamento, serão existentes, válidas e eficazes e obrigarão os titulares das quotas,

independentemente de terem comparecido à assembléia geral, do voto proferido ou da exclusão do direito de voto em razão da matéria objeto de deliberação.

Equidade no Tratamento

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Composição do Conselho (funções da administradora e gestora)

Será constituído um comitê de investimentos que deliberará a respeito dos investimentos e desinvestimentos a serem efetuados pelo fundo durante o seu período de duração, bem como acompanhará a *performance* de sua carteira de aplicações e as atividades da administradora face às suas obrigações referentes ao fundo. No total são 3 (três) membros, um nomeado pela administradora e 2 (dois) eleitos pelos quotistas em assembléia geral. O comitê de investimentos poderá se reunir extraordinariamente, a qualquer tempo, através de chamada realizada por no mínimo 2 (dois) de seus membros (no total são três).

Relacionamento (supervisão da gestão com outras partes)

O fundo participará do processo decisório das companhias alvo, seja através da indicação de membros do conselho de administração, da detenção de ações que integrem o bloco de controle dessas companhias, da celebração de acordo de acionistas ou, ainda, pela celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegurem ao fundo efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão das companhias alvo; terá amplos e gerais poderes para praticar todos os atos necessários à administração do fundo e ao exercício de todos os direitos inerentes aos valores mobiliários que integrem a carteira do fundo, inclusive participar no processo decisório das companhias alvo, sendo ainda responsável pela representação do fundo em todos os atos, conforme previsto no regulamento.

Atribuições do Conselho – Estratégia de Investimento

O fundo é uma comunhão de recursos destinados preponderantemente ao investimento em companhias alvos de acordo com a política de investimentos. O objetivo é proporcionar aos seus quotistas a melhor valorização possível de suas quotas, mediante o investimento e posterior desinvestimento, nos termos do regulamento, de seus recursos em companhias alvos com atuação no mercado imobiliário. Em caráter suplementar, o fundo também poderá buscar a valorização de suas quotas por meio de aplicação de seus recursos em outros ativos financeiros e modalidades operacionais disponíveis no mercado, de acordo com critérios de composição e diversificação de carteira. O fundo investirá prioritariamente em ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, que:

- exerçam atividades relacionadas ao setor imobiliário em geral, tais como, atividades de incorporação imobiliária, administração imobiliária, corretagem imobiliária, securitização de créditos imobiliários e construção civil, ou
- desenvolvam direta ou indiretamente, empreendimentos imobiliários destinados à comercialização (companhias alvo).

Até 100% do patrimônio do fundo poderá estar investido em ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão das companhias alvo.

A carteira do fundo poderá ser composta de ativos financeiros de renda fixa até o limite de 10% do patrimônio do fundo. O fundo poderá deter participação de até 100% do capital das companhias alvo, não haverá critérios específicos de diversificação de risco de carteira. O período de investimento do fundo será de até 4 (quatro) anos, não podendo ocorrer novos investimentos após esse período. Após o período de investimento os investimentos deverão ser liquidados ordenadamente e o produto resultante será obrigatoriamente utilizado para a amortização das quotas do fundo. Este período de desinvestimento poderá ser prorrogado. Os dividendos ou juros sobre capital próprio distribuídos pelas companhias alvo integrantes do fundo, assim como quaisquer outros valores recebidos pelo fundo em decorrência de investimentos nas referidas companhias, poderão igualmente ser destinados à amortização de quotas. A administradora no exercício das atividades poderá tomar posições de investimento ou recomendar aplicações que sejam diferentes daquelas recomendadas ao fundo, inclusive em relação a sociedades e/ou fundos de investimentos a ela relacionados, seja direta ou indiretamente, que possam concorrer com as companhias alvo objeto de investimento pelo fundo.

Atribuições do Conselho – Captação de Recursos

Caso a totalidade das quotas não seja subscrita e integralizada até a data do prazo de subscrição o saldo não colocado deverá ser cancelado pela administradora. Ao aderir ao fundo o investidor assinará o compromisso de investimento. Durante o período de investimento o quotista será convocado a realizar novas subscrições e integralizações das quotas subscritas, até o valor total do compromisso de investimento (chamadas de capital). Concluído o período de investimento, o quotista não estará obrigado a efetuar quaisquer subscrições e integralizações adicionais, a menos que sejam necessárias para a realização de investimentos já comprometidos pelo fundo. Novas distribuições de quotas, superiores ao patrimônio previsto para o fundo, dependerão de prévia aprovação da assembleia geral e de prévio registro na CVM. Os recursos que venham a ser aportados no fundo, através de integralização de quotas, deverão ser utilizados no prazo de 90 dias; caso contrário haverá deliberação se prorrogará o prazo, permanecer com os recursos em caixa ou restituir os quotistas. Cabe a administradora realizar as chamadas de capital.

REGRAS DE DISTRIBUIÇÃO E DISPERSÃO

Liquidez (percentual mínimo de ações em circulação)

Dispersão (garantia de acesso a todos os investidores)

As quotas somente poderão ser negociadas no mercado de bolsa ou balcão organizado, cabendo ao intermediário assegurar a condição de investidor qualificado do adquirente das quotas. Será admitida a aquisição, por um mesmo investidor, de todas as quotas emitidas, não havendo, portanto, requisitos de dispersão das quotas do fundo.

GESTÃO

Composição da Gestão (funções da administradora e gestora)

Atribuições da Administradora/ Gestor

Sem prejuízo das demais disposições legais aplicáveis, incluem-se entre as obrigações da administradora:

- (i) registrar (a) antes do protocolo dos documentos referentes ao fundo na CVM e da publicação do anúncio de início, a ata deliberando a constituição do fundo e o regulamento do fundo e seus anexos no competente Cartório de Registro de Títulos e Documentos da Cidade de São Paulo, e (b) futuros aditamentos à ata de constituição e ao Regulamento do Fundo e seus anexos, em até 20 (vinte) dias úteis, no competente Cartório de Registro de Títulos e Documentos da Cidade de São Paulo;
- (ii) manter, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem, por até 5 (cinco) anos após o encerramento do fundo:
 - (a) os registros de quotistas e de transferências de quotas;
 - (b) o livro de atas das assembleias gerais;
 - (c) o livro de presença de quotistas;
 - (d) o arquivo dos pareceres da empresa de auditoria;
 - (e) os registros e demonstrações contábeis referentes às operações realizadas pelo fundo e seu patrimônio; e
 - (f) a documentação relativa às operações do fundo.
- (iii) receber dividendos, bonificações e quaisquer outros rendimentos ou valores atribuídos ao fundo;
- (iv) custear, às suas expensas, as despesas de propaganda do fundo;
- (v) pagar, às suas expensas, eventuais multas cominatórias impostas pela CVM, nos termos da regulamentação vigente, em razão de atrasos no cumprimento dos prazos previstos na Instrução CVM 391/03;
- (vi) elaborar, junto com as demonstrações contábeis semestrais e anuais, parecer a respeito das operações e resultados do fundo, incluindo a declaração de que foram obedecidas as disposições previstas na Instrução CVM 391/03 e no regulamento do fundo;
- (vii) fornecer aos quotistas que, isolada ou conjuntamente, sendo detentores de pelo menos 10% (dez por cento) das quotas emitidas, assim requererem, estudos e análises de investimento, elaborados pela administradora, que fundamentem as decisões tomadas em assembleia geral, incluindo os registros apropriados com as justificativas das recomendações e respectivas decisões;
- (viii) fornecer aos quotistas que, isolada ou conjuntamente, sendo detentores de pelo menos 10% (dez por cento) das quotas emitidas, assim requererem, atualizações periódicas dos estudos e análises elaborados pela gestora ou pela administradora, permitindo acompanhamento dos investimentos

realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de possíveis ações que maximizem o resultado do investimento;

(ix) no caso de instauração de procedimento administrativo pela CVM, manter a documentação referida no inciso I, do artigo 14, da Instrução CVM 391/03, até o término do mesmo;

(x) exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos inerentes ao patrimônio e às atividades do fundo;

(xi) transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição de administradora do fundo;

(xii) manter os títulos e valores mobiliários fungíveis integrantes da carteira do fundo custodiados em entidade de custódia autorizada ao exercício da atividade pela CVM;

(xiii) elaborar e divulgar as informações previstas no Capítulo VIII da Instrução CVM 391/03;

(xiv) firmar, em nome do fundo, acordos de acionistas das sociedades de que o fundo participe;

(xv) cumprir as deliberações da assembleia geral;

(xvi) cumprir e fazer cumprir todas as disposições do regulamento do fundo.

Informações (conteúdo e periodicidade)

A administradora divulgará imediatamente após seu conhecimento a todos os quotistas e à CVM qualquer ato ou fato relevante ao fundo. A administradora deverá remeter aos quotistas e à CVM as informações referidas no artigo 32 da instrução CVM 391/03, nas periodicidades ali referidas. Quaisquer atos, fatos, decisões ou assuntos que, de qualquer forma, relacionados aos interesses dos quotistas, incluindo aqueles que possam, direta ou indiretamente, influir em suas decisões quanto à permanência no fundo, deverão ser ampla e imediatamente divulgados aos quotistas, preferencialmente por meio de carta com aviso de recebimento endereçado a cada quotista.

A administradora do fundo deverá remeter aos quotistas e à CVM:

(i) semestralmente, no prazo de 45 (quarenta e cinco) dias após o encerramento desse período, as seguintes informações:

(a) a composição da carteira, discriminando quantidade e espécie dos títulos e valores mobiliários que a integram;

(b) demonstrações contábeis do fundo acompanhadas da declaração a que se refere o inciso V, do art. 14, da Instrução CVM 391/03;

(c) os encargos debitados ao fundo, devendo ser especificado seu valor; e

(d) a relação das instituições encarregadas da prestação dos serviços de custódia de títulos e valores mobiliários componentes da carteira.

(ii) anualmente, no prazo de 60 (sessenta) dias após o encerramento do exercício social, as seguintes informações:

(a) as demonstrações contábeis do exercício acompanhadas de parecer da empresa de auditoria;

(b) o valor patrimonial da quota na data do fechamento do balanço e sua rentabilidade no período;

(c) os encargos debitados ao fundo, devendo ser especificado seu valor e percentual em relação ao patrimônio líquido médio anual do fundo.

Sempre que forem requeridas informações na forma prevista nos incisos VI e VII, do artigo 14º, da Instrução CVM 391/03, a administradora poderá submeter a questão à prévia apreciação da assembleia geral de quotistas, tendo em conta os interesses do fundo e dos demais quotistas, e eventuais conflitos de interesses em relação a conhecimentos técnicos e às empresas nas quais o fundo tenha investido, ficando, nesta hipótese, impedidos de votar os quotistas que requereram a informação.

CONSELHO FISCAL

Composição (função não identificada)

Atribuições

Relacionamento

AUDITORIA INDEPENDENTE

Auditor Externo (contratação)

Parecer da Auditoria (como é tratado)

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES

Situações de Conflitos – Identificação (o que é e quem pode denunciar)

O exercício da função de membro do comitê de investimentos não importará qualquer restrição ou conflito com o exercício da função de administração ou participação em comitês ou conselhos das companhias alvo ou de outros fundos.

Salvo por aprovação da maioria dos quotistas reunidos em assembléia, é vedada a aplicação de recursos do fundo em títulos ou valores mobiliários de emissão de companhias alvo nas quais participem:

- a administradora, os membros do comitê de investimentos e quotistas que detenham mais que 5% do patrimônio do fundo, seus sócios e respectivos cônjuges, individualmente ou em conjunto, com porcentagem superior a 10% do capital social votante ou total, ou

- quaisquer pessoas citadas acima, que:

- a) estejam envolvidas na estruturação financeira da operação de emissão de valores mobiliários a serem subscritos pelo fundo;

- b) façam parte de conselhos de administração, consultivo ou fiscal da companhia emissora dos valores mobiliários a serem subscritos pelo fundo;

Salvo por aprovação da maioria dos quotistas reunidos em assembléia geral, é vedada a realização de operações, pelo fundo, em que este figure como contraparte das pessoas mencionadas acima (primeiro item), bem como de outros fundos de investimento ou carteira de valores mobiliários administrados e/ou geridos pela administradora.

Situações de Conflitos – Tratamento

Os membros do Comitê de Investimentos deverão informar à administradora, e este deverá informar aos quotistas, qualquer situação que os coloque, potencial ou efetivamente, em situação de conflito de interesses com o Fundo.

Uso de Informações

Mediação e Arbitragem

Os descentendimentos ou conflitos oriundos da interpretação e/ou implementação do disposto neste regulamento serão solucionados por recurso a arbitragem, nos termos da lei 9307/96, a qual reger-se-á pelo regulamento da Câmara de Arbitragem do Brasil.

Anexo E2 - Kinea I Real Estate Equity Fundo de Investimento em Participações

Documentos Analisados: prospecto, regulamento, atas de assembléia, avisos ao mercado, material publicitário e consulta formal.

PROPRIEDADE

Direito de Propriedade

Os subscritores das quotas terão todos os direitos políticos e patrimoniais estabelecidos no regulamento.

Direito a voto

Regras de Assembléia (convocação e pauta)

A convocação será mediante correspondência escrita encaminhada a cada quotista. Na convocação deverão constar os assuntos a serem tratados.

Votação em Assembléia

Compete privativamente a assembléia geral de quotistas:

- deliberar sobre as demonstrações contábeis;
- alterar o regulamento do fundo;
- deliberar sobre a destituição ou substituição do administrador;
- deliberar sobre a transformação, fusão, incorporação, liquidação ou cisão;
- deliberar sobre a emissão e distribuição de novas quotas;
- deliberar sobre alterações na taxa de remuneração do administrador;
- deliberar sobre a prorrogação do prazo de duração do fundo;
- deliberar sobre a alteração do quorum de instalação e deliberação da assembléia geral de quotistas;
- deliberar sobre o estabelecimento ou alteração de regras referentes à instalação, composição, organização e funcionamento do comitê de investimentos;
- deliberar quando for o caso, sobre o requerimento de informações de quotistas;
- deliberar sobre alterações na política de investimentos;
- eleger e destituir os membros do comitê de investimentos;
- deliberar sobre a renúncia a qualquer direito do fundo;
- deliberar sobre qualquer evento de avaliação;
- deliberar sobre qualquer evento de liquidação antecipada;
- deliberar sobre a realização de investimento em companhias alvo que não atendam às condições previstas no regulamento;
- deliberar sobre a prorrogação do período de investimento do fundo;

As deliberações devem ser tomadas pelo critério da maioria dos quotistas presentes, correspondendo a cada quota um voto, com exceção das deliberações:

- deliberar sobre a destituição ou substituição do administrador;
- deliberar sobre a transformação, fusão, incorporação, liquidação ou cisão;
- deliberar sobre alterações na taxa de remuneração do administrador;
- deliberar sobre a alteração do quorum de instalação e deliberação da assembléia geral de quotistas;
- deliberar sobre o estabelecimento ou alteração de regras referentes à instalação, composição, organização e funcionamento do comitê de investimentos;

Que somente poderão ser adotadas mediante o voto favorável de quotistas que sejam detentores de no mínimo 75% das quotas presentes à assembléia geral de quotistas.

Equidade no Tratamento

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Composição do Conselho (funções da administradora e gestora)

Os investimentos do fundo estão subordinados aos requisitos de composição e de diversificação estabelecidos pelas normas em vigor, bem como à sua aprovação pelo comitê de investimentos, sempre observado o disposto no seu regulamento.

O comitê de investimentos do fundo deverá: (i) deliberar sobre as propostas de investimento e, quando necessário, sobre as propostas de desinvestimento; (ii) aprovar despesas de auditorias fiscais, legais, contábeis, tecnológicas e ambientais que (a) individualmente ou seja, por contrato firmado com cada prestador de serviços totalize mais de R\$100.000,000 (cem mil reais) para o fundo; ou (b) em conjunto (ou seja, pelo mesmo prestador de serviços em diferentes momentos) totalize mais de R\$ 300.000,00

(trezentos mil reais); (iii) acompanhar o desempenho da carteira do fundo por meio dos relatórios do gestor; (iv) deliberar sobre a prorrogação do período de investimento por um prazo máximo de 1 (um) ano, conforme disposto no regulamento; (v) estabelecer os prazos para realização dos investimentos após a integralização das quotas a cada chamada feita pelo administrador, bem como deliberar sobre a prorrogação de tais prazos; (vi) deliberar sobre a devolução aos quotistas, bem como sobre os termos e condições de tal devolução, de valores pagos ao fundo a título de integralização de quotas em caso de não realização de investimentos pelo fundo no prazo que for estabelecido pelo comitê de investimentos; (vii) indicar os representantes do fundo que comporão o conselho de administração, a diretoria e outros órgãos das companhias investidas, conforme aplicável; (viii) determinar a orientação para os votos a serem proferidos pelo fundo nas assembleias gerais das companhias investidas e fixar as diretrizes gerais que deverão ser observadas pelos representantes do fundo nas reuniões do conselho de administração das companhias investidas; (ix) acompanhar a atuação e as decisões tomadas por este representante do fundo indicado para atuar nas reuniões do conselho de administração, na diretoria ou em outros órgãos das companhias investidas; e (x) deliberar sobre a realização de investimentos na hipótese de recebimento de recursos pelo fundo, conforme o disposto no regulamento. O comitê de investimentos será composto por até 5 (cinco) membros titulares votantes, sendo 3 (três) nomeados pelo gestor e 2 (dois) nomeados pelos quotistas em assembleia geral de quotistas especialmente convocada para esse fim. O comitê de investimentos reunir-se-á sempre que necessário. Cada membro votante do comitê de investimentos terá direito a 1 (um) voto nas deliberações, que serão aprovadas pelo voto da maioria dos membros presentes à reunião, ressalvado o poder de veto dos representantes do gestor.

Relacionamento (supervisão da gestão com outras partes)

Atribuições do Conselho – Estratégia de Investimento

O objetivo do fundo é buscar proporcionar a seus quotistas a valorização de capital a longo prazo por meio do investimento em ações, debêntures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão das companhias investidas que desenvolvam, direta ou indiretamente, empreendimentos imobiliários residenciais ou comerciais.

Os investimentos do fundo estão subordinados aos requisitos de composição e de diversificação estabelecidos pelas normas em vigor, bem como à sua aprovação pelo comitê de investimentos, sempre observado o disposto no seu regulamento.

O fundo tem prazo de duração de 7 (sete) anos a contar da data de início do fundo, prorrogável por um período adicional de 2 (dois) anos conforme proposto pelo gestor ou administrador e deliberado pela assembleia geral de quotistas, observado o quórum de deliberação disposto no regulamento.

Os investimentos do fundo deverão possibilitar a participação do fundo no processo decisório das respectivas companhias investidas, sendo que tal participação poderá ocorrer por uma das seguintes maneiras: (i) detenção de ações de emissão das companhias investidas que integrem o respectivo bloco de controle, (ii) celebração de acordo de acionistas com outros acionistas das companhias investidas, (iii) eleição de membro(s) do conselho de administração com representatividade suficiente para influir na administração das companhias investidas, assegurando ao fundo participação, mesmo que por meio de direito de veto, em definições estratégicas e na gestão das companhias investidas, ou (iv) celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegure ao fundo participação, mesmo que por meio de direito de veto, em definições estratégicas e na gestão das companhias investidas.

O fundo poderá investir em debêntures simples não conversíveis em ações, desde que as escrituras de emissão das debêntures simples, conforme aplicável ao tipo societário da companhia investida (i) assegurem ao fundo a participação no processo decisório e na gestão das companhias investidas; (ii) imponham às companhias investidas emissoras de debêntures simples a observância de boas práticas de governança corporativa; e (iii) prevejam que o descumprimento das práticas de governança corporativa será interpretado como uma hipótese de tenha pelo menos 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio aplicado em títulos públicos federais.

É vedado ao fundo aplicar e/ou investir mais do que 40% (quarenta por cento) do capital comprometido subscrito em títulos e valores mobiliários emitidos pela mesma companhia investida, por meio de uma ou mais operações, exceto mediante aprovação da maioria simples dos quotistas reunidos em assembleia geral de quotistas.

Atribuições do Conselho – Captação de Recursos

Caso a totalidade das quotas emitidas, nos termos do regulamento, não seja subscrita até o final do período de distribuição, o administrador poderá cancelar o saldo de quotas não subscritas sem necessidade de aprovação em assembleia geral de quotistas. Não há quantidade mínima de quotas a serem subscritas.

REGRAS DE DISTRIBUIÇÃO E DISPERSÃO

Liquidez (percentual mínimo de ações em circulação)

Dispersão (garantia de acesso a todos os investidores)

Somente investidores qualificados poderão adquirir quotas do fundo.

GESTÃO

Composição da Gestão (funções da administradora e gestora)

Atribuições da Administradora/ Gestor

Observada a regulamentação em vigor e os dispositivos do regulamento, o administrador, na qualidade de representante do fundo, tem poderes para praticar todos e quaisquer atos necessários ao funcionamento do fundo, e para exercer os direitos inerentes aos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do fundo, inclusive o de ação e o de comparecer e votar em assembleias gerais, de qualquer natureza, das companhias investidas.

O administrador obriga-se a manter as suas expensas, atualizados e em perfeita ordem:

- os registros de quotistas;
 - as atas de assembleias;
 - pareceres dos auditores;
 - registros contábeis;
 - documentação relativa a operações;
 - atas de reuniões do comitê de investimentos;
 - representar o fundo em juízo e fora dele e praticar todos os atos necessários à administração da carteira;
 - receber dividendos bonificações e quaisquer outros rendimentos ou valores atribuídos ao fundo e/ou transferi-los aos quotistas;
 - custear despesas de publicidade;
 - pagar eventuais multas impostas pela CVM, em razão de atrasos no cumprimento de prazos previstos na instrução 391/03;
 - no caso de instauração de procedimento administrativo pela CVM, manter a documentação referida até o término do respectivo procedimento administrativo;
 - exercer ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos inerentes ao patrimônio e as atividades do fundo;
 - transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que venha a ter em decorrência de sua condição de administrador do fundo;
 - manter os títulos e valores mobiliários custodiados;
 - firmar em nome do fundo, se for o caso, acordos de acionais das companhias investidas, ou outros itens referentes aos investimentos providenciados pelo gestor e aprovados pelo comitê de investimentos;
 - cumprir e fazer cumprir as disposições do regulamento;
 - cumprir as deliberações aprovadas pela assembleia geral de quotistas;
 - cumprir as decisões do comitê de investimentos;
 - submeter se for o caso, à aprovação do CADE todos os investimentos do fundo nas companhias investidas;
 - realizar chamadas para integralização de quotas, inclusive para a realização de investimentos;
 - informar aos quotistas sobre eventuais prorrogações dos prazos estabelecidos pelo comitê de investimentos;
 - rescindir ou renegociar os termos de qualquer instrumento particular de compromisso de investimento;
 - informar aos quotistas em cada chamada de integralização o saldo, não integralizado;
- O gestor deverá enviar a cada membro do comitê de investimentos relatórios contendo estudos avaliações e informações necessários para a correta análise e discussão das propostas de investimento.

O gestor deve verificar a adequação das companhias alvo aos requisitos estipulados e a manutenção destas condições na companhia investida durante o período de investimentos. Em caso de descumprimento de qualquer dos requisitos previstos, por parte de alguma companhia investida, o gestor obriga-se a levar tal fato ao conhecimento do comitê de investimentos, bem como apresentar medidas para sanar tal descumprimento.

Informações (conteúdo e periodicidade)

Os atos ou fatos relevantes que possam influenciar, direta ou indiretamente, as decisões de investimento no fundo, bem como quaisquer outras informações a ele relacionadas, serão imediatamente informadas à CVM e divulgados aos quotistas por meio de publicação ou por meio de envio de correspondência eletrônica ou por correspondência registrada. O administrador deverá remeter à CVM, e aos quotistas, as informações especificadas a seguir, na periodicidade informada: (i) trimestralmente, no prazo de 15 (quinze) dias após o encerramento do trimestre civil a que se referirem, (a) valor do patrimônio líquido; e (b) número de quotas emitidas; (ii) semestralmente, no prazo de 60 (sessenta) dias após o encerramento desse período, (a) composição da carteira do fundo, discriminando quantidade e espécie dos títulos e valores mobiliários que a integram; (b) demonstrações contábeis do fundo acompanhadas da declaração de que foram obedecidas as disposições da ICVM 391/03 e do regulamento; (c) os encargos debitados ao fundo, em conformidade com o disposto no capítulo XII supra, devendo ser especificado seu valor; e (d) relação das instituições encarregadas da prestação dos serviços de custódia de títulos e valores mobiliários componentes da carteira do fundo; (iii) anualmente, no prazo de 90 (noventa) dias após o encerramento do exercício social do fundo, (a) as demonstrações contábeis do fundo no exercício acompanhadas de parecer do auditor independente; (b) o valor patrimonial de cada classe de quota na data do fechamento do balanço e sua rentabilidade no período; e (c) os encargos debitados ao fundo, em conformidade com o disposto no regulamento, devendo ser especificado seu valor e percentual em relação ao patrimônio líquido médio mensal do fundo.

Informações do administrador:

- elaborar junto com as demonstrações contábeis semestrais e anuais parecer a respeito das operações e resultados do fundo;
- fornecer aos quotistas que, isolada ou conjuntamente, sendo detentores de pelo menos 10% das quotas emitidas, subscritas e integralizadas, assim requererem, atualizações periódicas dos estudos e análises elaborados pelo gestor, permitindo acompanhamento dos investimentos realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de possíveis ações que maximizem o resultado do investimento;
- elaborar e divulgar as demonstrações contábeis e demais informações previstas na instrução 391/03;

CONSELHO FISCAL

Composição (função não identificada)

Atribuições

Relacionamento

AUDITORIA INDEPENDENTE

Auditor Externo (contratação)

O auditor independente contratado pelo fundo ou seu sucessor no exercício dessas funções, responsável pela auditoria do fundo, que poderá incluir a revisão das demonstrações financeiras e das contas do fundo, a análise de sua situação, bem como da atuação do administrador. O fundo terá escrituração contábil auditada anualmente por auditor independente.

Parecer da Auditoria (como é tratado)

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES

Situações de Conflitos – Identificação (o que é e quem pode denunciar)

Salvo aprovação da maioria dos quotistas reunidos em assembléia geral de quotistas, é vedada a aplicação de recursos do fundo em títulos e valores mobiliários de emissão das companhias alvo nas quais participem: (i) os membros do comitê de investimentos ou outros comitês e conselhos criados pelo fundo e quotistas titulares de quotas representativas de 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido, e seus sócios e respectivos cônjuges, individualmente ou em conjunto, com porcentagem superior a 10% (dez por cento) do capital social votante ou total da companhia alvo; (ii) quaisquer pessoas mencionadas no inciso (i) acima que (a) estejam envolvidas, direta ou indiretamente, por conta e ordem da companhia alvo, na estruturação financeira da operação de emissão de valores mobiliários

a serem subscritos pelo fundo, inclusive na condição de agente de colocação, coordenação ou garantidor da emissão, ou (b) façam parte de conselhos de administração, consultivo ou fiscal da companhia alvo, antes do primeiro investimento a ser realizado pelo fundo. Salvo aprovação da maioria simples dos quotistas reunidos em assembléia geral de quotistas, é vedado ao fundo realizar operações em que figurem como contrapartes quaisquer das pessoas mencionadas acima, bem como outros fundos de investimento ou carteira de valores mobiliários administrados e/ou geridos pelo administrador e/ou pelo gestor. É vedado ao fundo aplicar e/ou investir seus recursos em títulos e valores mobiliários de emissão das companhias alvo nas quais participem o administrador, gestor ou empresas à eles ligadas, seus sócios e respectivos cônjuges, individualmente ou em conjunto, com porcentagem superior à 10% (dez por cento) do capital social votante ou total da companhia alvo. Qualquer transação entre o (i) fundo e partes relacionadas, e (ii) as partes relacionadas e as companhias alvo que deve ser levada ao conhecimento do comitê de investimentos, sendo obrigação do gestor, dentre outras, comunicar ao comitê de investimentos qualquer hipótese de potencial conflito de interesses.

Situações de Conflitos – Tratamento

Uso de Informações

Os membros do comitê de investimentos deverão manter as informações constantes de materiais para análise de investimento do fundo, sob absoluto sigilo e confidencialidade.

Mediação e Arbitragem

O administrador, o gestor, o custodiante e os quotistas obrigam-se a submeter à arbitragem toda e qualquer controvérsia baseada em matéria decorrente de ou relacionada ao regulamento, ou à constituição, operação, gestão e funcionamento do fundo.

Anexo F – Documentação SA

Anexo F1 - BR Properties S.A.

Documentos Analisados: prospecto, regulamento, atas de assembléia, avisos ao mercado, material publicitário e consulta formal.

PROPRIEDADE

Direito de Propriedade

- (ii) direito ao dividendo obrigatório, em cada exercício social, equivalente a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos do artigo 202 da Lei das Sociedades por Ações;
- (iii) direito de alienação das ações nas mesmas condições asseguradas ao acionista controlador alienante, em caso de alienação, direta ou indireta, a título oneroso, do controle da companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas (*tag along* de 100% (cem por cento) do preço); e
- (iv) direito ao recebimento integral de dividendos e demais proventos de qualquer natureza que a companhia vier a declarar a partir da data de liquidação;

Direito a voto

- (i) direito de voto nas assembléias gerais da companhia, sendo que cada ação corresponderá a um voto; A Lei das Sociedades por Ações permite a adoção do processo de voto múltiplo para eleição de membros ao conselho de administração, mediante requerimento por acionistas representando, no mínimo, 10% do capital votante da companhia, atribuindo-se para cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho de administração.

Regras de Assembléia (convocação e pauta)

A assembléia geral ordinária será realizada nos 4 (quatro) primeiros meses seguintes ao término do exercício social. A assembléia geral extraordinária será realizada sempre que assim exigirem os interesses da companhia ou nos casos previstos em lei.

A assembléia geral será instalada pelo presidente do conselho de administração, o qual presidirá os trabalhos.

Previamente à realização de qualquer assembléia geral que deliberar sobre matérias de competência exclusiva dos acionistas, o conselho realizará reunião para discutir as operações em questão.

A Lei das Sociedades por Ações exige que todas as nossas assembléias gerais sejam convocadas mediante três publicações em jornal de grande circulação.

Votação em Assembléia

A assembléia geral tem poderes para decidir todas as matérias relativas ao objeto da companhia, bem como para aprovar quaisquer resoluções ou providências que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento dos interesses sociais. Ressalvadas as exceções previstas em lei e observado o disposto no Artigo 30, as deliberações da assembléia geral serão tomadas por maioria de votos, não se computando as abstenções e os votos em branco.

Compete aos nossos acionistas decidir exclusivamente em assembléias gerais, as seguintes matérias, dentre outras:

- a reforma do nosso estatuto social;
- a eleição e destituição dos membros do conselho de administração e do conselho fiscal, quando instalado;
- a fixação da remuneração global anual dos membros do conselho de administração e da diretoria, assim como a remuneração dos membros do conselho fiscal, se instalado;
- a atribuição bonificações em ações;
- a decisão sobre eventuais grupamentos ou desdobramentos de ações;
- a aprovação de planos de opção de compra de ações destinados a colaboradores ou pessoas naturais que nos prestem serviços ou a sociedades por nós controladas;
- a tomada anual das contas dos administradores, e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas;
- a deliberação acerca, de acordo com proposta apresentada pela administração, sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a respectiva distribuição de dividendos e bonificações, bem como criação de quaisquer reservas, exceto reserva legal;

- a deliberação sobre a saída do Novo Mercado;
- a deliberação sobre o cancelamento do nosso registro de companhia aberta;
- a escolha da empresa especializada responsável pela determinação de nosso valor econômico para fins das ofertas públicas previstas no estatuto social e no regulamento do Novo Mercado, dentre as empresas indicadas pelo conselho de administração;
- a emissão de debêntures conversíveis em ações e/ou com garantia real;
- a suspensão do exercício dos direitos de acionista que deixou de cumprir obrigação prevista em lei ou em nosso estatuto social;
- a avaliação de bens com os quais um acionista pretende integralizar ações do nosso capital social;
- a transformação em uma sociedade limitada ou qualquer outra forma prevista na regulamentação societária;
- a fusão, incorporação em outra sociedade ou cisão;
- a dissolução e liquidação, e a eleição e destituição dos liquidantes, bem como a aprovação das contas por estes apresentadas e do conselho fiscal que deverá funcionar durante o período de liquidação; e
- a autorização para que os administradores confessem a falência ou apresentem pedido de recuperação judicial ou extrajudicial.

Como regra geral, a Lei das Sociedades por Ações prevê que a assembléia geral é instalada, em primeira convocação, com a presença de acionistas que detenham, pelo menos, 25% do capital social com direito a voto e, em segunda convocação, com qualquer número de acionistas titulares de ações com direito a voto.

De modo geral, a aprovação de acionistas que compareceram pessoalmente ou por meio de procurador a uma assembléia geral, e que representem no mínimo a maioria das ações ordinárias presentes à assembléia, é necessária para a aprovação de qualquer matéria, sendo que as abstenções não são levadas em conta para efeito deste cálculo. A aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto é necessária, todavia, para a adoção das seguintes matérias, entre outras:

- redução do dividendo obrigatório;
- mudança do objeto social;
- fusão, incorporação ou cisão;
- participação em um grupo de sociedades;
- cessação do estado de liquidação;
- dissolução;
- incorporação de nossas ações em outra sociedade;
- criação ou alteração de ações preferenciais; e
- criação de partes beneficiárias;

A CVM poderá autorizar a redução do percentual de votos necessários à aprovação das matérias acima mencionadas no caso de companhia aberta com a propriedade das ações dispersas no mercado e cujas três últimas assembleias gerais tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade de suas ações com direito a voto.

Equidade no Tratamento

Nos termos do Artigo 172 da Lei nº 6.404/76 (“LSA”), a emissão de ações para aumento do capital social, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição cuja colocação seja feita mediante venda em bolsa de valores ou por subscrição pública, poderá excluir o direito de preferência para os antigos acionistas, ou reduzir o prazo para o seu exercício. A companhia não poderá emitir partes beneficiárias e/ou ações preferencial.

Exceto conforme descrito, os acionistas possuem direito de preferência na subscrição de ações das ações ordinárias de emissão em qualquer aumento de capital, na proporção de sua participação acionária à época do referido aumento de capital, exceto nos casos de aumento de capital decorrentes do exercício de opção de compra de ações e conversão de debêntures em ações das ações ordinárias de nossa emissão. Os acionistas também possuem direito de preferência na subscrição de debêntures conversíveis e bônus de subscrição.

Nos termos do artigo 172 da Lei das Sociedades por Ações e do estatuto social, o conselho de administração poderá excluir o direito de preferência dos acionistas ou reduzir o prazo para seu exercício, nas emissões de ações, debêntures conversíveis e bônus de subscrição, cuja colocação seja

feita mediante venda em bolsa ou subscrição pública ou através de permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle.

A oferta foi realizada com exclusão do direito de preferência dos atuais acionistas.

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Composição do Conselho (funções da administradora e gestora)

A administração da companhia competirá ao conselho de administração e à diretoria. O conselho de administração será formado por 5 (cinco) membros efetivos e igual número de suplentes, conselheiros independentes. Na composição do conselho de administração, no mínimo, 20% (vinte por cento) dos conselheiros deverão ser conselheiros independentes, de acordo com o regulamento do Novo Mercado. O conselho de administração é o órgão de deliberação colegiada, responsável pela orientação do negócio, incluindo a nossa estratégia de longo prazo. Os conselheiros são eleitos para um mandato unificado de dois anos. De acordo com a Lei das Sociedades por Ações, cada conselheiro deve ser titular de, pelo menos, uma ação de emissão da companhia.

As decisões do conselho em suas reuniões serão tomadas pelo voto da maioria dos membros presentes. O conselho de administração aprova a eleição da diretoria da companhia. O conselho de administração aprecia e aprova as matérias para em seguida submetê-las à aprovação da assembléia geral dos acionistas. Sem prejuízo de outras matérias previstas em lei ou neste estatuto, compete ao conselho de administração aprovar as seguintes matérias:

- (i) o aumento do capital social da companhia e a emissão de bônus de subscrição, em ambos os casos, dentro do limite do capital autorizado da companhia;
- (ii) operações de qualquer espécie com partes relacionadas, observadas as disposições deste artigo;
- (iii) nomeação e substituição dos auditores independentes ou outros auditores da companhia;
- (iv) qualquer alteração relevante nas políticas contábeis e práticas de divulgação de informações da companhia;
- (v) aprovação do plano de negócios, do orçamento anual operacional e respectivas alterações, bem como de despesas não previstas em orçamento;
- (vi) custos e despesas gerais e administrativas da companhia acima do previsto no orçamento anual;
- (vii) aquisição de ações de emissão da própria companhia, a título oneroso, para manutenção em tesouraria ou cancelamento, observada a regulamentação da CVM;
- (viii) assunção de qualquer forma de endividamento ou a constituição de garantias, ônus ou demais direitos assecuratórios com relação a tal endividamento, ressalvadas as previsões constantes de orçamento anual aprovado previamente pelo conselho de administração;
- (ix) liquidação, venda ou refinanciamento de ativos fora do curso normal dos negócios (inclusive, mas sem limitação, venda de todos os ativos da companhia);
- (x) de acordo com os planos aprovados pela assembléia geral, a outorga de opções de compra de ações aos administradores e empregados da companhia;
- (xi) fixação do montante dos lucros a serem destinados aos administradores e empregados da companhia;
- (xii) aprovar a constituição ou a extinção de subsidiárias da companhia e a participação da companhia no capital de outras sociedades, no país ou no exterior;
- (xiii) aprovação de investimentos em imóveis;
- (xiv) aprovação para que um terceiro torne-se detentor de participação societária em uma sociedade subsidiária na qual a companhia aloca seus investimentos para realização de seu objeto social;
- (xv) a fixação dos objetivos, políticas e diretrizes básicas para a orientação geral dos negócios da companhia;
- (xvi) a eleição e destituição dos diretores bem como a fixação de remuneração, títulos e poderes, dentro dos limites estabelecidos pela assembléia geral;
- (xvii) a apresentação à assembléia geral de proposta para destinação do lucro líquido da companhia;
- (xviii) a definição de lista tríplice de empresas especializadas em avaliação econômica de empresas; para a preparação de laudo de avaliação das ações da companhia, em caso de cancelamento de registro de companhia aberta ou saída do Novo Mercado;

Juntamente com as demonstrações financeiras do exercício, o conselho de administração apresentará à assembléia geral ordinária proposta sobre a destinação a ser dada ao lucro líquido, com observância do disposto neste estatuto e na lei.

O conselho de administração deverá manifestar-se previamente sobre toda e qualquer matéria a ser submetida à apreciação da assembléia geral, submetendo-lhe sua manifestação favorável ou contrária.

Relacionamento (supervisão da gestão com outras partes)

A companhia e seus administradores deverão, pelo menos uma vez ao ano, realizar reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados, para divulgar informações quanto à situação econômico-financeira, projetos e perspectivas da companhia.

Atribuições do Conselho – Estratégia de Investimento

A companhia tem por objeto social (i) a compra, venda e incorporação de imóveis comerciais prontos ou a construir; (ii) a administração de imóveis próprios ou de terceiros; (iii) o arrendamento, exploração comercial, locação e sub-locação de imóveis comerciais próprios ou de terceiros, incluindo imóveis comerciais construídos sob medida (*built-to-suit*) pela companhia; (iv) a prestação de serviços de consultoria de negócios; e (v) a participação em sociedades, associações, fundos de investimento imobiliário ou fundos de investimento em participações. Deverão ser realizadas em imóveis comerciais, empreendimentos de uso múltiplo, frações de imóveis comerciais, terrenos ou em frações de terrenos.

A companhia não está obrigada a deter qualquer ativo durante qualquer período de tempo, podendo vender os referidos ativos quando entender estar em conformidade com os interesses da companhia.

O prazo de duração da companhia é indeterminado.

Os recursos líquidos provenientes da emissão das *notes* serão utilizados para o desenvolvimento dos negócios da companhia, tais como a aquisição de propriedades, diretamente ou por meio da aquisição de companhias que detenham referidas propriedades, e para incrementar o capital de giro da companhia.

Em nossas operações, podemos adquirir (alienar) imóveis diretamente ou mediante a aquisição (alienação) das ações ou quotas da sociedade que seja sua proprietária.

Os recursos líquidos de comissões obtidos por nós com a oferta primária, serão utilizados para investir em: (i) 85% em aquisição de imóveis ou de empresas detentoras de imóveis; e (ii) 15% em desenvolvimento ou incorporação. Para mais informações, ver seção “destinação dos recursos”, no prospecto.

Temos como foco a aquisição, a locação, a administração, incorporação e venda de imóveis comerciais, especialmente imóveis qualificados como escritórios, galpões industriais e de varejo, localizados principalmente nas principais regiões metropolitanas do Brasil, como São Paulo, Rio de Janeiro, Curitiba e Belo Horizonte. Nosso objetivo é adquirir imóveis comerciais estrategicamente bem localizados, que julgamos ter forte potencial de rentabilidade e valorização, e auferir receitas de locação por meio de administração proativa especializada e dinâmica, voltada a adicionar valor aos imóveis de nossa propriedade, o que implica investimentos em melhorias, expansão com aumento de área locável e redução de custos de ocupação.

Atribuições do Conselho – Captação de Recursos

O capital social é representado exclusivamente por ações ordinárias e cada ação ordinária representativa do capital social conferirá a seu titular o direito a um voto nas deliberações da assembléia geral.

Fica facultado ao conselho de administração aumentar o capital social para até 400.000.000 (quatrocentos milhões) ações, independentemente de reforma estatutária ou aprovação por parte dos acionistas, podendo o conselho, ademais, estipular os termos, condições, preço de emissão e forma de integralização das novas ações a serem emitidas.

O conselho de administração da companhia autorizou o aumento do capital social da companhia, dentro do limite do capital autorizado previsto em seu estatuto social, mediante a emissão das ações da oferta primária, com a possibilidade de emissão das ações do lote suplementar e das ações adicionais, com exclusão do direito de preferência e sem prioridade aos acionistas da companhia. Se, ao final do período de colocação, as ações não tiverem sido totalmente liquidadas, cada um dos coordenadores, de forma individual e não solidária, subscreverá ou adquirirá, no último dia do período de colocação, pelo preço por ação, na proporção e até o limite individual de cada um dos coordenadores indicado no contrato de distribuição, a totalidade do respectivo saldo resultante da diferença entre (i) a quantidade de ações indicada no contrato de distribuição; e (ii) a quantidade de ações efetivamente liquidada pelos investidores que as subscreveram ou adquiriram.

REGRAS DE DISTRIBUIÇÃO E DISPERSÃO

Liquidez (percentual mínimo de ações em circulação)

A companhia deve tomar medidas cabíveis para recompor o percentual mínimo de 25% (vinte e cinco por cento) do total das ações em circulação, dentro dos 6 (seis) meses subsequentes à aquisição do controle.

Dispersão (garantia de acesso a todos os investidores)

A companhia está realizando uma oferta pública de distribuição de ações no Brasil com esforços de colocação no exterior, o que poderá deixar a companhia exposta a riscos relativos a uma oferta de valores mobiliários no Brasil e no exterior. Os riscos relativos a ofertas de valores mobiliários no exterior são potencialmente maiores do que os riscos relativos a uma oferta de valores mobiliários no Brasil.

As ações ordinárias nunca foram negociadas em bolsa, e por isso um mercado ativo para tais ações pode não se desenvolver e as cotações das ações ordinárias de emissão da companhia podem cair após a oferta. A venda de um número significativo de ações de emissão da companhia após a oferta pode afetar de forma negativa as cotações das ações.

Trata-se de oferta pública de distribuição primária e secundária de ações ordinárias, nominativas, escriturais e sem valor nominal de emissão da companhia.

GESTÃO

Composição da Gestão (funções da administradora e gestora)

Atribuições da Administradora/ Gestor

Informações (conteúdo e periodicidade)

Ao final de cada exercício social, a diretoria fará elaborar, com observância dos preceitos legais pertinentes, as seguintes demonstrações financeiras: (a) balanço patrimonial; (b) demonstração do resultado do exercício; (c) demonstração das mutações do patrimônio líquido; (d) demonstração dos fluxos de caixa; (e) demonstração do valor adicionado; e (f) notas explicativas às demonstrações financeiras. As informações contábeis contidas nas informações trimestrais – ITR (individuais e consolidadas) da companhia e de suas controladas.

A Lei das Sociedades por Ações, a regulamentação editada pela CVM e o regulamento do Novo Mercado estabelecem que deve ser fornecida à CVM e à BM&FBovespa determinadas informações periódicas:

- na data em que forem publicadas ou disponibilizadas aos nossos acionistas ou em até três meses do encerramento do exercício social, o que ocorrer primeiro, as nossas demonstrações financeiras preparadas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil e, a partir das demonstrações financeiras relativas ao exercício findo, de acordo com IFRS, bem como os relatórios dos administradores, parecer dos auditores independentes registrado na CVM e do conselho fiscal ou órgão equivalente, se houver, acompanhado de eventuais votos dissidentes proposta de orçamento de capital preparada pela administração, se houver, declaração dos diretores de que reviram, discutiram e concordam com as opiniões expressas no parecer dos auditores independentes, informando as razões no caso discordância; e declaração dos diretores de que reviram, discutiram e concordam com as demonstrações financeiras;
- formulário de demonstrações financeiras padronizadas (relatório em modelo padrão contendo informações financeiras relevantes derivadas das demonstrações financeiras);
- edital de convocação da assembléia geral ordinária;
- sumário das decisões tomadas nas assembléias gerais ordinárias, no mesmo dia de sua realização;
- ata da assembléia geral ordinária;
- formulário de informações trimestrais - ITR, acompanhadas de relatório de revisão especial emitido por auditor independente devidamente registrado na CVM;
- formulário de referência, em substituição ao formulário de informações anuais – IAN, totalmente atualizado;
- formulário cadastral;
- comunicado dos administradores, previsto no artigo 133 da Lei das Sociedades por Ações, com prazo de um mês da data marcada para a realização da assembléia geral ordinária ou no mesmo dia de sua publicação;
- todos os documentos que necessários ao exercício do direito de voto nas assembléias gerais ordinárias, na forma estabelecida por norma específica; e

- se for o caso, o relatório de que trata o artigo 68, §1º, alínea “b” da Lei das Sociedades por Ações; Além das informações acima, cabe a nós informar a CVM e à BM&FBovespa sobre:
 - edital de convocação de assembléia geral extraordinária ou especial;
 - sumário das decisões tomadas nas assembléias gerais extraordinárias ou especiais;
 - ata de assembléia extraordinária ou especial, até 10 (dez) dias após a realização da assembléia;
 - acordo de acionistas, quando do arquivamento na sede;
 - comunicação sobre ato ou fato relevante;
 - informação sobre pedido de recuperação judicial ou recuperação extrajudicial, seus fundamentos, demonstrações financeiras especialmente levantadas para obtenção do benefício legal;
 - informação sobre pedido ou confissão de falência;
 - sentença declaratória de falência com indicação do síndico da massa falida;
 - outras informações exigidas pela CVM, no prazo estipulado para tanto;
- Informações exigidas pela BM&FBovespa das companhias listadas no Novo Mercado. Além dos requisitos de divulgação da regulamentação societária e da CVM, devem ser observados também os seguintes requisitos de divulgação previstos no regulamento do Novo Mercado:
- no máximo seis meses após a obtenção de autorização para negociar no Novo Mercado, apresentar demonstrações financeiras e demonstrações consolidadas a serem elaboradas após o término de cada trimestre (excetuado o último trimestre) e de cada exercício social, incluindo a demonstração de fluxo de caixa que deverá indicar, no mínimo, as alterações ocorridas no saldo de caixa e equivalentes de caixa, segregados em fluxos operacionais, financiamentos e investimentos;
 - a partir da divulgação das demonstrações financeiras referentes ao segundo exercício após a obtenção de autorização para negociar os valores mobiliários no Novo Mercado, no máximo, quatro meses após o encerramento do exercício social (i) elaborar demonstrações financeiras ou demonstrações consolidadas, quando aplicável, de acordo com os padrões internacionais US GAAP ou IFRS, em reais ou dólares americanos, que deverão ser divulgadas na íntegra, no idioma inglês, acompanhadas (a) do relatório da administração, (b) das notas explicativas que informem, inclusive, o lucro líquido e o patrimônio líquido apurados ao final do exercício, segundo os princípios contábeis brasileiros e a proposta da destinação do resultado, e (c) do parecer dos auditores independentes;
 - a partir da data de divulgação das primeiras demonstrações financeiras preparadas de acordo com as disposições previstas acima, no máximo 15 (quinze) dias após o prazo estabelecido pela regulamentação para divulgação das informações trimestrais – ITR: (i) apresentar, na íntegra, as informações trimestrais traduzidas para o idioma inglês; ou (ii) apresentar as demonstrações financeiras ou demonstrações consolidadas, quando aplicável, de acordo com um dos padrões internacionais US GAAP ou IFRS, de acordo com as disposições acima, acompanhadas de relatório dos auditores independentes.
- No caso específico dos itens (i) e (v) abaixo no prazo máximo de seis meses após a obtenção da autorização para negociar no Novo Mercado, e nos demais logo após a obtenção da referida autorização, as informações trimestrais, além das informações exigidas pela regulamentação aplicável, deverão conter as seguintes informações:
- (i) balanço patrimonial consolidado, demonstração de resultado consolidado, e comentário de desempenho consolidado, caso obrigados a apresentar demonstrações consolidadas ao fim do exercício social;
 - (ii) posição acionária de todo aquele que detiver mais do que 5% (cinco por cento) do capital social, de forma direta ou indireta, até o nível da pessoa natural;
 - (iii) quantidade e características dos valores mobiliários emitidos de que sejam titulares, direta ou indiretamente, os grupos de acionistas controladores, administradores e os membros do conselho fiscal, de forma consolidada;
 - (iv) evolução da participação dos acionistas controladores, dos membros do conselho de administração, da diretoria e do conselho fiscal em relação aos respectivos valores mobiliários, nos 12 (doze) meses imediatamente anteriores;
 - (v) demonstração de fluxo de caixa, que deverá indicar, no mínimo, as alterações ocorridas no saldo de caixa e equivalentes de caixa, segregados em fluxos operacionais, financiamentos e investimentos;
 - (vi) quantidade de ações emitidas em circulação, conforme definido no regulamento do Novo Mercado e sua porcentagem em relação ao total de ações emitidas; e
 - (vii) existência e vinculação à cláusula compromissória de arbitragem.

- informar à CVM e à BM&FBovespa a ocorrência de qualquer ato ou fato relevante que diga respeito aos negócios da companhia. O objetivo da divulgação de ato ou fato relevante é assegurar aos investidores a disponibilidade, em tempo hábil, de forma eficiente e razoável, das informações necessárias para as suas decisões de investimento, assegurando a melhor simetria possível na disseminação das informações, evitando-se, desta forma, o uso indevido de informações privilegiadas no mercado de valores mobiliários pelas pessoas que a elas tenham acesso, em proveito próprio ou de terceiros, em detrimento dos investidores em geral, do mercado e da própria companhia.

CONSELHO FISCAL

Composição (função não identificada)

O conselho fiscal é de caráter não permanente e será, instalado mediante solicitação dos acionistas, na forma da lei. Nos termos do estatuto social, conselho fiscal, de caráter não permanente, somente será instalado quando por solicitação dos acionistas na forma da Lei das Sociedades por Ações, e será composto por, no mínimo, 3 (três) e, no máximo, 5 (cinco) membros e suplentes em igual número, acionistas ou não, eleitos pela assembléia geral em que for requerido o seu funcionamento.

Atribuições

As atribuições do conselho fiscal serão aquelas atribuídas por lei. Não há parecer do conselho fiscal tendo em vista que o mesmo não se encontra instalado.

Relacionamento

AUDITORIA INDEPENDENTE

Auditor Externo (contratação)

Contratação de empresa de auditoria independente para análise de seus balanços e demonstrativos financeiros;

Parecer da Auditoria (como é tratado)

Após apresentação do relatório da auditoria é feita a análise e discussão da administração sobre a situação financeira e o resultado operacional com opinião dos nossos diretores.

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES

Situações de Conflitos – Identificação (o que é e quem pode denunciar)

O código de conduta tem por objeto o estabelecimento de elevados padrões de conduta e transparência, a serem compulsoriamente observados por (i) acionistas controladores, (ii) acionistas que elegerem membro do conselho de administração da companhia, (iii) administradores, (iv) conselheiros fiscais, (v) integrantes dos demais órgãos com funções técnicas ou consultivas da companhia, (vi) empregados e executivos com acesso a informação relevante, e, ainda, (vii) por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia, nas sociedades controladoras e nas sociedades coligadas, tenha conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante sobre a companhia, a fim de adequar a política interna da companhia ao princípio da transparência e às boas práticas de conduta no uso e divulgação de informações relevantes e na negociação de valores mobiliários da companhia.

Situações de Conflitos – Tratamento

Uso de Informações

Os acionistas controladores, os administradores, os membros do conselho de administração, do conselho fiscal, os empregados e executivos com acesso a informação relevante ou qualquer dos integrantes dos demais órgãos com funções técnicas ou consultivas da companhia ou ainda, quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição nas sociedades controladoras, nas sociedades controladas e nas sociedades coligadas que tenham firmado o termo de adesão, terão o dever de:

- (i) guardar sigilo das informações relativas à ato ou fato relevante às quais tenham acesso privilegiado até sua divulgação ao mercado,
- (ii) zelar para que subordinados e terceiros de sua confiança também o façam, respondendo solidariamente com estes na hipótese de descumprimento do dever de sigilo.

A instrução CVM 358 dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, regulando o seguinte:

- estabelece o conceito de fato relevante, estando incluídos nesta definição qualquer decisão de acionista controlador, deliberação de assembléia geral ou dos órgãos da administração de companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, comercial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos negócios da companhia, que possa influir de modo ponderável na (i) cotação dos valores mobiliários; (ii) decisão de investidores em comprar, vender ou

manter tais valores mobiliários; e (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerente à condição de titulares de valores mobiliários emitidos pela companhia;

Mediação e Arbitragem

Nos termos do estatuto social, os acionistas, os membros do nosso conselho de administração, os membros da nossa diretoria e os membros do conselho fiscal obrigam-se a resolver, por meio de arbitragem, toda e qualquer disputa ou controvérsia que possa surgir relacionada ou oriunda, em especial, da aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos, das disposições contidas na Lei das Sociedades por Ações, no Estatuto Social, nas normas editadas pelo CMN, pelo Banco Central e pela CVM, bem como nas demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral, além daquelas constantes do regulamento do Novo Mercado, do contrato de participação do Novo Mercado e do regulamento de arbitragem da Câmara de Arbitragem do Mercado.

Anexo F2 - BR Malls SA

Documentos Analisados: prospecto, regulamento, atas de assembleia, avisos ao mercado, material publicitário e consulta formal.

PROPRIEDADE

Direito de Propriedade

Direito a voto

Cada ação ordinária confere a seu titular direito a um voto nas deliberações da assembleia geral. A companhia informa que o percentual mínimo de participação no capital social necessário à requisição da adoção do processo de voto múltiplo para a eleição dos membros do conselho de administração é de 5% (cinco por cento).

Regras de Assembleia (convocação e pauta)

Votação em Assembleia

As deliberações da assembleia geral, ressalvadas as exceções previstas em lei e neste estatuto social, serão tomadas por maioria de votos, não se computando os votos em branco.

Art. 10. Sem prejuízo de outras matérias previstas em lei ou neste estatuto social, caberá à assembleia geral:

- deliberar sobre a saída da companhia do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo – BM&FBovespa a qual deverá ser comunicada à Bolsa por escrito, com antecedência prévia de 30 (trinta) dias;
 - escolher, dentre as instituições qualificadas e indicadas em lista tríplice pelo conselho de administração, aquela que será responsável pela preparação do laudo de avaliação das ações da companhia para os fins e efeitos (i) de saída do Novo Mercado e/ou (ii) de cancelamento de registro de companhia aberta; e
 - resolver os casos omissos no presente estatuto social, observadas as disposições da Lei nº 6.404/76.
- As deliberações serão tomadas por maioria de votos, inexistindo voto de qualidade do presidente ou do vice-presidente do conselho de administração.
- desdobramento das ações de emissão da companhia, de modo que cada 1 (uma) atual ação seja desdobrada em 2 (duas) ações, sem modificação do valor do capital social;
 - aumento de capital social da companhia, sem a emissão de novas ações, com a finalidade de capitalizar parte do saldo das reservas de lucros;
 - alteração da redação do *caput* do artigo 5º do estatuto social da companhia, a fim de refletir (a) os aumentos de capital aprovados pelo conselho de administração da companhia; (b) o desdobramento de ações, caso a deliberação constante do item acima seja aprovada; e (c) a capitalização de parte das reservas de lucros da companhia, caso a deliberação constante do item acima seja aprovada;
 - aumento do limite do capital autorizado e a correspondente alteração da redação do *caput* do artigo 6º do estatuto social da companhia; e
 - criação de uma reserva estatutária com a finalidade de garantir recursos para investimentos, com a consequente alteração da redação do parágrafo segundo do artigo 31 do estatuto social da companhia;
 - tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras relativas ao exercício social encerrado;
 - deliberar sobre a destinação do lucro líquido apurado no exercício social findo e a distribuição de dividendos;
 - eleger os membros do conselho de administração da companhia.
 - fixar o montante global da remuneração dos administradores da companhia para o exercício social findo;

Anteriormente a cada assembleia geral ordinária, o conselho de administração deverá fazer uma recomendação sobre a destinação do nosso lucro líquido do exercício social anterior, que será objeto de deliberação por acionistas da companhia.

Equidade no Tratamento

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Composição do Conselho (funções da administradora e gestora)

As reuniões do conselho de administração são convocadas pelo presidente, pelo vice-presidente ou por quaisquer 2 (dois) conselheiros agindo em conjunto, mediante convocação escrita, contendo, além do

local, data e hora da reunião; a ordem do dia. As convocações deverão, sempre que possível, encaminhar as propostas ou documentos a serem discutidos ou apreciados.

Fica dispensada a convocação, tendo em vista a presença da totalidade dos membros do conselho de administração da companhia, nos termos do estatuto social da companhia.

A companhia será administrada por um conselho de administração e por uma diretoria, na forma da lei e deste estatuto social. No mínimo 20% (vinte por cento) dos membros efetivos do conselho de administração deverão ser conselheiros independentes. Compete ao conselho de administração, sem prejuízo das demais competências atribuídas por lei e por este estatuto social:

- fixar a orientação geral dos negócios da companhia;
- aprovar o orçamento anual operacional e o plano de negócios da companhia, bem como quaisquer eventuais alterações dos mesmos;
- atribuir, do montante global da remuneração fixada pela assembléia geral, os honorários mensais a cada um dos membros da administração da companhia, na forma do disposto no art. 12 do presente estatuto social;
- eleger e destituir os diretores e gerentes da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o presente estatuto social;
- fiscalizar a gestão dos diretores;
- propor planos de opção de compra de ações para administradores, empregados, prestadores de serviços, assim como administradores e empregados de outras sociedades que sejam controladas, direta ou indiretamente, pela companhia;
- fixar os critérios gerais de remuneração e as políticas de benefícios dos administradores da companhia e de sociedades controladas, direta ou indiretamente, pela companhia;
- aprovar previamente a implementação ou alteração de plano de incentivo e remuneração de longo-prazo aos empregados da companhia e/ou de sociedades controladas direta ou indiretamente pela companhia;
- convocar a assembléia geral;
- submeter à assembléia geral proposta de alteração deste estatuto social;
- manifestar-se sobre o relatório da administração, as contas da diretoria e as demonstrações financeiras da companhia;
- propor à assembléia geral a destinação do lucro líquido do exercício, observado o disposto neste estatuto social;
- autorizar o levantamento de balanços semestrais ou em períodos menores e a distribuição de dividendos intermediários com base no lucro apurado em tais balanços, observadas as limitações e disposições estatutárias;
- distribuir aos administradores da companhia a sua parcela de participação nos lucros apurados em balanços levantados;
- autorizar qualquer mudança nas políticas contábeis ou de apresentação de relatórios da companhia, exceto se exigido pelos princípios contábeis geralmente aceitos nas jurisdições em que a companhia opera;
- escolher e destituir os auditores independentes da companhia;
- deliberar sobre a emissão de ações ou bônus de subscrição até o limite do capital autorizado, fixando o preço de emissão, forma de subscrição e integralização e outras condições da emissão, definindo ainda se será concedida preferência na subscrição aos acionistas;
- deliberar sobre a emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações e sem garantia real;
- autorizar a emissão de *bonds*, *notes*, *commercial papers* e outros instrumentos utilizados pelo mercado para captação de recursos, podendo deliberar sobre as condições de emissão e resgate;
- aprovar a aquisição, pela companhia, de ações de sua própria emissão para manutenção em tesouraria ou seu cancelamento;
- exceto se previsto no orçamento anual ou no plano de negócios então em vigor, aprovar os negócios ou contratos de qualquer natureza entre, de um lado, a companhia e, de outro, seus acionistas e/ou administradores;
- autorizar previamente: (i) a celebração, pela companhia, de quaisquer contratos, incluindo, exemplificativamente, para a aquisição de participações societárias ou ativos; ou (ii) a concessão, pela companhia, de garantia real ou fidejussória, em favor da própria Companhia, de sociedade por ela controlada ou de terceiros - em quaisquer das hipóteses descritas nos itens (i) ou (ii), em operações das

quais sejam parte a companhia ou qualquer de suas controladas e que sejam contratadas por período superior a 48 (quarenta e oito) meses ou cujo valor supere o maior valor entre determinado ou 10% (dez por cento) do ativo consolidado total da companhia;

- autorizar a aquisição, alienação, transferência, cessão, oneração ou outra forma de disposição, a qualquer título, incluindo conferência ao capital de outra sociedade, de bem do ativo permanente, cujo valor supere o maior valor entre determinado ou 10% (dez por cento) do ativo consolidado total da companhia;

- deliberar sobre a contratação pela companhia de financiamento e empréstimos em valor superior a 10% (dez por cento) do patrimônio líquido da companhia ou de sociedade por ela controlada, apurado no último balanço patrimonial aprovado da respectiva sociedade, por operação isolada;

- fixar o limite de endividamento da companhia;

- deliberar previamente sobre a apresentação, pela companhia, de pedido de falência ou recuperação judicial ou extrajudicial;

- elaborar a lista tríplice de instituições qualificadas a ser apresentada à assembléia geral, no tocante à preparação do laudo de avaliação das ações da companhia para fins de saída do Novo Mercado e/ou cancelamento de registro de companhia aberta;

Relacionamento (supervisão da gestão com outras partes)

A diretoria é o órgão de gestão e representação da companhia, competindo-lhe praticar todos os atos necessários para assegurar seu regular funcionamento.

Compete ao diretor presidente:

- submeter à aprovação do conselho de administração os planos de trabalho e orçamento anuais, os planos de investimento e os novos programas de expansão da companhia e de suas empresas controladas, promovendo a sua execução nos termos aprovados;

- formular as estratégias e diretrizes operacionais da companhia, bem como estabelecer os critérios para a execução das deliberações da assembléia geral e do conselho de administração, com a participação dos demais diretores;

- exercer a supervisão de todas as atividades da companhia;

- orientar, coordenar e superintender as atividades dos demais diretores, convocando e presidindo as reuniões de diretoria;

- exercer as demais atribuições que lhe forem conferidas pelo conselho de administração;

Art. 22. Compete ao diretor de relações com os investidores:

- gerenciar o relacionamento da companhia com seus acionistas, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, a BM&FBovespa e o mercado em geral;

- divulgar aos investidores, à Comissão de Valores Mobiliários - CVM, à BM&FBovespa e a outros mercados em que os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação os atos ou fatos relevantes relacionados aos negócios de interesse da companhia, zelando pela sua ampla e imediata divulgação;

- manter atualizado o registro da companhia, em conformidade com a regulamentação aplicável, prestando as informações necessárias para tanto;

- exercer outras atribuições que lhe forem definidas pelo conselho de administração, auxiliando, sempre que necessário, o diretor presidente e os demais diretores da companhia.

Sem prejuízo de outras atribuições e competências previstas em lei, compete à diretoria gerir a companhia e exercer as atribuições que a assembléia geral, o conselho de administração e este estatuto social lhe conferirem para a prática dos atos necessários ao funcionamento regular da companhia, incumbindo-lhe a administração e gestão dos negócios e atividades da companhia, inclusive:

- conduzir a política geral e de administração da companhia, conforme orientação do conselho de administração;

- executar e coordenar o andamento das atividades normais da companhia, zelando pela observância da Lei, deste estatuto social, das deliberações do conselho de administração e da assembléia geral;

- elaborar e submeter ao conselho de administração o relatório da diretoria e as demonstrações financeiras de cada exercício, acompanhados do relatório dos auditores independentes, bem como a proposta de aplicação dos lucros apurados no exercício anterior;

- elaborar os planos de negócios e orçamento da companhia, anuais ou plurianuais, e submetê-los ao conselho de administração;

- decidir sobre filiais, agências, depósitos, escritórios e quaisquer outros estabelecimentos da companhia no país ou no exterior;
- manter os membros do conselho de administração informados sobre as atividades da companhia e de suas controladas, bem como o andamento de suas operações;
- representar a companhia, ativa e passivamente, em juízo ou fora dele, respeitadas as disposições e limitações previstas neste estatuto social, notadamente aquelas referidas no item acima;
- contratar, transigir, contrair obrigações, renunciar, desistir, celebrar acordos, firmar compromissos, contrair empréstimos e financiamentos, alienar, adquirir, hipotecar, ou, de qualquer modo, onerar bens da companhia, móveis, imóveis e outros direitos; respeitadas as disposições e limitações previstas neste estatuto social, notadamente aquelas referidas no item acima;
- aceitar, sacar, endossar e avalizar documentos cambiais, duplicatas, cheques, notas promissórias e quaisquer outros títulos de créditos que impliquem responsabilidade para a sociedade; respeitadas as disposições e limitações previstas neste estatuto social, notadamente aquelas referidas no item acima;
- abrir, movimentar e encerrar contas bancárias e de investimento;
- exercer outras atribuições legais ou que lhe sejam conferidas pelo conselho de administração e/ou pelo presente estatuto social;

Atribuições do Conselho – Estratégia de Investimento

A companhia tem por objeto: (i) a exploração de shopping centers, de prédios comerciais ou industriais próprios ou de terceiros; (ii) o planejamento econômico e financeiro, desenvolvimento, comercialização, gerenciamento e implantação de shopping centers, de edifícios comerciais e/ou industriais; (iii) a exploração de estacionamentos; (iv) a prestação de serviços de consultoria e assessoria, gestão empresarial, planejamento e atividades correlatas, com relação à shopping centers e/ou empreendimentos comerciais de natureza semelhante; (v) assistência técnica para implantação, organização e funcionamento de empresas industriais, comerciais ou de outras naturezas; e (vi) aquisição, venda e locação de imóveis para a exploração comercial; podendo fazê-lo diretamente ou através de sociedades de cujo capital participe e/ou venha a participar. A companhia tem prazo indeterminado de duração.

Atribuições do Conselho – Captação de Recursos

A companhia possui capital autorizado, podendo aumentar o seu capital social até o limite de 250.000.000 (duzentas e cinquenta milhões) ações, independentemente de reforma estatutária, mediante deliberação do conselho de administração, que fixará o preço e a quantidade de ações a serem emitidas, os termos e condições da emissão, da subscrição, da integralização e da colocação das ações a serem emitidas.

Do lucro líquido do exercício, obtido após a dedução de que trata o parágrafo anterior, destinar-se-á:

- 5% (cinco por cento) para a reserva legal, até atingir 20% (vinte por cento) do capital social integralizado;

- do saldo do lucro líquido do exercício, obtido após a dedução de que trata o parágrafo anterior e da destinação referida no item (a) deste parágrafo segundo do art. 31, e ajustado na forma do artigo 202

da Lei nº 6.404/76, destinar-se-ão 25% (vinte e cinco por cento) para o pagamento de dividendo obrigatório a todos os acionistas.

Parágrafo Terceiro. Atendida a distribuição prevista no parágrafo anterior, o saldo terá a destinação aprovada pela assembléia geral, depois de ouvido o conselho de administração, respeitadas as disposições legais aplicáveis.

REGRAS DE DISTRIBUIÇÃO E DISPERSÃO

Liquidez (percentual mínimo de ações em circulação)

Dispersão (garantia de acesso a todos os investidores)

A companhia pode vir a precisar de capital adicional no futuro, por meio da emissão de valores mobiliários, o que poderá resultar em uma diluição da participação do investidor em suas ações.

GESTÃO

Composição da Gestão (funções da administradora e gestora)

Atribuições da Administradora/ Gestor

Informações (conteúdo e periodicidade)

Ao término de cada exercício social e de cada trimestre civil serão elaboradas as demonstrações financeiras previstas em lei.

O objetivo da divulgação de ato ou fato relevante é assegurar aos investidores a disponibilidade, em tempo hábil, de forma eficiente e razoável, das informações necessárias para as suas decisões de investimento, assegurando a melhor simetria possível na disseminação das informações, evitando-se, desta forma, o uso indevido de informações privilegiadas no mercado de valores mobiliários pelas pessoas que a elas tenham acesso, em proveito próprio ou de terceiros, em detrimento dos investidores em geral, do mercado e da própria companhia.

O diretor de relações com investidores da companhia é responsável pela execução e acompanhamento das políticas de divulgação e uso de informações.

CONSELHO FISCAL

Composição (função não identificada)

Atribuições

A companhia tem um conselho fiscal de funcionamento não permanente, que será instalado a pedido de acionistas na forma da Lei nº 6.404/76, e terá as atribuições, competências, responsabilidades e deveres definidos na referida lei.

Relacionamento

AUDITORIA INDEPENDENTE

Auditor Externo (contratação)

Parecer da Auditoria (como é tratado)

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES

Situações de Conflitos – Identificação (o que é e quem pode denunciar)

O código de conduta tem por objeto o estabelecimento de elevados padrões de conduta e transparência, a serem compulsoriamente observados por (i) acionistas controladores, (ii) acionistas que elegerem membro do conselho de administração da companhia, (iii) administradores, (iv) conselheiros fiscais, (v) integrantes dos demais órgãos com funções técnicas ou consultivas da companhia, (vi) empregados e executivos com acesso a informação relevante, e, ainda, (vii) por quem quer que, em virtude de seu cargo, função ou posição na companhia, nas sociedades controladoras, nas sociedades controladas e nas sociedades coligadas, tenha conhecimento de informação relativa a ato ou fato relevante sobre a companhia, a fim de adequar a política interna da companhia ao princípio da transparência e às boas práticas de conduta no uso e divulgação de informações relevantes e na negociação de valores mobiliários da companhia.

Algumas situações podem sugerir ou gerar um conflito entre interesses pessoais e os da companhia, ou de outros públicos. Deve-se estar atento para evitar e/ou lidar com estas situações de forma imparcial, com foco nos interesses da companhia. Deve-se agir com transparência em tais situações para não por em risco a reputação. Portanto, é necessário não valer-se da posição na companhia para obtenção de favores e/ou benefícios.

Informar as seguintes situações, por e-mail ao comitê de Ética, para análise e autorização:

- qualquer atividade paralela que interfira ou que possa interferir no trabalho ou desempenho do colaborador;
- ser sócio majoritário de algum negócio, mesmo que não participe da gestão / operação;
- ter sociedade em lojas de shoppings;

Declarar-se impedido ou não participar, como também não influenciar qualquer decisão nas seguintes situações:

- no processo de contratação de fornecedores e colaboradores, indicados ou não, que sejam de seu estreito relacionamento;
- no processo de negociação com empresas pertencentes a familiares (pais, irmãos, companheiro(a) e filhos) que sejam clientes da companhia, bem como que possam vir a ser;

Não contratar familiares de nossos colaboradores em 1º grau. Não admitir relação de liderança/subordinação entre colaboradores com relacionamento afetivo ou amoroso.

Situações de Conflitos – Tratamento

Os relatos podem ser anônimos, a quem o desejar, contudo reforçamos a consistência e veracidade das informações relatadas. A companhia conta com um comitê de ética formado pelos diretores da sede, responsáveis pelos departamentos jurídico e gente e gestão. Sendo suas principais responsabilidades:

- análise de situações não previstas no código e definição de como proceder;
- avaliação das situações de descumprimento do Código e decisão da(s) ação(ões) a ser(em) tomada(s);
- Revisão e atualização do Código de Ética.

Uso de Informações

Os negócios são conduzidos visando assegurar os interesses dos acionistas e investidores. Há uma política de divulgação de informações de acordo com as regras do mercado, tais como da (CVM):

- os acionistas e investidores são informados, imediatamente, pelos canais apropriados sobre as principais ações ou decisões;

- reforçamos aos colaboradores a observância e o cumprimento desta política, destacando:

- (i) períodos com restrição para negociação de ações;

- (ii) não se beneficiar de informações privilegiadas para venda ou compra das ações diretamente ou por intermédio de terceiros;

O uso indevido dessas informações é ilegal e pode resultar em sanções administrativas, cíveis e criminais.

Mediação e Arbitragem

Art. 45. A Companhia, seus acionistas, administradores e os membros do conselho fiscal ficam obrigados a resolver, por meio de arbitragem, toda e qualquer disputa ou controvérsia que possa surgir entre eles, relacionada ou oriunda, em especial, da aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos, das disposições contidas na Lei nº 6.404/76, neste estatuto social, nas normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, bem como nas demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de capitais em geral, além daquelas constantes do regulamento de Listagem do Novo Mercado, do contrato de participação no Novo Mercado e do regulamento de Arbitragem da Câmara de Arbitragem do Mercado.