

PEDRO ANTÔNIO CORRÊA BUSBY

**TGAR11 TG ATIVO REAL E A DERROTABILIDADE DA
TRIBUTAÇÃO DOS DIVIDENDOS DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS NO
BRASIL**

CURSO DE DIREITO – UniEVANGÉLICA

2022

PEDRO ANTÔNIO CORRÊA BUSBY

**TGAR11 TG ATIVO REAL E A DERROTABILIDADE DA
TRIBUTAÇÃO DOS DIVIDENDOS DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS NO
BRASIL**

Monografia apresentada ao Núcleo de Trabalho de Curso da UniEvangélica, como exigência parcial para a obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Prof. Dr. Eumar Evangelista de Menezes Júnior.

ANÁPOLIS - 2022

PEDRO ANTÔNIO CORRÊA BUSBY

**TGAR11 TG ATIVO REAL E A DERROTABILIDADE DA
TRIBUTAÇÃO DOS DIVIDENDOS DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS NO
BRASIL**

Anápolis, ____ de _____ de 2022.

Banca Examinadora

AGRADECIMENTOS

A Deus em primeiro lugar por me conceder sabedoria e discernimento para poder chegar até aqui, a minha mãe Dirlene por me dar toda a instrução e educação necessária a minha formação como pessoa, ao Mestre Dr. Prof. Eumar que me acompanhou e aconselhou tão bem durante todo esse período, a Universidade Evangélica que corroborou com a minha formação profissional e me cravou princípios cristãos, ao Diego Siqueira gestor do fundo TGAR11 por abrir as portas do Fundo e mostrar em detalhes tamanha operação, ao Prof. Baroni pelas conversas e referências trocadas, e ao meu mentor e amigo Dr. Fernando Costa, o qual tenho a honra de intitular meu pai profissional sempre mostrando o valor de propósito e trabalho duro alinhado com o longo prazo.

RESUMO

O presente trabalho monográfico versa sobre a tributação dos dividendos recebidos provenientes de Fundos imobiliários, no que se refere ao investidor pessoa física. Apresenta o Fundo Imobiliário TGAR11, logo descreve os atores que estão envolvidos em órbita deste mercado, revelando os impactos de uma possível tributação nos dividendos recebidos. O trabalho tem por objetivo trazer para reflexão a conjuntura dos fundos imobiliários e impactos na cadeia do setor imobiliário como um todo, caso ocorra alterações em sua forma de tributar. Em busca deste aprofundamento fora utilizado como metodologia doutrinas, artigos científicos, dissertações, informações do mercado da bolsa de valores brasileira, leis e relatórios, trazendo assim elucidações que demonstram os possíveis caminhos que o país pode vir a trilhar nos próximos anos. Desta feita, a partir de toda informação buscada e apresentada, resta comprovado que caso seja aprovada a tributação dos dividendos para investidores pessoas físicas, isto atingiria o todo de um complexo mercado, que é o setor imobiliário, constando ainda no presente, o trabalho de relações governamentais dos principais atores do setor para evitar uma possível tributação.

Palavras-chave: Fundos Imobiliários. Tributação. Pessoa Física. Dividendos.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	01
CAPÍTULO I – TGAR 11 FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO TG ATIVO REAL	03
1.1 Fundação e Regulamento.....	03
1.2 Arranjo Societário TGAR 11 TG ATIVO REAL	06
1.3 TGAR 11 em números.....	11
1.4 Performance e Atuação	22
CAPÍTULO II – FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.....	29
2.1 Histórico e Conceito.....	29
2.2 Regulação e Regulamentação.....	30
2.3 Operação	31
2.4 Relação com a CVM	33
2.5 Diagnóstico do setor no Brasil	35
2.6 Relação com o Investidor	37
2.7 IFIX – Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários	39
2.8 Isenção Tributária do Investidor Pessoa Física	41
CAPÍTULO III – DERROTABILIDADE DA TRIBUTAÇÃO DOS DIVIDENDOS DE FUNDOS IMOBILIÁRIOS AO INVESTIDOR PESSOA FÍSICA.....	43
3.1 Tributação atual do Investidor Pessoa Física	43
3.2 Cadeia dos Fundos de Investimento Imobiliário	44
3.3 Projeto de Lei 2337/2021	46
3.4 Atores de Relações Governamentais	47
3.5 (in) Tributação dos dividendos dos Fundos Imobiliários no Brasil.....	50
CONCLUSÃO.....	54
REFERÊNCIAS	57

INTRODUÇÃO

O presente Trabalho de Conclusão de Curso traz de forma clara o que acontece dentro do setor do mercado imobiliário no que é tangido pelos Fundos de Investimentos Imobiliários, apresenta com estatura como é feita a relação entre Fundos Imobiliários e investidor pessoa física nos dias atuais, revelando características desse modelo de investimento, e como o mercado pode ser impactado pela tributação dos dividendos, esvaziando assim os atrativos para investimentos no setor.

Para compreender essa relação direta entre investidor e fundo de investimento imobiliário, o presente destrincha o corpo do Fundo de Investimento Imobiliário TGAR 11 TG ATIVO REAL, com o fulcro de demonstrar o funcionamento desse veículo de investimento, revelando ao leitor características basilares de um Fundo Imobiliário restando ainda demonstrado seus números, métricas e parâmetros para claro entendimento dessa engenharia de investimentos.

Traz com clareza os fundamentos que baseiam os Fundos de Investimentos Imobiliários, marcado por uma linha do tempo, a evolução histórica desse instituto, transparecendo a riqueza de sofisticação que o instituto alcança com as regulamentações e intervenções dos órgãos regulatórios.

Nesta toada, aponta os benefícios alcançados através dos fundos de investimentos, sinalizando o poder da sinergia de recursos que em comunhão denotam para melhores investimentos, sendo então a lógica dos fundos de investimentos. Recursos em comunhão, em prol de um objetivo comum.

Com todas as métricas balizadas neste trabalho, desde a criação desse veículo de investimento, resta claro ao leitor a evolução tanto em termos técnicos, e regulatórios, mas também a crescente exponencial do número de investidores pessoas físicas, que buscaram essa opção devido aos inúmeros benefícios, sendo o maior deles, a isenção do imposto de renda no que se refere aos dividendos pagos pelos fundos de investimentos imobiliários destinados a pessoa física.

Apresentado o veículo, continua com a demonstração neste, o que o país discute quanto ao tema neste momento, a nível de tributação. Sobre, hoje é discutido em Projeto de Lei, uma nova reforma tributária, onde poderá tributar os dividendos recebidos por pessoa física.

Oportunamente, o presente trabalho revela o trabalho de relações governamentais entre os principais atores do mercado imobiliário para evitar que isto ocorra, sinalizando os principais motivos e riscos que tal tributação pode vir a acarretar

CAPÍTULO I – TGAR 11 FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO TG ATIVO REAL

O presente capítulo demonstrará de maneira expositiva o que é o Fundo de Investimento Imobiliário TGAR 11 TG ATIVO REAL, quais as suas principais características e sua trajetória desde a data de sua fundação em 2016 até os dias atuais, através de pesquisa com base na Bolsa de Valores brasileira B3 e materiais de caráter público do próprio TGAR 11.

Será exibido os dados explicitando as informações a respeito da sua formatação societária empresarial, o valor de mercado, ativos adquiridos ao longo dos anos desde a sua criação, o objetivo do Fundo e a performance alcançada pelo investidor cotista.

1.1 Fundação e Regulamento

Fundado nos dias 18 de maio de 2016, levando a denominação 'FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO MONSUABA II', ora constituído sob forma de condomínio fechado, nos termos da instrução CVM nº 472 e da resolução CMN 2.907, por meio de Instrumento de Constituição de Fundo de Investimento devidamente registrado perante o 7º Ofício de Registro de Títulos e Documentos de São Paulo, Estado de São Paulo, sob o nº 1.932.216, 19 de maio de 2016., e inscrito no CNPJ sob o nº 25.032.881/0001-53. Tendo como administradora, INTRADER DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES IMOBILIÁRIOS, instituída na Cidade e Estado de São Paulo, inscrita no CNPJ sob o nº 15.489.568/0001-95.

Estando em funcionamento desde 1º de julho de 2016, e regido pelo 'Regulamento' pela instrução CVM 472/08, pela Lei 8.668, de 25 de junho de 1993, e pelas demais disposições regulamentares que forem aplicáveis.

O seu código de negociação na bolsa de valores brasileira, também denominada B3, é TGAR 11, logo também, inscrito na ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro), sendo classificado como FII Híbrido Gestão Ativa, segmento híbrido.

Tendo sido criado em 2016 para o público alvo investidores profissionais, assim entendido como as pessoas naturais ou jurídicas, residentes ou não residentes, que se enquadrem no conceito de investidor qualificado definido no Artigo 9º Instrução da CVM (Comissão de Valores Imobiliários) nº 539, conforme podemos observar no primeiro Regulamento a partir de sua fundação.

Logo um pouco depois sua fundação tendo alterado o seu viés no público alvo, conforme podemos observar no último regulamento e que atualmente rege o fundo, sendo agora o público de investidores em geral, sejam eles pessoas físicas, pessoas jurídicas, fundos de investimento, ou quaisquer outros veículos de investimento, domiciliados ou com sede, respeitadas eventuais vedações previstas na regulamentação em vigor.

Tendo em sua fundação a política de investimentos de investir preponderantemente em Ativos Imobiliários, no território brasileiro, tendo como responsabilidade pela gestão dos Ativos Imobiliários o Administrador, de acordo com as orientações do Gestor.

O atual Gestor do fundo é a TG CORE ASSET LTDA., inscrita no CNPJ/MF sob o nº 13.194.316/0001-03, com sede estabelecida na cidade de Goiânia, Estado de Goiás, na Rua 72, nº 325, Ed. Trend Office Home, 19º andar, Jardim Goiás, Goiânia, Goiás, CEP: 74.805-480, credenciada e autorizada à prestação de serviços

de administração profissional de carteira de valores mobiliários pela CVM, por meio do Ato Declaratório Executivo ne 13.148 de 11 de julho de 2013.

Os Ativos Imobiliários deste FII, serão adquiridos com finalidades de (i) desenvolver Empreendimentos Imobiliários para posterior alienação de imóveis beneficiados ou ainda (ii) auferir ganhos de capital ao Fundo por meio da venda desses ativos.

Logo, o que está no cerne da fundação é a característica de alavancar, no estrito, seria unir recursos de terceiros com o objetivo fim de empreendimentos no mercado imobiliário que promovam certa rentabilização.

A gestora TG CORE localizada em Goiânia Goiás, encabeçada pelo seu Sócio Administrador Diego Siqueira, implanta através de estudos e análises as diretrizes para compra de ativos pelo fundo TGAR 11, ou seja, ela representa os cotistas, buscando sempre otimizar os recursos empenhados para trazer um retorno financeiro para o investidor.

Neste período de pouco mais de 05 anos, já possui no seu portfólio mais de 170 ativos, quais falaremos a respeito com maior nível de detalhes ao longo do capítulo, apresentando em seu último relatório gerencial, setembro de 2021, 78.836 cotistas.

Tendo como sua identificação visual ou logotipo, a seguinte Imagem 01:



IMAGEM 01 – TGAR 11.
Fonte: Arquivo pessoal.

O TGAR 11 possui a roupagem societária de fundos imobiliários, levando

presente características pertinentes dentro de sua arquitetura jurídica prevista pelos órgãos reguladores.

1.2 Arranjo Societário TGAR 11 TG ATIVO REAL

O modelo conhecido no Brasil como Fundo de Investimento Imobiliário , tem natureza jurídica de condomínio, advém de uma formatação para união de recursos com objetivo fim de investimento no mercado imobiliário, formatação esta, que já era muito utilizada nos Estados Unidos da América - EUA, os afamados *REITS* (*Real State Investment Trust*), que são em muito, semelhantes aos Fundos Imobiliários, onde os investidores compram cotas dentro de uma estrutura para administrar imóveis, no momento tal formatação em solo norte americano já está mais avançada do que no Brasil.

Podemos afirmar que no Brasil a estrutura jurídica veio inspirado do modelo dos *Trusts*, tendo o legislador brasileiro conseguido unir e aplicar institutos para que de certa forma cumprissem com a necessidade do mercado, tendo a Lei 8.668/1993 que dispõe da Constituição e Tributação dos Fundos de Investimento Imobiliário.

A formatação deste veículo de investimento se perfaz conforme regulação, que determina para sua criação uma deliberação de um Administrador, que é uma empresa autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários.

Possuindo natureza de condomínio, muito se discute sobre esta formatação, sendo objeto de discussão entre doutrinadores a respeito da comunhão e da sociedade e a melhor roupagem para este, podemos observar, em caráter de estudos o que descreve Nicole Mattar (2014, p. 137)

Como resultado, concluímos pelo reconhecimento do Fundo de Investimento Imobiliário como uma comunhão de objetivos, e não de objetos, direcionados à criação de uma organização, voltada ao cumprimento de uma finalidade, a manifestada através de um contrato de sociedade.

Característico deste veículo, ele não possui personalidade jurídica, então o FII por si só não é considerado legítimo para alienar ou adquirir imóveis, tendo então a necessidade de figuras jurídicas que possam comparecer perante o Registro Imobiliário para efetuar de fato as aquisições que corresponde a carteira do fundo.

No contexto analisado e com a necessidade de suprir essa ausência da figura jurídica, é que a Lei 8.668/93 buscou remédios para sanar este quesito, e o mais apropriado foi o entendimento de emprestar a personalidade jurídica conforme descreveu Renato Vilela e Leonardo Freitas (2016, p.103)

Para suprir essa ausência de personalidade jurídica, a Lei n. 8.668 buscou inspiração no instituto do Trust do direito anglo-saxônico, assimilando a ideia de “emprestar” a personalidade jurídica de outrem. Para Zelmanovitz (2000, p. 49), os FII nada mais são do que trustes com o objetivo de investir em empreendimentos imobiliários, cujos ativos (patrimônio) ficam gravados como propriedade fiduciária, isto é, como propriedade de que alguém é titular “em confiança” de outro para efeito de administração e com o objetivo de atingir determinado propósito.

Tendo então a necessidade da criação de certas personalidades jurídicas para compor a estrutura do fundo imobiliário, é que neste tópico iremos expor algumas dessas personalidades dentro do TGAR 11.

No TG ATIVO REAL o Fundo será administrado pelo Administrador e a carteira do fundo será gerida pelo Gestor conforme descrito no item 5.1 do próprio regulamento.

No caso específico a personalidade jurídica que tem o papel de Administradora no TG ATIVO REAL é a VÓRTX DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA, que assume então o papel do profissional habilitado exigido pela CVM para gerir recursos alheios.

Ela passa a ter um mandato para gerir esses bens, deixando claro que os bens são transferidos para ela em caráter fiduciário não integrando ao seu patrimônio,

como preceitua a própria Instrução 472 da CVM (Comissão de Valores Imobiliários) Artigo 29. § 2, em hipótese nenhuma conversando com o patrimônio da própria Administradora, tendo então a segurança para os investidores em casos de falência, simplesmente alterarem a Administradora e darem continuidade ao Fundo.

O Administrador 'VÓRTX DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA' tem o caráter de personalidade jurídica para de fato realizar a compra dos bens imóveis, ou recebíveis, e tudo aquilo que é adequado a política de investimento do fundo, sendo uma engrenagem do veículo fundo de investimento imobiliário.

Na prática, o Administrador é o executor assim vamos dizer, além das inúmeras obrigações que estão dispostas no regulamento, tem como principal função a parte Registral dos Ativos Imobiliários, assim como a celebração das negociações imobiliárias, ele assume a personalidade que opera as decisões que são tomadas pelo Gestor.

Como preceitua o próprio regulamento, quem coordena e ordena as diretrizes do fundo representando todos os cotistas, é o GESTOR, que no caso do TGAR 11 é a TG CORE ASSET LTDA que tem como sócio Administrador Diego Siqueira Santos, que dá as diretrizes para o Fundo, através de pesquisas e análises de mercado objetivando a rentabilização para os cotistas.

Entre as diversas obrigações do Gestor, ele assume o papel de "Cabeça" do Fundo, ou seja, é quem identifica, seleciona, avalia, acompanha e orienta o Administrador em todos os negócios pertinentes ao Fundo, acompanha obras em desenvolvimento, coordena estratégias de investimento, busca oportunidades para serem adquiridas, de fato dá as cartas do Fundo.

Perante esta formatação jurídica, tem-se a respeito da remuneração, algumas exigências feitas pelo órgão regulador, e parte de livre composição por Regulamento.

Sobre a remuneração do fundo TG ATIVO REAL, temos algumas figuras

que são remuneradas, porém 03 se destacam, sendo o Quotista, o Administrador, e o Gestor. Pela Comissão de Valores Imobiliários nós temos a especificação de como deve ser a remuneração do Quotista Investidor, e no caso dos demais extrairemos do regulamento o formato de remuneração.

O patrimônio em geral dos Fundos Imobiliários é dividido em cotas que representam uma fração ideal sendo estas nominativas e escriturais, sendo assim o Investidor após adquirir sua cota, se torna “dono” de sua fração passando a partir de então, ter deveres e obrigações, lembrando que não podendo exercer direito real sobre os imóveis e também não respondendo pelas obrigações contratuais do administrador para com os imóveis.

Tendo a natureza de condomínio, os quotistas possuem de forma fracionada parte do todo, tendo assegurado pela Instrução 472 da Comissão de Valores Mobiliários no seu Artigo 10º Parágrafo único que o fundo deverá distribuir a seus quotistas, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral, que normalmente são pagos de forma recorrente e mensal.

Sobre a Taxa de Administração e Taxa de Gestão, segue texto extraído do Capítulo IV do Regulamento do TGAR 11 (2021 p.26) que trata da remuneração.

[...] 6.1. Taxa de Administração. O Fundo pagará, pela prestação de administração, gestão e controladoria de ativos e passivo, nos termos deste Regulamento e em conformidade com a regulamentação vigente, uma remuneração anual, em valor equivalente a 1,50% (um inteiro e cinquenta centésimos por cento) do valor de mercado do Fundo, calculado com base na média diária da cotação de fechamento das cotas de emissão do Fundo no mês anterior ao do pagamento da Taxa de Administração, considerando que as cotas integram índices de mercado cuja metodologia prevê critérios de inclusão que consideram a liquidez das cotas e critérios de ponderação que consideram o volume financeiro das cotas emitidas pelo Fundo, nos termos do artigo 36, inciso I, da Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, como por exemplo, o Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX), observado que será composta da Taxa de Administração Específica e da Taxa de Gestão (em conjunto, a “Taxa de Administração”), da seguinte forma:

(i) Taxa de Administração Específica. Pelos serviços de administração, o Fundo pagará diretamente ao Administrador a remuneração de 0,12% (doze centésimos por cento) do valor de mercado do Fundo

(“Taxa de Administração Específica”), calculado na forma do item 6.1 acima, observado o pagamento mínimo de R\$ 6.000,00 (seis mil reais), durante o 1º trimestre de 2017, R\$ 7.000,00 (sete mil reais), durante o 2º trimestre de 2017, R\$ 8.000,00 (oito mil reais), durante o 3º trimestre de 2017, R\$ 9.000,00 (nove mil reais), durante o 4º trimestre de 2017 e R\$ 9.000,00 (nove mil reais) para os demais meses. O pagamento mínimo deverá ser corrigido anualmente pelo IGP-M/FGV, calculada e provisionada todo Dia Útil à base de 1/252 (um inteiro e duzentos e cinquenta e dois avos). A Taxa de Administração Específica será paga mensalmente, até o 5º (quinto) Dia Útil do mês subsequente, a partir do mês em que ocorrer a primeira integralização de Cotas do Fundo.

(ii) Taxa de Gestão. Pelos serviços de gestão, o Fundo pagará diretamente ao Gestor a remuneração de 1,28% (um inteiro e vinte e oito centésimos por cento) sobre a parcela do Valor de Mercado do Fundo investida em Ativos Imobiliários e Ativos Financeiros Imobiliários, líquido de despesas, excluindo do cálculo a parcela investida em Ativos de Renda Fixa, em relação ao Patrimônio Líquido do Fundo (“Taxa de Gestão”), observado mínimo de R\$ 10.000,00 (dez mil reais). A Taxa de Gestão será paga mensalmente, até o 5º (quinto) Dia Útil do mês subsequente, a partir do mês em que ocorrer a primeira integralização de Cotas do Fundo [...]

Salienta que além destas taxas, outras são cobradas nas figuras da Controladoria, Escriturador, Auditoria Independente, e demais prestadores de serviço, todas elas dispostas no Regulamento.

Além das remunerações estabelecidas e já ditas anteriormente, temos a figura da Taxa de Performance, que pode ser caracterizada e percebida como um bônus para o Gestor, quando desempenha um trabalho acima de determinado índice pré-estabelecido.

Descrito também no regulamento, a taxa de performance do TGAR 11 é calculada da seguinte forma, toda vez que a cota exceder 100% do CDI (índice de desempenho dos Certificados de Depósito Interbancário), é pago ao Gestor 30% dessa diferença.

A título de exemplo, se o CDI em certo ano rendeu 22% e o TGAR 11 rendeu 25% no ano, o fundo excedeu em 3% o benchmark, que acarretaria em 30% de 3%, ou seja, 0,9% como taxa de performance paga diretamente ao Gestor TG CORE.

Visto a formatação jurídica societária específica, o TGAR 11 com o objetivo

de rentabilização do cotista, desde a sua concepção, vem adquirindo ativos imobiliários por diversos estados.

1.3 TGAR 11 em números

Este trabalho tem como um de seus objetivos apresentar o TG Ativo Real FII, de maneira descritiva, apresentando os números obtidos pelo fundo desde sua criação até o momento, para facilitar a compreensão temporal e exemplificação utilizaremos as Lâminas de Monitoramento e Relatórios Gerenciais expedidos pelo próprio fundo, tomando como exemplo o mês de setembro de cada ano, como referência.

Com a finalidade de unir recursos para aquisição de excelentes oportunidades de negócios imobiliários, o TGAR 11 vem fazendo captações por meio de emissão desde a sua fundação em 2016 e alocando em diversos ativos espalhados pelo país. Tendo um crescimento exponencial, o Fundo conta hoje com mais de 75 mil cotistas e um valor de mercado acima de 1 bilhão. No ano de 2016, teve início o TG Ativo Real FII, onde foi feita a primeira aquisição de lotes do Residencial Setor Solange com geração de receita para o fundo, ainda sem muita movimentação, pela limitação de recursos e por ainda não estar listada na B3.

Logo no ano de 2017, o Fundo deu um grande passo, conseguindo a listagem do fundo na bolsa de valores brasileira a B3, onde então o fundo conseguira captar um volume de recursos na importância de + de 37.000.000,00 (trinta e sete milhões de reais) que foram alocados na aquisição do Shopping Paraíso Mega Center, Residencial Jardim Scala e Residencial Jardim Tropical, entre outros.

Neste ano, no mês de setembro, seu Patrimônio Líquido era de R\$ 26.666.018,80. Nota-se que ao observar os caracteres inscritos nos Gráficos 01 e 02 a seguir, a carteira do fundo é composta, seguindo uma Lâmina de Monitoramento, temporal de 2017.

Análise Portfólio

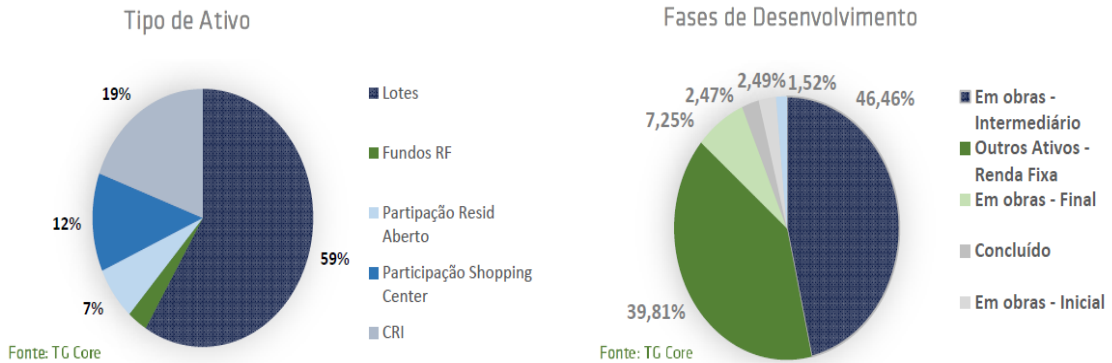


GRÁFICO 01 - TG Ativo Real FII / Lâmina de Monitoramento.
Fonte: (TG ATIVO REAL, 2017).

Composição da Carteira - Ago/17

Ativo	Emissor	Qtde	Investimento	Rating	Taxa (a.a)	Index.	Dt Aquisição	Vcto.	% do PL
CRI SÉRIE 17	FORTESEC	20	2.185.802,88	-	16,25%	IPCA	31/07/2017	20/08/2026	8%
CRI SÉRIE 45	HABITASEC	2	2.435.635,88	BB+	13,00%	IPCA	31/08/2017	20/10/2025	8%
CRI SÉRIE 46	HABITASEC	1	1.130.470,92	BB+	13,00%	IPCA	31/08/2017	20/10/2025	4%

Aquisição de Lotes

Ativo	Empreend.	Local	Investimento Esperado	Investimento Realizado	% Vendas	% Infra	Retorno Alvo (a.a) ¹	% do PL
Lotes	Res. Setor Solange	Trindade GO	R\$ 21.654.822	R\$ 13.945.171	26%	41%	29%	46%
Lotes	Jardim Maria Madalena	Turvânia GO	R\$ 2.500.000	R\$ 2.176.060	13%	90%	18% + IPCA	7%
Lotes	Portal do Lago I e II	Catalão GO	R\$ 700.000	R\$ 740.931	0%	100%	17% + IPCA	2%
Lotes	Res. Nova Canãa	Trindade GO	R\$ 846.000	R\$ 747.142	0%	25%	15% + IPCA	2%

¹ O Retorno Alvo não deve ser considerado como promessa ou garantia de rentabilidade. Todas as previsões aqui tratadas são baseadas em premissas sujeitas a alterações relevantes. Fonte: TG Core

Equity

Ativo	Empreend.	Local	Investimento Esperado	Investimento Realizado	% Vendas	% Infra	Retorno Alvo (a.a) ²	% do PL
Participação Resid Aberto	Jardim Monte Carmelo	Cristalina GO	R\$ 6.171.500	R\$ 565.800	0%	0%	20% + IPCA	2%
Participação Resid Aberto	Res. Jardim Cerrado	Nerópolis GO	R\$ 2.850.000	R\$ 1.407	0%	0%	19% + IPCA	0%
Participação Resid Aberto	Res. Jardim Europa	Formosa GO	R\$ 24.300.000	R\$ 684.133	0%	0%	21% + IPCA	2%
Participação Resid Aberto	Res. São Domingos	Goiânia GO	R\$ 2.600.000	R\$ 548.447	0%	0%	16% + IPCA	2%
Participação Shopping Center	Paraíso Mega Center	Valparaíso GO	R\$ 28.785.000	R\$ 3.628.318	27%	10%	35%	12%
Participação Resid Aberto	Jd Scala e Resid Laguna	Trindade GO	R\$ 10.694.000	R\$ 178.030	98%	20%	16,25% + IPCA	1%
Participação Resid Aberto	Cristal Ville I / Cristal Ville II / Master Ville	Cristalina GO	R\$ 12.661.500	R\$ 93.978	0%	0%	16,25% + IPCA	0%

² O Retorno Alvo não deve ser considerado como promessa ou garantia de rentabilidade. Todas as previsões aqui tratadas são baseadas em premissas sujeitas a alterações relevantes. Fonte: TG Core

GRÁFICO 02 - TG Ativo Real FII / Lâmina de Monitoramento.
Fonte: (TG ATIVO REAL, 2017).

Já no ano de 2018 adquiriu ativos imobiliários performados com vendas e obras já avançadas, como o Residencial Cidade Nova I, Residencial Cidade Nova II, Residencial Valle do Açaí, e Horizonte Flamboyant, entre outros, atingindo então valor de mercado de R\$ 96.112.611,00 (noventa e seis milhões, cento e doze mil e seiscentos e onze reais).

Ano este, que marcou o fundo pois passou a fazer parte da composição do IFIX (Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários), que tem como objetivo indicar, metrificar o desempenho médio das cotações dos fundos imobiliários, formado por uma carteira teórica de ativos, elaborada de acordo com parâmetros estabelecidos pela própria B3. Resta demonstrado como estava alocado o portfólio do Fundo em setembro deste ano, conforme podemos observar os Gráficos 03 e 04 a seguir, seguindo um Relatório Gerencial.

Empreendimento (Performados)	Tipo	Aquisição	Part. SPE (%)	UI Total	UI Lançados	Área Média (m²)	Área Vendável (m²)	Preço Médio (R\$ mil)	VG/ VGL Médio (R\$ mil)	VG/ VGL Lançado (R\$ mil)	VG/ VGL Vendido (R\$ mil)	Retorno Ativo	Vendas:	Obras:
Setor Solange	Receíveis	dez-16	-	790	466	269	212.186	70	55.300	32.620	13.374	19%+IPCA	4%	100%
Jardim Maria Madalena	Receíveis	set-17	-	150	150	201	30.093	55	8.250	8.250	7.920	15%+IPCA	96%	100%
Residencial Nova Canaã	Receíveis	fev-17	-	44	44	260	11.440	60	2.640	2.640	660	16%+IPCA	25%	100%
Portal do Lago	Receíveis	abr-17	-	30	30	256	7.682	70	2.100	2.100	1.197	14%+IPCA	57%	100%
Residencial Park Jardins	Equity	jan-18	50	1.625	1.625	263	427.575	46	74.750	74.750	23.920	22%+IPCA	64%	77%
Residencial Cidade Nova I	Equity	jan-18	50	2.542	2.542	236	599.912	39	99.138	99.138	38.168	22%+IPCA	77%	67%
Cidade Nova II	Equity	jan-18	50	1.713	938	215	201.876	36	61.668	33.768	6.754	20%+IPCA	40%	34%
Paraiso Mega Center	Equity	jul-17	65	1.387	1.387	7	9.608	62	253.882	253.882	92.129	32%	56%	89%
Jardim Scala	Equity	jul-17	99	334	222	259	574.06	72	24.048	15.984	15.033	20%+IPCA	95%	30%
Jardim Tropical	Equity	nov-17	75	295	295	260	76.600	62	18.290	18.290	10.895	26%+IPCA	79%	100%
Residencial Valle do Açai	Equity	abr-18	32	2.842	2.842	211	599.150	38	107.996	107.996	27.215	23%+IPCA	80%	98%
Morro dos Ventos	Equity	ago-17	60	122	122	228	27.845	53	6.466	6.466	3.569	24%+IPCA	92%	34%
Total Empreendimentos Performados				11.874	10.663		2.233.329		714.528	655.884	240.833			

Empreendimento	Tipo	Aquisição	Part. SPE (%)	UI Total	UI Lançados	Área Média (m²)	Área Vendável (m²)	Preço Médio (R\$ mil)	VG/ VGL Médio (R\$ mil)	VG/ VGL Lançado (R\$ mil)	VG/ VGL Vendido (R\$ mil)	Vendas	Obras	
Horizonte Fiamboyant	Equity	mar-16	25	152	152	289	43.888	1100	167.200	167.200	14.212	20%+IPCA	34%	-
Res. Ecológico Araguaia	Equity	dez-17	99	752	0	350	263.200	115	86.480	-	-	25%+IPCA	-	80%
Jardim do Eden	Equity	dez-17	6	1.282	0	212	272.000	42	54.399	-	-	22%+IPCA	-	-
Jardim Europa	Equity	jun-17	49	1.845	0	213	393.426	65	119.925	-	-	22%+IPCA	-	-
Master Ville Juina	Equity	dez-17	61	245	0	325	79.625	130	31.850	-	-	24%+IPCA	-	-
Monte Carmelo	Equity	jun-17	49	441	0	250	114.378	90	39.690	-	-	22%+IPCA	-	-
Cidade Viva	Equity	set-17	59	207	0	218	37440	115	23.805	-	-	22%+IPCA	-	-
Laguna	Equity	jul-17	99	200	0	244	49.201	80	16.000	-	-	22%+IPCA	-	-
Masterville I	Equity	set-17	49	177	0	317	56.157	120	21.240	-	-	24%+IPCA	-	-
Residenciais Cristais	Equity	jul-17	29	2.202	0	401	880.000	80	176.160	-	-	22%+IPCA	-	-
Total Empreendimentos em Lançamento				19.499	152		2.245.473		736.749	167.200	14.212			
TOTAL				31.373	10.815		4.478.802		1.451.277	823.084	255.045			

GRÁFICO 03 - TG Ativo Real FII / Relatório Gerencial.
 Fonte: (TG ATIVO REAL, 2018).

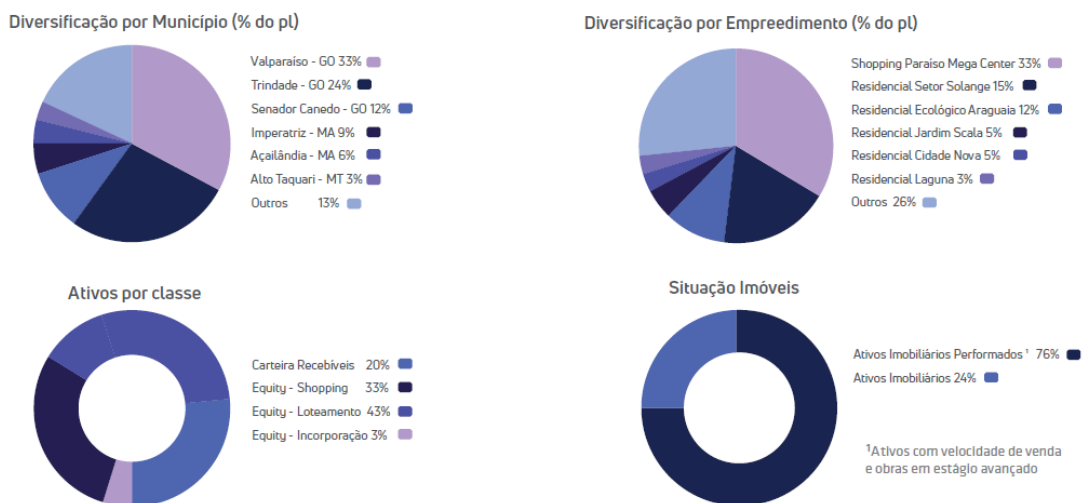


GRÁFICO 04 - TG Ativo Real FII / Relatório Gerencial.
 Fonte: (TG ATIVO REAL, 2018).

Avançando para o ano de 2019, integralizou novos empreendimentos e realizou começou a aquisição de CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários), sendo 5 empreendimentos, e 8 CRI adquiridos, tendo neste ano recorde de negociação em bolsa em julho, expansão da base de cotistas, 5ª e 6ª emissão de cotas, e 7ª emissão de cotas via oferta pública. Com as novas emissões, e novas aquisições do TGAR 11, o fundo passa agora a ter R\$228.075.291,21 (duzentos e vinte e oito milhões e setenta e cinco mil e duzentos e noventa e um reais e vinte e um centavos) de valor de mercado, tendo um aumento substantivo no número de cotistas e no tamanho do patrimônio. Para melhor representar o já descrito, segue informações nos Gráficos 05 e 06 que demonstram como os recursos estavam alocados em setembro do ano de 2019, conforme Relatório Gerencial.

Empreendimento			Indicadores de Solvência			% Vendas		% Obras	
CRI	Localização	PL	Razão FM ¹	Razão SD ²	LTV ³	Previsto	Realizado	Previsto	Realizado
Olimpia - Série 100		0,8%	248% (>130%)	336% (>140%)	30%	95%		100%	
Olimpia - Série 104	Olimpia (SP)	1,9%							
Prestige - Série 185	Foz do Iguaçu (PR)	1,0%	372% (>140%)	388% (>140%)	26%	77%		33%	
Golden Gramado - Série 141	Gramado (RS)	1,8%	268% (>130%)	192% (>130%)	52%	96%		44%	
Terra Nova - Série 182	Macapá (AP)	0,6%	152% (>120%)	168% (>135%)	59%	81%		85%	
CEM - Série 305	Pulverizado	2,3%	284% (>130%)	746% (>130%)	13%	94%		91%	
Gramado TR - Série 208	Gramado (RS)	2,0%	162% (>130%)	209% (>130%)	48%	98%		94%	
Parque dos Girassóis - Série 237	Campo Novo dos Parecis (MT)	1,6%	297% (>125%)	259% (>125%)	39%	47%		26%	
Porto Seguro - Série 56	Porto Seguro (BA)	1,8%	562% (>130%)	1058% (>140%)	9%	95%		56%	
Gramado Parks - Série 203	Gramado (RS)	1,0%	409% (>125%)	810% (>125%)	12%	93%		44%	

Empreendimento			TIR Esperada		Resultado Esperado		% Vendas		% Obras	
Carteira Recebíveis	Localização	% PL	Previsto	Atualizado	Previsto	Atualizado	Previsto	Realizado	Previsto	Realizado
Residencial Setor Solange	Trindade GO	5,2%	1,07%	1,11%	72.438.876	72.755.933	75%	38%	100%	100%
Jardim Maria Madalena	Turvânia GO	1,2%	1,09%	1,36%	9.833.488	10.727.583	100%	91%	100%	100%
Residencial Portal do Lago I e II	Catalão GO	0,3%	0,57%	0,76%	943.197	1.347.082	100%	70%	100%	100%
Residencial Nova Canaã	Trindade GO	0,4%	1,07%	0,96%	3.616.329	3.610.039	68%	34%	100%	100%

Equity	Localização	% PL								
Shopping Paraiso Mega Center	Valparaíso GO	16,01%	2,21%	1,69%	33.775.707	31.980.815	68%	38%	100%	99%
Residencial Ecológico Araguaia	Senador Canedo GO	7,63%	2,50%	2,50%	7.094.750	4.332.128	45%	100%	82%	100%
Residencial Jardim Europa	Formosa GO	9,46%	0,92%	1,30%	51.256.328	76.058.458	40%	86%	15%	15%
Residencial Cidade Nova I	Imperatriz MA	7,95%	1,64%	1,81%	27.273.235	35.719.119	88%	76%	100%	91%
Residencial Cidade Nova II	Imperatriz MA	4,21%	1,44%	1,60%	23.580.605	34.814.477	50%	79%	64%	42%
Residencial Park Jardins	Açailândia MA	3,59%	0,80%	0,71%	18.623.156	22.401.886	74%	62%	90%	43%
Jardim Tropical	Alto Taquari MT	3,01%	1,43%	1,46%	16.357.921	16.838.342	100%	86%	100%	100%
Residencial Valle do Açai	Açailândia MA	2,91%	1,40%	1,46%	27.695.612	27.818.048	90%	84%	100%	99%
Residencial Jardim Scala	Trindade GO	4,83%	0,69%	0,59%	9.264.752	8.824.488	68%	88%	41%	47%
Residencial Laguna	Trindade GO	2,59%	1,06%	1,35%	13.932.892	11.410.869	100%	100%	10%	10%
Residencial Morro dos Ventos	Rosário d'Oeste MT	2,02%	1,23%	1,33%	5.521.192	6.235.856	68%	88%	100%	92%
Horizonte Flamboyant	Goiania GO	1,43%	1,93%	2,56%	5.316.293	3.378.277	40%	44%	2%	5%
Perólas do Tapajós I	Itatuba PA	2,21%	1,38%	1,39%	21.943.279	25.819.287	86%	77%	76%	68%
Residencial Jardim do Eden	Águas Lindas GO	0,43%	1,35%	1,68%	3.452.156	6.370.847	18%	77%	0%	6%
Reserva Pirenópolis	Pirenópolis GO	1,24%	1,67%	1,75%	66.889.900	60.403.655	0%	0%	0%	0%
Residencial Jardim Monte Carmelo	Cristalina GO	0,52%	1,23%	1,11%	15.384.263	20.690.338	0%	0%	0%	0%
Residencial Cidade Viva	Goiania GO	0,48%	1,37%	1,35%	9.323.025	10.151.746	0%	0%	0%	0%
Residencial Cristais	Cristalina GO	0,52%	1,27%	1,31%	123.555.426	129.641.011	0%	0%	0%	0%
Residencial Masterville I	Nerópolis GO	0,35%	1,10%	1,09%	5.893.394	5.811.257	0%	0%	0%	0%
Residencial Masterville Juina	Juina MT	0,58%	1,10%	1,24%	12.139.764	14.094.421	0%	0%	0%	12%
Perólas do Tapajós II	Itatuba PA	0,09%	1,60%	1,58%	44.312.978	42.390.959	0%	0%	0%	0%
Talk Marista	Goiania GO	0,24%	2,58%	2,58%	4.450.468	4.450.468	0%	0%	0%	0%
Varzea Grande Empreendimentos I	Varzea Grande MT	0,28%	1,59%	1,54%	35.821.927	30.226.364	0%	0%	0%	0%
Varzea Grande Empreendimentos II	Varzea Grande MT	0,01%	1,44%	1,47%	21.997.848	18.478.894	0%	0%	0%	0%

GRÁFICO 05 - TG Ativo Real FII / Relatório Gerencial.
Fonte: (TG ATIVO REAL, 2019).

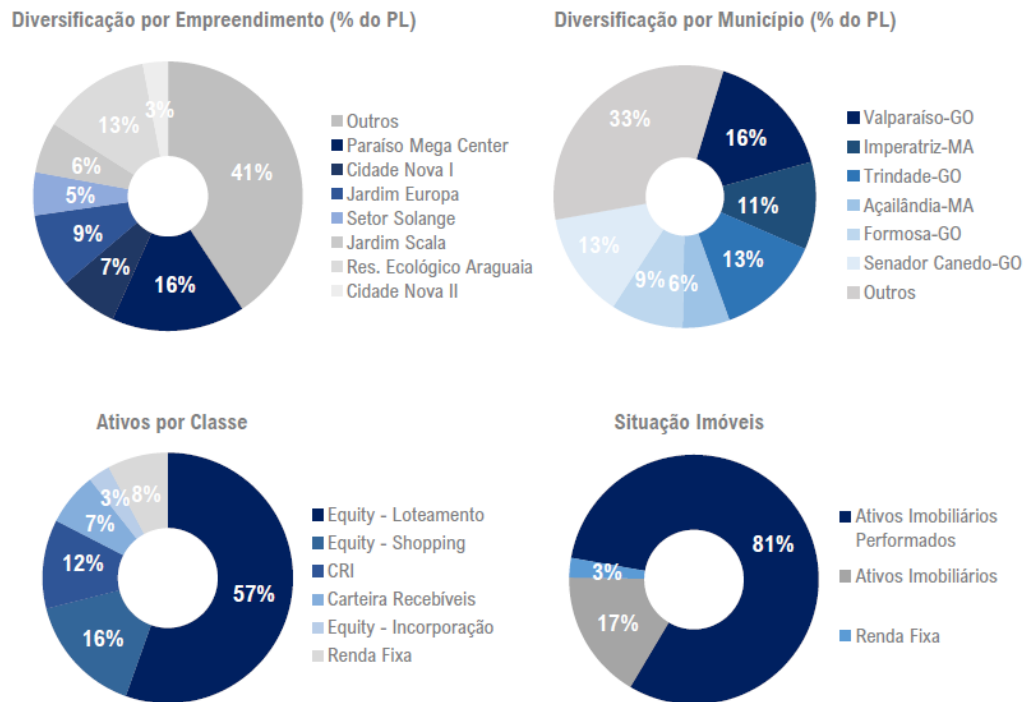


GRÁFICO 06 - TG Ativo Real FII / Relatório Gerencial.
Fonte: (TG ATIVO REAL, 2019).

Seguindo em uma vertente de crescimento, em 2020, integralizou 28 novos ativos, 62 ativos aprovados em comitê, 40.135 novos cotistas do TGAR11, 8ª emissão via oferta pública (ICVM 400) R\$ 291.000.000,00 (duzentos e noventa e um milhões de reais) alocados em 04 (quatro) meses, 9ª emissão via oferta restrita (ICVM 476) R\$ 171.000.000,00 (cento e setenta e um milhões de reais) captados.

Passando então seu valor de mercado para R\$ 778.315.397,40 (setecentos e setenta e oito milhões e trezentos e quinze mil e trezentos e noventa e sete reais e quarenta centavos), estando agora com mais de 70 empreendimentos localizados em 13 estados e mais de 40 municípios. Para facilitar a visualização destes empreendimentos, podemos observar nos Gráficos 07 e 08, conforme Relatório Gerencial, que demonstra os ativos que compõe a carteira do fundo em setembro de 2020, conforme Relatório Gerencial.

ATIVOS IMOBILIÁRIOS POR CLASSE

- CRI
- Equity Loteamento
- Caixa
- Equity Multipropriedade
- Carteira Recebíveis
- Equity Shopping
- Equity Incorporação

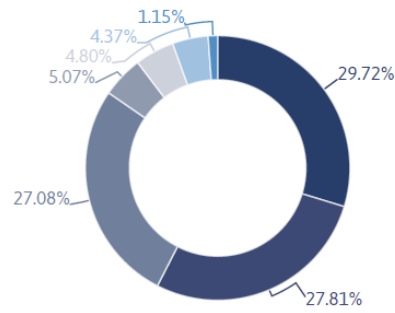


GRÁFICO 07 - TG Ativo Real FII / Relatório Gerencial.
Fonte: (TG ATIVO REAL, 2020).

Nº de ativos	CRI	LOCALIZAÇÃO	TAXA	SUBORDINAÇÃO	PL	INDICADORES DE SOLVENCIA							
						Razão FM ¹	-	Razão SD ²	-	ITV ³	-	% Vendas	% Obras
1	CEM 32 - Série 395 e 398	Puturizado	8,00% + IPCA	Sênior	3,45%	228,0% (-115%)	●	202,0% (-140%)	●	50%	●	96%	100,00%
2	BUONA VITTA - Série 311 e 314	Gramado (RS)	9,50% + IPCA	Sênior	2,88%	559,1% (-120%)	●	445,9% (-120%)	●	22%	●	61%	41,50%
3	Ondas Praia Resort - Série 366	Porto Seguro (BA)	10,55% + IGP-M	Sênior	2,84%	230,7% (-130%)	●	285,7% (-140%)	●	35%	●	97%	71,30%
4	Praias do Lago - Série 280	Caldas Novas (GO)	12,00% + IGP-M	Sênior	2,44%	124,7% (-130%)	●	126,5% (-130%)	●	79%	●	73%	73,10%
5	TERMAS RESORT - Série 457	Gramado (RS)	10,00% + IPCA	Sênior	2,05%	442,1% (-120%)	●	310,0% (-120%)	●	32%	●	89%	99,10%
6	Ferrasa - Série 287 e 291	Olimpia (SP)	12,40% + IGP-M	Sênior	1,82%	326,0% (-130%)	●	262,0% (-130%)	●	38%	●	93%	52,60%
7	Olimpia - Série 365	Olimpia (SP)	13,00% + IPCA	Subordinada	1,77%	190,7% (-130%)	●	157,9% (-140%)	●	63%	●	94%	100,00%
8	Olimpia - Série 364	Olimpia (SP)	8,00% + IPCA	Sênior	1,77%	286,0% (-130%)	●	229,5% (-140%)	●	44%	●	94%	100,00%
9	Golden Gramado - Série 141 a 143	Gramado (RS)	15,00% + IGP-M	Única	1,66%	149,0% (-130%)	●	172,6% (-130%)	●	58%	●	95%	82,30%
10	Cemara II - Série 355	Várzea Paulista (SP)	9,70% + IPCA	Sênior	1,48%	373,6% (-120%)	●	222,4% (-120%)	●	45%	●	95%	35,40%
11	Water Park - Série 241 e 243	São Pedro (SP)	12,00% + IGP-M	Sênior	1,25%	188,9% (-130%)	●	213,5% (-130%)	●	47%	●	70%	38,90%
12	Parque dos Girassóis - Série 237 e 239	Campo Novo Parecis (MT)	14,70% + IGP-M	Subordinada	1,03%	112,5% (-130%)	●	154,7% (-130%)	●	65%	●	61%	72,90%
13	TERMAS RESORT - Série 458	Gramado (RS)	12,00% + IPCA	Mezanino	1,02%	331,4% (-120%)	●	231,1% (-120%)	●	43%	●	89%	99,10%
14	SOLAR DAS ÁGUAS - Série 339	Olimpia (SP)	9,50% + IGP-M	Sênior	0,84%	356,2% (-130%)	●	338,8% (-130%)	●	30%	●	79%	67,60%
15	CEM - Série 305	Puturizado	12,35% + IPCA	Única	0,72%	307,4% (-120%)	●	149,2% (-140%)	●	67%	●	84%	100,00%
16	DOS LAGOS - Série 387	Jequiabá (MG)	7,86% + IPCA	Sênior	0,54%	125,7% (-120%)	●	264,6% (-120%)	●	38%	●	67%	99,50%
17	Gramado TR - Série 208	Gramado (RS)	17,35% + IPCA	Subordinada	0,48%	121,0% (-130%)	●	142,1% (-130%)	●	70%	●	90%	99,00%
18	Quatio - Série 298 e 300	Sorriso (MT)	18,80% + INPC	Subordinada	0,33%	149,4% (-120%)	●	188,7% (-120%)	●	53%	●	100%	99,70%
19	Eve Bella - Série 1	Itumbiara (GO)	16,00% + IPCA	Única	0,28%	N/A	●	159,3% (-130%)	●	63%	●	62%	78,30%
20	Prestige - Série 185	Foz do Iguaçu (PR)	13,68% + IGP-M	Sênior	0,24%	263,6% (-140%)	●	327,9% (-140%)	●	30%	●	69%	100,00%
21	DOS LAGOS - Série 388	Jequiabá (MG)	15,00% + IPCA	Subordinada	0,23%	259,7% (-120%)	●	219,4% (-120%)	●	46%	●	67%	99,50%
22	Fix Urbanismo - Série 36	Porto Nacional (TO)	11,70% + IGP-M	Sênior	0,17%	300,8% (-140%)	●	259,3% (-140%)	●	39%	●	87%	100,00%
23	Gramado Parks - Série 203	Gramado (RS)	12,00% + IGP-M	Única	0,16%	306,0% (-125%)	●	441,0% (-125%)	●	23%	●	95%	96,90%
24	Solaris Flower - Série 383	Teresina (PI)	9,67% + IGP-M	Sênior	0,15%	747,0% (-120%)	●	675,3% (-120%)	●	15%	●	75%	100,00%
25	Urbanes - Série 230	Santa Maria (RS)	11,50% + IGP-M	Sênior	0,11%	302,3% (-125%)	●	326,3% (-115%)	●	31%	●	63%	94,10%
26	Cemara II - Série 356	Várzea Paulista (SP)	15,12% + IPCA	Subordinada	0,01%	319,4% (-120%)	●	199,7% (-120%)	●	50%	●	95%	35,40%
Total						29,72%							

Nº de ativos	Carteira Recebíveis	LOCALIZAÇÃO	% PL	TIR ESPERADA		RESULTADO ESPERADO (R\$)		% VENDAS		% OBRAS					
				PREVISTO	ATUALIZADO	PREVISTO	ATUALIZADO	PREVISTO	REALIZADO	PREVISTO	REALIZADO				
27	Residencial Setor Solange	Trindade GO	3,74%	1,26%	●	0,98%	134.564,214	●	120.040,951	78%	●	22%	100%	●	77%
28	Jardim Maria Madalena	Turvânia GO	0,75%	1,11%	●	1,42%	8.634,594	●	12.385,392	100%	●	99%	100%	●	100%
29	Residencial Nova Canaã	Trindade GO	0,17%	0,96%	●	1,06%	1.681,074	●	3.834,834	100%	●	89%	100%	●	100%
30	Residencial Portal do Lago I e II	Catalão GO	0,14%	0,67%	●	0,93%	941,546	●	2.348,605	100%	●	83%	100%	●	100%
Total				4,80%			145.821,428		138.609,782						

Nº de ativos	Equity - Shopping	LOCALIZAÇÃO	% PL	TIR ESPERADA		RESULTADO ESPERADO (R\$)		% VENDAS		% OBRAS					
				PREVISTO	ATUALIZADO	PREVISTO	ATUALIZADO	PREVISTO	REALIZADO	PREVISTO	REALIZADO				
31	Shopping Paraíso Mega Center	Valparaíso GO	4,37%	2,21%	●	1,59%	33.775,707	●	31.575,707	95%	●	51%	100%	●	100%

Nº de ativos	Equity - Fracionado	LOCALIZAÇÃO	% PL	TIR ESPERADA		RESULTADO ESPERADO (R\$)		% VENDAS		% OBRAS					
				PREVISTO	ATUALIZADO	PREVISTO	ATUALIZADO	PREVISTO	REALIZADO	PREVISTO	REALIZADO				
32	Golden Resort Laghetto	Gramado RS	2,46%	1,13%	●	1,13%	3.763,763	●	4.437,370	96%	●	97%	68%	●	79%
33	Aqualand	Salinópolis PA	1,80%	2,12%	●	2,19%	115.483,123	●	115.483,123	10%	●	10%	2%	●	2%
Total				4,26%			119.246,886		119.920,493						

Nº de ativos	Equity - Loteamento	LOCALIZAÇÃO	% PL	TIR ESPERADA		RESULTADO ESPERADO (R\$)		% VENDAS			% OBRAS	
				PREVISTO	ATUALIZADO	PREVISTO	ATUALIZADO	PREVISTO	REALIZADO	PREVISTO	REALIZADO	
34	Residencial Jardim Europa	Formosa GO	4.56%	1.20%	1.34%	96,288,800	142,853,369	55%	96%	32%	29%	
35	Portal do Sol Green e Garden	Goiânia GO	3.86%	2.10%	2.10%	27,915,802	27,915,802	73%	73%	100%	100%	
36	Pérola do Tapajós I	Itaituba PA	2.66%	1.33%	1.35%	52,420,922	84,082,812	96%	96%	100%	99%	
37	Residencial Cidade Nova I	Imperatriz MA	2.32%	1.57%	1.75%	24,000,256	36,816,675	95%	99%	100%	95%	
38	Residencial Jardim Scala	Trindade GO	2.16%	0.67%	0.59%	12,935,982	11,245,321	89%	98%	75%	89%	
39	Residencial Valle do Açaí	Açailândia MA	1.99%	1.12%	1.51%	29,004,062	37,406,779	87%	82%	100%	99%	
40	Residencial Cidade Nova II	Imperatriz MA	1.94%	1.64%	1.59%	12,560,990	31,228,639	99%	99%	41%	88%	
41	Jardim Tropical	Alto Taquari MT	1.52%	1.43%	1.52%	20,373,770	21,022,005	97%	98%	100%	100%	
42	Residencial Park Jardins	Açailândia MA	1.17%	0.79%	0.98%	25,763,510	37,186,882	70%	99%	59%	58%	
43	Residencial Laguna	Trindade GO	1.16%	0.90%	1.12%	11,883,031	14,739,408	100%	100%	33%	36%	
44	Jardim dos Ipês	Araporã MG	0.91%	1.37%	1.22%	21,052,193	23,276,352	60%	39%	88%	88%	
45	Residencial Masterville Juina	Juina MT	0.91%	1.43%	1.38%	10,341,524	9,831,578	55%	59%	40%	40%	
46	Cidade Viva Campo Verde	Campo Verde MT	0.46%	1.40%	1.28%	12,540,076	22,370,441	70%	98%	4%	7%	
47	Parque Benjamim	Hidrolândia GO	0.36%	1.29%	1.04%	7,542,316	7,538,090	94%	98%	15%	26%	
48	Jardim Céu Azul	Valparaíso GO	0.26%	1.50%	1.48%	1,988,006	1,638,966	56%	20%	0%	0%	
49	Residencial Jardim Monte Carmelo	Cristalina GO	0.24%	0.90%	0.99%	15,865,948	16,427,600	0%	0%	0%	1%	
50	Teriva Campina Grande	Campina Grande PB	0.24%	1.41%	1.41%	4,092,565	4,092,565	68%	59%	13%	13%	
51	Residencial Morro dos Ventos	Rosário d'Oeste MT	0.17%	1.04%	1.41%	5,718,758	7,558,636	100%	93%	100%	100%	
52	Residencial Jardim do Éden	Águas Lindas GO	0.11%	1.45%	1.39%	3,180,418	3,352,919	31%	79%	38%	37%	
Total						395,468,929	486,197,086					

Nº de ativos	Equity - Incorporação	LOCALIZAÇÃO	% PL	TIR ESPERADA		RESULTADO ESPERADO (R\$)		% VENDAS			% OBRAS	
				PREVISTO	ATUALIZADO	PREVISTO	ATUALIZADO	PREVISTO	REALIZADO	PREVISTO	REALIZADO	
53	Vitta Novo Mundo	Goiânia GO	0.53%	2.01%	1.46%	2,092,935	3,795,898	100%	25%	11%	13%	
54	Horizonte Flamboyant	Goiânia GO	0.19%	1.85%	1.74%	5,316,293	4,441,268	63%	52%	23%	34%	
55	Talk Marista	Goiânia GO	0.10%	2.10%	2.44%	4,213,079	3,928,859	51%	26%	0%	0%	
56	Duo Sky Garden	Goiânia GO	0.07%	2.01%	2.11%	2,739,320	2,566,470	34%	80%	0%	0%	
57	Wish Park	São Carlos SP	0.05%	2.23%	2.23%	1,350,722	1,350,722	66%	66%	0%	0%	
58	Kota Bulan	Votuporanga SP	0.00%	1.48%	1.48%	21,067,634	21,067,634	2%	2%	0%	0%	
Total						36,779,983	37,150,851					

Nº de ativos	LANDBANK	LOCALIZAÇÃO	% PL	TIR PROJETADA	RESULTADO ESPERADO	PREVISÃO LANÇAMENTO	TIPO EMPREENDIMENTO
60	Cidade Viva São Domingos	Goiânia GO	0.16%	1.43%	9,679,191	03/21	Loteamento
61	Jardim Gramado	Goiânia GO	0.14%	2.10%	16,026,251	03/21	Incorporação
62	Residencial Masterville I	Nerópolis GO	0.13%	0.62%	5,121,547	05/22	Loteamento
63	Varzea Grande Empreendimentos I	Varzea Grande MT	0.12%	1.35%	23,238,118	11/21	Loteamento
64	Petrolina	Petrolina PE	0.09%	1.43%	54,851,954	11/21	Loteamento
65	Residencial Cristal	Cristalina GO	0.07%	1.35%	39,418,732	05/23	Loteamento
66	Village dos Cristais	Cristalina GO	0.07%	1.40%	12,540,076	05/22	Loteamento
67	Nova Cristalina	Cristalina GO	0.07%	1.34%	43,298,429	05/24	Loteamento
68	Varzea Grande Empreendimentos II	Varzea Grande MT	0.06%	1.33%	25,535,775	03/22	Loteamento
69	Pérola do Tapajós II	Itaituba PA	0.03%	1.44%	53,780,670	03/21	Loteamento
70	Soho Bueno	Goiânia GO	0.02%	3.29%	3,361,102	12/20	Incorporação
71	T-28	Goiânia GO	0.02%	2.12%	2,739,320	04/22	Incorporação
72	Parque da Mata	Hidrolândia GO	0.02%	1.17%	8,329,159	03/21	Loteamento
73	Rua 1.141	Ap. de Goiânia GO	0.02%	1.81%	8,715,270	05/21	Incorporação
74	Residencial Braviello	Sorriso MT	0.01%	1.94%	4,581,609	05/21	Incorporação
75	Serra Dourada	Ap. de Goiânia GO	0.01%	1.47%	4,937,695	11/20	Incorporação
Total					399,854,410		

GRÁFICO 08 - TG Ativo Real FII / Relatório Gerencial.
Fonte: (TG ATIVO REAL, 2020).

Com um aumento do número de investidores em geral, em 2021 houve um crescimento exponencial do tamanho e quantidade de ativos que englobam o TGAR 11.

O seu valor de mercado da última referência de 2020 praticamente dobrou, estando agora em R\$ 1.447.398.972 (um bilhão e quatrocentos e quarenta e sete milhões e trezentos e noventa e oito mil e novecentos e setenta e dois reais), para

tanto, em setembro de 2021 o Fundo já conta com 170 ativos, localizados em 20 estados distribuídos em 103 municípios.

Para facilitar a compreensão de quais são estes ativos, segue abaixo nos Gráficos 09 e 10, conforme Relatório Gerencial, as informações de quais empreendimentos e qual a categoria estão alocados.

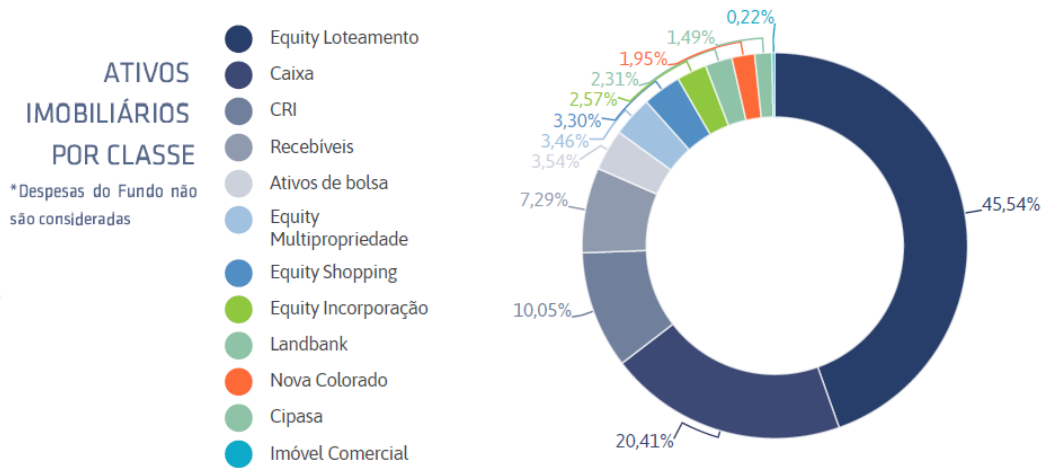


GRÁFICO 09 - TG Ativo Real FII / Relatório Gerencial.
Fonte: (TG ATIVO REAL, 2021).

PORTFÓLIO

Nº de ativos	Ativo	ATIVOS DE CRÉDITO - CRI						INDICADORES DE SOLVÊNCIA						
		LOCALIZAÇÃO	Série	Indicador	Taxa de juros	Subordinação	Valor de mercado	% PL	Razão de Fluxo Mensal	Razão de Solto Devedor	Loan to Value LTV	Duration (anos)	Vencido	Obrat
1	GOLDEN LAGHETTO	Gramado (RS)	438*	IPCA	10,00%	Senior	RS 12.489.956,51	0,85%	N/A	N/A	26,9%	1,7	92,3%	100,0%
2	TERMAS RESORT	Gramado (RS)	457*	IPCA	10,00%	Senior	RS 11.784.136,11	0,81%	272,29% (-120%)	397,27% (-120%)	20,2%	1,6	94,3%	99,8%
3	WATER PARK - SÃO PEDRO	São Pedro (SP)	241* e 243*	IGP-M	12,00%	Única	RS 10.686.328,01	0,73%	99,31% (-130%)	112,64% (-130%)	63,6%	1,6	90,0%	100,0%
4	PINHEIROS	Aparecida de Goiânia (GO)	309*	IPCA	9,00%	Senior	RS 10.584.320,90	0,72%	206,23% (-110%)	164,97% (-130%)	58,4%	2,2	74,4%	74,0%
5	HANEI	São Paulo (SP)	161*, 163* e 165*	IPCA	15,00%	Subordinada	RS 10.136.956,27	0,69%	N/A	188,4% (-110%)	29,8%	4,8	100,0%	100,0%
6	FRANZOINI	Pulverizado (MS&SP)	145*	IPCA	12,68%	Única	RS 10.098.122,73	0,69%	N/A	111,51% (-130%)	39,6%	3,3	86,0%	58,2%
7	OLIMPIA	Olimpia (SP)	364*	IPCA	8,00%	Senior	RS 9.680.515,43	0,66%	207,14% (-130%)	223,67% (-130%)	17,5%	1,7	88,0%	100,0%
8	OLIMPIA	Olimpia (SP)	365*	IPCA	13,00%	Subordinada	RS 9.576.518,93	0,66%	139,81% (-130%)	153,40% (-130%)	25,5%	1,6	88,0%	100,0%
9	CEMARA II	Hortolândia e Várzea Paulista (SP)	355*	IPCA	9,70%	Senior	RS 9.415.096,05	0,64%	164,38% (-120%)	151,56% (-120%)	56,4%	4,4	95,5%	79,9%
10	QUARESMEIRA	Trindade (GO)	191* e 193*	IPCA	11,00%	Senior	RS 9.042.726,93	0,62%	966,53% (-120%)	266,53% (-120%)	25,7%	3,5	51,0%	38,2%
11	SOLAR DAS ÁGUAS	Olimpia (SP)	339*	IGP-M	9,50%	Senior	RS 6.658.971,79	0,46%	366,12% (-130%)	113,81% (-100%)	52,3%	3,3	68,3%	39,1%
12	TERRASSA	Itajaí (SC)	159*	IPCA	12,00%	Única	RS 6.048.758,86	0,41%	N/A	217,00% (-130%)	20,2%	2,4	82,0%	93,6%
13	TERMAS RESORT	Gramado (RS)	458*	IPCA	12,00%	Mezanino	RS 6.033.993,52	0,41%	200,82% (-120%)	279,95% (-120%)	28,6%	1,6	90,0%	100,0%
14	GVI	Gramado (RS)	575* e 576*	IPCA	9,50%	Senior	RS 4.181.300,59	0,29%	816,97% (-110%)	253,41% (-110%)	27,8%	2,7	73,8%	70,5%
15	DOS LAGOS	Jequitibá (MG)	387*	IPCA	7,86%	Senior	RS 3.821.974,53	0,26%	454,83% (-120%)	291,39% (-120%)	22,4%	3,7	86,1%	99,5%
16	EVE BELLA	Itumbiara (GO)	1*	IPCA	16,00%	Única	RS 3.391.285,67	0,23%	N/A	101,99% (-130%)	78,1%	3,8	72,2%	98,4%
17	PINHEIROS	Aparecida de Goiânia (GO)	310*	IPCA	14,00%	Subordinada	RS 2.666.697,29	0,18%	156,20% (-110%)	131,92% (-130%)	73,8%	2,4	81,3%	38,6%
18	URBANES SANTA MARIA	Santa Maria (RS)	523*	IPCA	9,00%	Senior	RS 2.085.146,86	0,14%	277,48% (-115%)	249,17% (-115%)	21,2%	4,1	100,0%	100,0%
19	QUARESMEIRA	Trindade (GO)	192* e 194*	IPCA	13,90%	Subordinada	RS 1.841.451,51	0,13%	761,28% (-120%)	212,95% (-120%)	31,7%	2,5	77,2%	100,0%
20	FIX LAGUNA	Porto Nacional (TO)	519*	IPCA	9,15%	Senior	RS 1.814.948,58	0,12%	N/A	265,91% (-110%)	33,4%	3,3	51,0%	38,2%
21	DOS LAGOS	Jequitibá (MG)	388*	IPCA	15,00%	Subordinada	RS 1.637.816,46	0,11%	272,43% (-120%)	201,77% (-120%)	32,3%	6,6	84,0%	100,0%
22	SOLARIS SUL	Teresina (PI)	547*	IGP-M	10,00%	Senior	RS 1.009.844,34	0,07%	406,76% (-120%)	338,04% (-120%)	18,9%	3,3	86,1%	99,5%
23	UNIÃO DOS LAGOS	Campo Novo do Parecis (MT)	501*	IPCA	8,25%	Senior	RS 960.451,29	0,07%	454,05% (-130%)	429,06% (-130%)	19,3%	3,0	94,6%	100,0%
24	UNIÃO DOS LAGOS	Campo Novo do Parecis (MT)	502*	IPCA	12,08%	Subordinada	RS 570.165,36	0,04%	302,40% (-130%)	296,27% (-130%)	28,0%	4,5	92,3%	100,0%
25	GRAMADO PARKS	Gramado (RS)	203*	IPCA	12,00%	Senior	RS 477.882,70	0,03%	445,03% (-125%)	684,58% (-125%)	11,4%	4,2	92,3%	100,0%
26	CEMARA II	Hortolândia e Várzea Paulista (SP)	356*	IPCA	15,12%	Subordinada	RS 88.063,00	0,01%	144,68% (-120%)	135,8% (-120%)	62,9%	0,8	95,1%	100,0%
Total					11,08%		RS 146.783.430,22	10,05%	320,77%	206,71%	36,36%	2,90	80,82%	83,67%

ATIVOS DE EQUITY - LOTEAMENTOS				TIR ESPERADA		RESULTADO ESPERADO (R\$)		% VENDAS		% OBRAS*					
Nº de ativos	Equity - Loteamento	LOCALIZAÇÃO	% PL	PREVISTO	- ATUALIZADO	PREVISTO	- ATUALIZADO	PREVISTO	- REALIZADO	PREVISTO	REALIZADO				
27	Pêrola do Tapajós	Itaituba PA	6,50%	1,33%	●	1,81%	R\$ 52.420.922	●	R\$ 64.743.518	100%	●	97%	100%	●	99%
28	Residencial Jardim Europa	Formosa GO	5,30%	1,20%	●	1,10%	R\$ 96.288.800	●	R\$ 124.824.303	56%	●	80%	32%	●	69%
29	Residencial Cidade Nova I	Imperatriz MA	4,25%	1,57%	●	1,28%	R\$ 24.000.256	●	R\$ 65.128.967	95%	●	96%	100%	●	100%
30	Portal do Sol Green e Garden	Goiânia GO	3,54%	2,10%	●	2,12%	R\$ 27.915.802	●	R\$ 24.482.697	73%	●	100%	100%	●	100%
31	Residencial Valle do Açaí	Açailândia MA	3,36%	1,12%	●	1,65%	R\$ 29.004.062	●	R\$ 48.532.349	88%	●	82%	100%	●	100%
32	Residencial Park Jardins	Açailândia MA	2,30%	0,79%	●	1,00%	R\$ 25.763.510	●	R\$ 90.352.567	71%	●	86%	59%	●	76%
33	Residencial Cidade Nova II	Imperatriz MA	2,10%	1,64%	●	1,50%	R\$ 12.560.990	●	R\$ 51.018.381	81%	●	91%	41%	●	70%
34	Residencial Jardim Scala	Trindade GO	2,12%	0,67%	●	0,70%	R\$ 12.935.982	●	R\$ 13.714.926	90%	●	96%	75%	●	100%
35	Jardim Tropical	Alto Taquari MT	1,95%	1,43%	●	1,46%	R\$ 20.373.770	●	R\$ 23.964.684	98%	●	92%	100%	●	100%
36	Loteamento Bandeirantes	Curionópolis PA	1,80%	1,90%	●	1,75%	R\$ 9.126.746	●	R\$ 18.881.150	80%	●	90%	100%	●	100%
37	Jardim dos Ipês	Araporã MG	1,70%	1,37%	●	1,01%	R\$ 21.052.193	●	R\$ 29.061.599	62%	●	49%	88%	●	96%
38	Residencial Masterville Juina	Juina MT	1,65%	1,43%	●	1,02%	R\$ 10.341.524	●	R\$ 10.611.138	58%	●	70%	40%	●	76%
39	Jardim Walnzya	Campina Grande PB	1,40%	1,35%	●	1,35%	R\$ 7.594.545	●	R\$ 10.560.692	10%	●	38%	5%	●	13%
40	Residencial Laguna	Trindade GO	1,76%	0,90%	●	1,35%	R\$ 11.883.031	●	R\$ 17.655.941	100%	●	99%	33%	●	95%
41	Residencial Benjamin	Hidrolândia GO	1,60%	1,29%	●	0,92%	R\$ 7.542.316	●	R\$ 7.195.464	94%	●	99%	15%	●	55%
42	Cidade Viva Campo Verde	Campo Verde MT	1,50%	1,40%	●	1,40%	R\$ 12.540.076	●	R\$ 26.134.491	70%	●	84%	4%	●	63%
43	Residencial Morro dos Ventos	Rosário d'Oeste MT	0,80%	1,04%	●	1,26%	R\$ 5.718.758	●	R\$ 7.507.306	100%	●	83%	100%	●	100%
44	Condomínio Teriva Campina Grande	Campina Grande PB	0,75%	1,41%	●	1,47%	R\$ 4.092.565	●	R\$ 5.158.861	76%	●	78%	13%	●	66%
45	Parque da Mata	Hidrolândia GO	0,56%	1,17%	●	1,01%	R\$ 8.329.159	●	R\$ 10.117.853	31%	●	63%	10%	●	26%
46	Esmeralda do Tapajós	Itaituba PA	0,40%	1,44%	●	1,48%	R\$ 53.780.670	●	R\$ 51.650.534	40%	●	65%	1%	●	4%
47	Residencial Jardim do Éden	Águas Lindas GO	0,20%	1,45%	●	1,15%	R\$ 3.180.418	●	R\$ 4.231.953	31%	●	48%	38%	●	37%
Total			45,54%	1,35%		1,40%	R\$ 456.446.095		R\$ 705.529.374	78,80%		86,50%	68,17%		84,38%

ATIVOS DE EQUITY - SHOPPING CENTER				TIR ESPERADA		RESULTADO ESPERADO (R\$)		% LOCADO (ABL)		% LOCADO (contratos)					
Nº de ativos	Empreendimento	LOCALIZAÇÃO	% PL	PREVISTO	- ATUALIZADO	PREVISTO	- ATUALIZADO	PREVISTO	- REALIZADO	PREVISTO	REALIZADO				
48	Brasil Center Shopping	Valparaíso GO	3,14%	2,21%	●	1,59%	33.775.707	●	31.575.707	95%	●	85%	78%	●	65%

Nº de ativos	AÇÃO	TICKER	% PL	Quantidade
49	Alphaville SA	AVLL3	2,21%	1.078.250
50	RBR High Grade	RBR11	0,50%	75.689
51	JS Real Estate Multigestão	JSRE11	0,38%	69.252
52	BTG Pactual Corporate Office Fund	BRCR11	0,27%	57.411
53	Brio Crédito Estruturado	BICE11	0,03%	440
54	Riza Terrax	RZTR11	0,14%	26.645
Total			3,01%	

*Percentual financeiro de obras, não se refere a PoC (ver glosário).

ATIVOS DE EQUITY - LOTEAMENTOS - CIPASA				TIR ESPERADA		RESULTADO ESPERADO (R\$)		% VENDIDO		% OBRAS*						
Nº de ativos	Empreendimento	LOCALIZAÇÃO	% PL	PREVISTO	- ATUALIZADO	PREVISTO	- ATUALIZADO	PREVISTO	- REALIZADO	PREVISTO	REALIZADO					
55	Vivea Nova Camaçari	Camaçari BA	-	1,99%	●	2,30%	72.884.599	●	72.884.599	-	-	54%	●	85%	●	91%
56	Salto 2 (Comerciais)	Salto SP	-	-	-	-	-	-	-	75%	●	88%	100%	●	100%	
57	Parque Pedra Bonita	Jandira SP	-	-	-	-	-	-	-	100%	●	99%	100%	●	100%	
58	Jardim Alvorada Araraquara	Araraquara SP	-	-	-	-	-	-	-	100%	●	100%	100%	●	100%	
59	Alvorá Parauapebas	Parauapebas PA	-	-	-	-	-	-	-	84%	●	98%	100%	●	100%	
60	Reserva Amary	Guarapari ES	-	-	-	-	-	-	-	86%	●	99%	100%	●	100%	
61	Verana Porto Velho	Porto Velho RO	-	-	-	-	-	-	-	96%	●	100%	100%	●	100%	
62	Quinta do Golfe	São José do Rio Preto SP	-	-	-	-	-	-	-	100%	●	100%	100%	●	100%	
63	Portal de Bragança	Bragança Paulista SP	-	-	-	-	-	-	-	100%	●	88%	100%	●	100%	
64	Vivea Rio Grande	Rio Grande RS	-	-	-	-	-	-	-	82%	●	98%	100%	●	100%	
65	Alvorá Nova Iguaçu	Nova Iguaçu RJ	-	-	-	-	-	-	-	94%	●	97%	100%	●	100%	
66	Doca Vitorasso	São José do Rio Preto SP	-	-	-	-	-	-	-	97%	●	47%	100%	●	100%	
67	Alvorá Villaggio	Parauapebas PA	-	-	-	-	-	-	-	12%	●	89%	100%	●	100%	
68	Verana Parque Alvorada	Marília SP	-	-	-	-	-	-	-	80%	●	99%	100%	●	100%	
69	Bosque do Horto	Jundiaí SP	-	-	-	-	-	-	-	97%	●	89%	100%	●	100%	
70	Parque Alvorada Marília	Marília SP	-	-	-	-	-	-	-	90%	●	58%	100%	●	100%	
71	Verana Reserva Imperial	Vitória da Conquista BA	-	-	-	-	-	-	-	55%	●	68%	100%	●	100%	
72	Reserva Central Parque	Salto SP	-	-	-	-	-	-	-	62%	●	95%	100%	●	100%	
73	Bellacittá Mogi das Cruzes	Mogi das Cruzes SP	-	-	-	-	-	-	-	100%	●	91%	100%	●	100%	
74	Verana Cachoeiro	Cachoeira do Itapemirim ES	-	-	-	-	-	-	-	88%	●	98%	100%	●	100%	
75	Colinas do Aruá	Mogi das Cruzes SP	-	-	-	-	-	-	-	100%	●	100%	100%	●	100%	
76	Nova Carmela	Guarulhos SP	-	-	-	-	-	-	-	99%	●	100%	100%	●	100%	
77	Verana Macapá	Macapá AP	-	-	-	-	-	-	-	94%	●	100%	100%	●	100%	
78	Paradis Canoas	Canoas RS	-	-	-	-	-	-	-	94%	●	96%	100%	●	100%	
79	Villa Bela Vista	Piracicaba SP	-	-	-	-	-	-	-	94%	●	97%	100%	●	100%	
80	Reserva Bonsucesso	Pindamonhangaba SP	-	-	-	-	-	-	-	95%	●	100%	100%	●	100%	
81	Residencial São José II	Paulínia SP	-	-	-	-	-	-	-	100%	●	100%	100%	●	100%	
82	Verana São José dos Campos	São José dos Campos SP	-	-	-	-	-	-	-	97%	●	98%	100%	●	99%	
83	Altavis Aldeia	Aldeia SP	-	-	-	-	-	-	-	94%	●	97%	100%	●	100%	
84	Central Parque Salto	Salto SP	-	-	-	-	-	-	-	95%	●	99%	100%	●	100%	
85	Portal de Bragança Horizonte	Bragança Paulista SP	-	-	-	-	-	-	-	99%	●	100%	100%	●	100%	
86	Residencial Itahyê	Santana de Parnaíba SP	-	-	-	-	-	-	-	99%	●	95%	100%	●	100%	

ATIVOS DE EQUITY - INCORPORAÇÕES				TIR ESPERADA		RESULTADO ESPERADO (R\$)		% VENDIDO		% OBRAS*			
Nº de ativos	Empreendimentos	LOCALIZAÇÃO	% PL	PREVISTO	- ATUALIZADO	PREVISTO	- ATUALIZADO	PREVISTO	- REALIZADO	PREVISTO	REALIZADO		
138	Max Serra Dourada	Goiânia GO	0,13%	3,29%	●	2,65%	R\$ 4.937.695	●	R\$ 3.825.918	40%	45%	0%	8%
139	Soho Bueno	Goiânia GO	0,10%	1,30%	●	1,30%	R\$ 3.361.102	●	R\$ 2.471.002	40%	75%	0%	0%
140	Gran Life	Anápolis GO	0,10%	1,81%	●	1,81%	R\$ 61.505.218	●	R\$ 61.505.218	50%	68%	0%	5%
141	Parque dos Ingleses Liverpool	Itu SP	0,07%	1,94%	●	1,94%	R\$ 8.370.503	●	R\$ 7.887.133	17%	31%	0%	0%
142	Parque dos Ingleses Londres	Itu SP	0,03%	1,72%	●	1,72%	R\$ 11.707.410	●	R\$ 9.659.942	30%	22%	0%	0%
143	Petra Living	Sorocaba SP	0,00%	2,18%	●	2,18%	R\$ 1.593.802	●	R\$ 1.593.802	15%	45%	0%	0%
144	Tempus Palme	Goiânia GO	0,00%	2,14%	●	2,14%	R\$ 2.725.889	●	R\$ 2.725.889	15%	30%	0%	0%
145	Tectus Jardim Roma	Xanxerê SC	0,00%	1,74%	●	1,74%	R\$ 5.400.000	●	R\$ 5.400.000	15%	25%	0%	0%
Total			2,57%										

Nº de ativos	LANDBANK	LOCALIZAÇÃO	% PL	TIR PROJETADA	RESULTADO ESPERADO	PREVISÃO LANÇAMENTO	TIPO EMPREENDIMENTO
146	Reserva Pirenópolis	Pirenópolis GO	0,63%	2,13%	R\$ 83.699.512	abr-22	Multipropriedade
147	Jardim Gramado	Goiânia GO	0,47%	2,10%	R\$ 16.026.251	mar-22	Incorporação horizontal
148	Park Bahia	Luis Eduardo Magalhães BA	0,27%	1,47%	R\$ 121.985.700	fev-23	Multipropriedade
149	Campos do Jordão	Campos do Jordão SP	0,17%	2,59%	R\$ 111.266.614	out-21	Multipropriedade
150	Residencial Monte Carmelo	Cristalina GO	0,16%	0,90%	R\$ 15.865.948	ago-22	Loteamento
151	Petrolina	Petrolina PE	0,10%	1,43%	R\$ 54.851.954	set-22	Loteamento
152	Cidade Viva São Domingos	Goiânia GO	0,10%	1,43%	R\$ 9.679.191	mar-22	Loteamento
153	Varzea Grande Empreendimentos II	Varzea Grande MT	0,09%	1,33%	R\$ 25.535.775	mar-22	Loteamento
154	Kota Bulan	Votuporanga SP	0,08%	1,31%	R\$ 21.067.634	dez-22	Loteamento
155	T-28	Goiânia GO	0,07%	2,12%	R\$ 2.739.320	abr-22	Incorporação vertical
156	Varzea Grande Empreendimentos I	Varzea Grande MT	0,06%	1,35%	R\$ 23.238.118	set-22	Loteamento
157	Rua 12-A	Goiânia GO	0,05%	1,77%	R\$ 8.263.933	nov-21	Incorporação vertical
158	Parque Ecológico Araguaia	Frutal MG	0,04%	1,54%	R\$ 31.729.220	dez-21	Loteamento
159	Residencial Masterville I	Nerópolis GO	0,03%	0,62%	R\$ 5.121.547	mai-22	Loteamento
160	Residencial Cristal	Cristalina GO	0,00%	1,35%	R\$ 39.418.732	mai-23	Loteamento
161	Residencial Braviello	Sorriso MT	0,00%	1,60%	R\$ 2.654.844	mai-22	Incorporação horizontal
162	Parque 47	Araguaína TO	0,00%	1,46%	R\$ 26.274.630	set-21	Loteamento
163	Solange Incorporação	Trindade GO	0,00%	2,80%	R\$ 7.055.147	dez-21	Incorporação horizontal
164	Bambui	Goiânia GO	0,00%	2,28%	R\$ 8.451.078	fev-22	Incorporação vertical
165	Chanés	Sao Paulo SP	0,00%	1,80%	R\$ 8.106.459	ago-22	Incorporação vertical
166	Entreverdes	Lorena SP	0,00%	1,61%	R\$ 18.570.120	mar-22	Loteamento
167	Vila dos Passaros	Ap. de Goiânia GO	0,00%	1,15%	R\$ 10.323.388	nov-21	Loteamento
168	Tectus Ecovillage Residence	Toledo SC	0,00%	1,36%	R\$ 17.658.316	fev-22	Incorporação vertical
169	Mamute Cubatão	Cubatão SP	0,00%	2,56%	R\$ 10.249.753	ago-22	Incorporação vertical
170	Tectus Novittá	Chapecó SC	0,00%	1,74%	R\$ 11.741.550	fev/22	Incorporação vertical
Total			2,31%		1,74%	R\$ 691.574.734	

GRÁFICO 10 - TG Ativo Real FII / Relatório Gerencial.
Fonte: (TG ATIVO REAL, 2021).

Com a tese de um fundo de desenvolvimento híbrido, investindo em ativos imobiliários em todo país, tem seu patrimônio alocado de maneira diversificada, como podemos observar na Release de Resultados 3º Trimestre, onde apresenta a Diversificação do PL em setembro de 2021, conforme podemos observar nos Gráficos 11 e 12, dispostos a seguir:

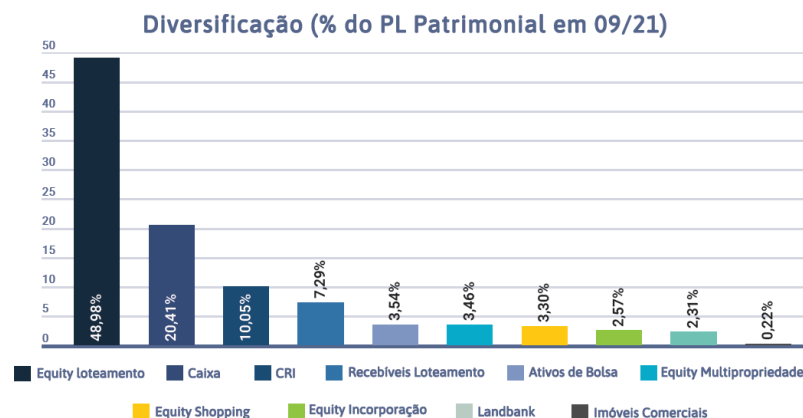


GRÁFICO 11 - TG Ativo Real FII / Release de Resultados 3 Trimestre.
Fonte: (TG ATIVO REAL, 2021).

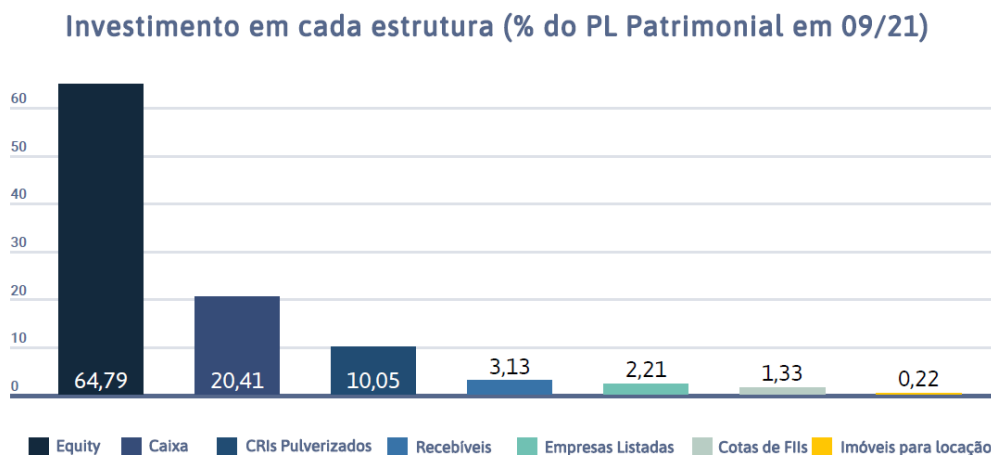


GRÁFICO 12 - TG Ativo Real FII / Release de Resultados 3 Trimestre.
Fonte: (TG ATIVO REAL, 2021).

Neste cenário apresentado, podemos observar o crescimento do Fundo de Investimento Imobiliário TG ATIVO REAL, TGAR 11 desde a sua regularização perante a Comissão de Valores Mobiliários em 2016 e 2017, até os dias atuais em 2021.

1.4 Performance e Atuação

O objetivo do Fundo de Investimento Imobiliário TGAR 11 é proporcionar aos Cotistas a valorização e a rentabilidade de suas Cotas, conforme Política de Investimento definida no Capítulo IV do Regulamento, através de investimentos, de acordo com as funções estabelecidas no próprio regulamento, sendo (i) nos Ativos Imobiliários, e/ou (ii) Ativos Financeiros Imobiliários e/ou (iii) Ativos de Renda Fixa, visando rentabilizar os investimentos efetuados pelos Cotistas mediante pagamento da remuneração advinda da exploração dos Ativos Imobiliários do Fundo, conforme está disposto no próprio regulamento.

Tendo o Fundo investido Atualmente o Fundo investe em seus ativos através das seguintes estruturas: (i) participação societária em empreendimentos imobiliários (equity); (ii) aquisição de CRIs pulverizados; (iii) recebíveis; (iv) participação societária em empresas imobiliárias listadas, em bolsa; (v) imóveis comerciais para aluguel; (vi) aquisição de cotas de outros FIIs conforme descrito na Release de Resultados 3T (2021, p.6).

Por toda instabilidade que o país sofreu ao longo dos anos, é que de maneira cultural foi difundido dois veículos principais de “investimentos”, em primeiro lugar disparado está a caderneta de poupança, e em segundo plano o investimento em imóveis.

Para exemplificar essa relação, apresentamos uma pesquisa realizada pela ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro) no ano de 2020 onde foram entrevistadas mais de 3.000 pessoas, sobre qual tipo de investimento que as mesmas conheciam, como podemos observar abaixo, no Gráfico 13, extraído da Revista Raio X do Investidor.



GRÁFICO 13 - ANBIMA / Raio X do Investidor.
Fonte: (ANBIMA, 2021).

No que tange aos imóveis, foi muito difundido por ser o instrumento mais seguro em tempo de caos, e instabilidade. Por exemplo nossos avós, pais, sempre utilizaram de jargões como “quem compra terra não erra”.

Isso aconteceu devido ser um bem de garantia real, onde era mais difícil ser retirado do patrimônio de alguém, e comprovando ao longo do tempo que sim, era um ativo que estava sempre a se valorizar no contexto geral, por se tratar de um bem

finito, assim como o ouro, ou seja, chega certo momento não tem como ser emitido novos espaços físicos, o que já tinha de ser produzido já está lá, o que pode mudar é maneira de explorar o mercado, seja verticalizando, ou locando.

Ocorre que pela valorização dos imóveis no âmbito geral, foi dificultando o acesso a esse tipo de investimento. De maneira bem prática, certa pessoa física tem que juntar uma grande quantia de capital para comprar um bem imóvel, ou conseguir um financiamento junto à uma instituição financeira seja para conseguir realizar o sonho de ter a casa própria ou para comprar como investimento um lote, uma fazenda, um prédio comercial, ou galpão logístico.

Nisto é que surge a figura dos Fundos de Investimentos Imobiliários, qual falaremos mais no Capítulo II, mas que tem o intuito de unir o capital de diversas pessoas, e executar excelentes investimentos imobiliários, tendo uma rentabilização e remuneração melhor do que o dinheiro de cada um sendo aplicado diretamente em algum imóvel.

Para facilitar a compreensão o TGAR 11, conforme relatório gerencial apresentado no mês de setembro de 2021, possui como Patrimônio Líquido a importância de R\$ 1.461.093.085 (um bilhão e quatrocentos e sessenta e um milhões e noventa e três mil e oitenta e cinco reais), alocados em mais de 170 ativos, conforme podemos acompanhar nos documentos públicos do fundo (TGAR 11, 2021).

Esse recurso é proveniente de 78.836 (setenta e oito mil e oitocentos e trinta e seis) cotistas (TGAR, 2021) que acreditam na política do fundo, e compram cotas desse grande bolo que tem ativos espalhados por todo o país na expectativa desse recurso ser administrado e pagar “dividendos” para elas por mês.

De maneira bem simples, com pouco mais de R\$ 100,00 (cem reais) qualquer pessoa apta a investir na bolsa de valores pode adquirir uma cota do TGAR

11, e a partir de então começar a receber pelos lucros obtidos do fundo através de todo o portfólio, passando também a se tornar dona de parte deste patrimônio, tanto a remuneração quanto a fracionalidade proporcional a cota comprada.

Apresentaremos agora os dados reais do TGAR 11 – TG ATIVO REAL, desde a sua concepção, através de um site de busca que relaciona diretamente as informações da Bolsa de Valores do Brasil (B3) – Sítio (<https://www.fundsexplorer.com.br/funds/tgar11>).

A cotação consultada hoje dia 12.11.201 para aquisição de uma cota do TGAR 11 está em R\$ 115,47, (FUNDS EXPLORER, 2021) ou seja, significa que com esta quantia, qualquer pessoa pode comprar uma cota, e obter os rendimentos em cima de todo o portfólio do fundo, sendo dona também de sua cota parte.

Abaixo, no Gráfico 14 demonstra toda a cotação do TGAR 11, ao longo de toda a sua existência enquanto cotado na B3 (FUNDS EXPLORER, 2021):



GRÁFICO 14 – FUNDS EXPLORER / Cotações do TGAR 11.
Fonte: (FUNDS EXPLORER, 2021).

A rentabilidade paga pelo fundo no último mês, outubro de 2021, foi de R\$ 1,20 por cota, ou seja, a cada cota comprada de R\$ 115,47 (preço cotado em 12 nov

2021) o cotista recebeu R\$ 1,20 (FUNDS EXPLORER, 2021). Caso um investidor tivesse 10 cotas teria recebido R\$ 12,00; caso tivesse 100 cotas teria recebido R\$ 120 reais, e assim sucessivamente, lembrando que os pagamentos são feitos de maneira recorrente e mensal e isentos de imposto de renda.

Podemos ver abaixo, no Gráfico 15, os dividendos pagos pelo TGAR 11, desde a sua concepção (FUNDS EXPLORER, 2021).

Dividendos do TGAR11

Proventos	Último	3 meses	6 meses	12 meses	Desde o IPO
Retorno por cota	R\$ 1,2000	R\$ 3,4100	R\$ 6,7600	R\$ 14,1500	R\$ 49,9100
Em relação ao valor de cota atual	108%	3,06%	6,06%	12,69%	44,76%

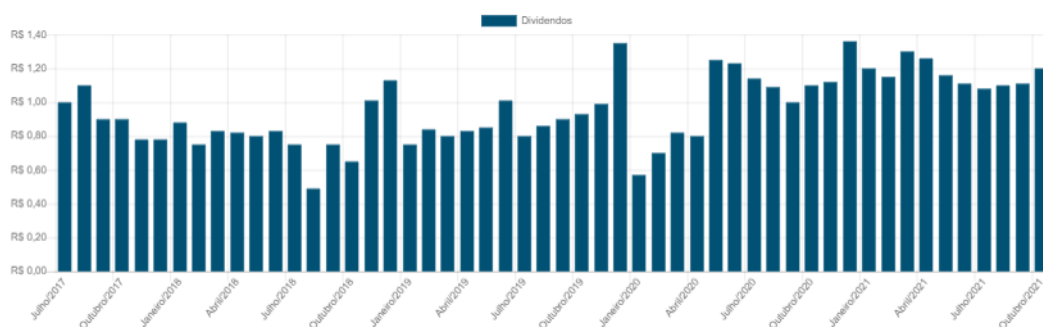


GRÁFICO 15 – FUNDS EXPLORER / Dividendos do TGAR 11.
Fonte: (FUNDS EXPLORER, 2021).

Neste plano e perspectiva, o presente estudo demonstra que com um baixo capital é possível investir em imóveis através do veículo dos fundos imobiliários.

O último relatório gerencial apresentado em setembro de 2021, nos traz uma informação importante, de que os lucros auferidos este mês foram de R\$ 14,57 milhões. Sendo receita R\$ 17,24 milhões e despesas R\$ 2,68 milhões. Tendo então cada cotista parte deste lucro auferido (TGAR 11, 2021).

Analisando hipoteticamente o TGAR 11, e salientando que esta não é uma recomendação de investimento, mas apenas um estudo, considera-se que certa

pessoa física possua 2.000 cotas do fundo, o que teria custado na cotação atual R\$ 230.940,00 (duzentos e trinta mil e novecentos e quarenta reais), e que no mês de outubro o fundo pagou R\$ 1,20 por cota, temos que essa pessoa física teria recebido a importância de R\$ 2.400,00 (dois mil e quatrocentos reais) isentos de imposto de renda.

Ou seja, a pessoa que falamos hipoteticamente, além de ter o seu patrimônio totalmente diversificado em mais de 170 ativos imobiliários do fundo, teria também rentabilizado R\$ 2.400,00 no mês de outubro, além de estar sujeita a variações que podem valorizar ainda mais as suas cotas, passando a ter um valor patrimonial maior, salienta-se que pode ser uma variação para menos, dependendo de inúmeros fatores.

Em resumo, o TGAR 11 traz oportunidades de investimento no mercado imobiliário, através do veículo dos Fundos de Investimentos Imobiliários permitindo pessoas comuns com uma quantia de pouco mais de R\$ 100,00 (cem reais) ser remunerada por isso. A pessoa que está determinada a investir no segmento imobiliário, não precisa mais juntar toda a quantidade de capital que um bem imóvel exigiria ou tomar juros para suprir tal quantia, basta ela aportar a quantidade necessária conforme suas convicções de investimento.

CAPÍTULO II – FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

Esse capítulo irá expor o veículo de investimento Fundo Imobiliário (FII) no Brasil, demonstrando o seu contexto de surgimento histórico, mediante uma necessidade e oportunidade em desenvolver o mercado imobiliário.

Ficará explícito a formatação deste veículo, apresentando de forma clara os institutos jurídicos que regulam e regulamentam o setor por meio de Legislações e demais instrumentos jurídicos.

Restará demonstrado como funciona o mercado de Fundos Imobiliários FII's desde a captação de recursos, até chegar no produto imobiliário de fato, ilustrando sua órbita de maneira exemplificada composta por atores regulatórios, empreendedores e investidores.

2.1 Histórico e Conceito

De forma cultural, o brasileiro sempre acreditou que investir em imóveis é uma excelente forma de acumular patrimônio e ter o seu dinheiro de certa forma investido, percebe-se isso com os próprios jargões populares como “quem compra terra não erra”, em 2021 a ANBIMA realizou uma pesquisa (RAIO X DO INVESTIDOR 2021, p.18) e ainda imóveis continua sendo a segunda opção que o brasileiro mais conhece como opção de investimento.

Porém no século passado ainda havia uma barreira quanto à investir em

imóveis, sendo a única forma de investir em ativos reais era por meio da compra direta. Logo na década de 60 o mercado de capitais começou a se desenvolver estruturando toda uma teia regulatória, tendo o início marcado pela criação do Conselho Monetário Nacional (CMN) e do Banco Central através da Lei nº 4.595/64, acompanhado do desenvolvimento do mercado de capitais com a Lei nº 4.728/65, cada vez mais evoluindo os instrumentos que possibilitassem o investidor em alocar o capital de maneira mais sofisticada (HIRANO, 2018).

Com o avanço do mercado de capitais, surge no Brasil o veículo do Fundo de Investimento Imobiliário com a criação da Lei nº 8.868/93 que irá dispor sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliários, passando a existir no papel, mas ainda crescendo de forma tímida devido a falta de instrumentos regulatórios que trouxessem segurança para o investidor e para o empreendedor nessa operação.

Considerando essa vontade de investir em imóveis adjunto da dificuldade de ter grande quantia de recursos financeiros, pois o valor inicial do investimento era o próprio valor do imóvel, o fundo de investimento imobiliário surge como o veículo que possibilita o acesso do pequeno investidor ao mercado imobiliário, por uma quantia muito menor, possibilitando ainda uma participação simultânea em diversos imóveis (SCOLESE, 2016).

Os Fundos de Investimentos Imobiliários trata-se da comunhão de recursos financeiros aplicados diretamente em empreendimentos imobiliários concluídos ou em andamento, que podem ser de vários setores, como imóveis comerciais, habitacionais, logísticos, hospitalares entre outros, que visam obter retorno financeiro para os investidores (MENDES, 2018).

Após a figura dos Fundos de Investimentos Imobiliários ser constituída, se faz necessário a organização de como irá dispor e funcionar esse veículo de investimento tão importante, de forma que assegure ao investidor a transparência e

responsabilidade com o capital investido, configurando a necessidade de regular e estabelecer parâmetros para o segmento.

2.2 Regulação e Regulamentação

Tendo a figura dos Fundos de Investimento Imobiliário sendo instituída a partir de 1993, caminhou a passos lentos a utilização do instituto devido a falta de regulação, o que trazia certa insegurança jurídica, tendo apresentado uma evolução apenas quando instituído a Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários CVM 472 em 2008 onde está regulamentado o setor e outros instrumentos jurídicos.

Para entender melhor o lapso temporal dessa regulamentação Rafael Berger Frade (2015, p. 17) traz que, em 1997, foi criada a Lei Federal nº 9.514 que cria o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), que trouxe alguns importantes institutos que somaram a estrutura dos fundos imobiliários, alguns como alienação fiduciária de imóveis, a securitização imobiliária, e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI).

No ano de 1999, é sancionado a Lei nº 9.779 que define regras para distribuição de rendimentos e ganhos de capital para os Fundos Imobiliários.

Logo, em 2004, um marco importante que começou a gerar o fomento do setor foi a criação da Lei nº 11.033, que isenta o imposto de renda para investidores pessoa física em Certificados de recebíveis imobiliários, letras de crédito imobiliário, e letras hipotecárias e em sequência foi instituída a Lei nº 11.196 no ano de 2005 que isenta os rendimentos distribuídos por fundos imobiliários.

E o marco mais importante nessa regulamentação acontece no ano de 2008 com a Instrução Normativa 472 da CVM (Comissão de Valores Imobiliários) que traz diretamente como funcionaria os veículos de Fundos de Investimentos Imobiliários, e para acompanhar as leis anteriores que trabalhavam no fomento, em

2009 é sancionada a Lei nº 12.024 que isenta o imposto de renda na fonte dos rendimentos obtidos pelos Fundos de Investimentos Imobiliários em aplicações de certificados de recebíveis imobiliários, letras hipotecárias, e letras de câmbio imobiliário.

Com os pontos mais ajustados sobre o funcionamento do instituto fica estabelecido essa organização de forma mais clara de como os envolvidos deverão atuar.

2.3 Operação

A cadeia dos Fundos de Investimento Imobiliário está organizada com alguns players que fazem parte de forma organizada desse veículo que permite potencializar o recurso financeiro de forma a convergir os interesses para melhor exploração e rentabilidade.

Uma explicação dessa órbita é apresentada por José Victor de Souza Barreto (2016, p. 13), conforme podemos observar no texto abaixo.

[...] Os FIs devem ser obrigatoriamente administrados por uma instituição financeira, a qual se torna proprietária fiduciária dos bens integrantes do patrimônio do fundo, que são divididos em cotas e distribuídos aos seus investidores (cotistas) através de oferta pública.

Constituídos sob o modelo de condomínio fechado, a instituição financeira administradora realiza um IPO (Initial Public Offering – Oferta Pública Inicial) onde faz a captação dos recursos dos investidores, emite e distribui certo número de cotas de maneira proporcional aos investidores. Sendo cada cota uma representação de parte daquele fundo imobiliário (MENDES, 2018).

A administradora deverá ser autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários, sendo uma instituição financeira, que em regra deverá ser alguma destas personalidades, 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, conforme preceitua os artigos 4º e 5º da Lei nº 8.668/93.

A administradora representa a figura legal de operacionalização do fundo, ou seja, propõe a assumir a personalidade jurídica para realizar as negociações imobiliárias em todo âmbito, possuindo um mandato para gerir estes bens. Sendo então o braço executor de todo o fundo de investimento imobiliário, principalmente na parte registral, onde em determinada compra de bens imóveis estes fixam no patrimônio da administradora em caráter fiduciário, não confundindo com o patrimônio da mesma, conforme estabelecido nos artigos 6º e 7º da Lei nº 8.668/93.

Em alguns fundos tem a figura do gestor que detém a função de tomar as diretrizes e decisões de investimento do fundo imobiliário, normalmente através de pesquisas e análises que objetivam a rentabilização do cotista, podendo essa função ser exercida pelo próprio administrador. Esta personalidade tem o cunho de acompanhar o portfólio, decidir novas aquisições e coordenar as estratégias que serão adotadas pelo fundo (MENDES, 2018).

Esses recursos angariados para o fundo de investimento imobiliário por meio de cotas distribuídas devem obrigatoriamente serem investidos em empreendimentos imobiliários e conforme estabelecido na Lei nº 8.668/93 em seu artigo 10º, em no mínimo 95% dos retornos obtidos, devem ser distribuídos aos investidores cotistas.

De maneira prática e em síntese várias pessoas compram um 'pedacinho' de um fundo imobiliário através de uma oferta pública, e este recurso vai para a tutela de uma administradora onde conforme sua política de investimentos prevista em regulamento irá dispor desse recurso em empreendimentos imobiliários, e os lucros auferidos serão distribuídos proporcionalmente.

Por ter arquitetura de negócio de certa forma sofisticada e envolvendo valores mobiliários, necessita de transparente relação com o Órgão fiscalizador e regulamentador, de forma que possa trazer segurança para o cotista.

2.4 Relação com a CVM

A Comissão de Valores Mobiliários, Autarquia Federal de Regime Especial, com Natureza de Agência Reguladora (Lei nº 6.385/1976), vinculada ao Ministério da Economia do Brasil, em sua Instrução 472 de 2008, dispõe sobre a constituição, administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário.

Nesta, dita o legislador brasileiro que para ser constituído o fundo, deverá ser submetido a CVM, para autorização e funcionamento, seguindo algumas regras funcionais, que garantem um certo nível de transparência e segurança para com os investidores (BRASIL, 1976).

Todo fundo de investimento imobiliário deverá dispor de um 'Regulamento' conforme artigo 4º II da Instrução Normativa 472 Comissão de Valores Mobiliários que deverá obedecer a algumas regras e conter informações obrigatórias estipuladas pela própria instrução. Essa regulação realizada pela CVM em cima de todo o mercado de capitais buscando trazer clareza e transparência instituindo normas e caminhos a serem seguidos para o objetivo de governança corporativa. Sendo esta um conjunto de políticas, métodos, processos internos, que regulam a maneira como as empresas são geridas e administradas. Em documento entabulado pela CVM (2002 p. 2) ela explicita o que é Governança Corporativa e demonstra o seu objetivo.

[...] Governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

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.

Dos benefícios que o mercado e setor ganham com o compliance e governança corporativa Fernanda Maria Ferreira (2011, p. 62) aponta que são inúmeros, tanto para os investidores, empresas e todo o mercado acionário. Para os investidores podem ser identificados benefícios como maior precisão na precificação de ações, melhora no acompanhamento e fiscalização, maior segurança no direito societário e riscos como um todo. Já para as empresas é possível identificar uma 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 e recurso na capitalização de empresas.

Hoje as práticas de governança geram benefícios para todos os envolvidos, originário do inglês *to comply* que significa agir de acordo com uma ordem, um conjunto de regras e políticas surge o termo *compliance* que institui métodos de trabalho que só tem ganhos a todos enredados.

No contexto dos Fundos de Investimentos Imobiliários, as práticas mais relevantes no que tange a governança são transparência na gestão, equidade de tratamento e prestação de contas, que de maneira esmerada consegue mostrar para os investidores quase que de maneira cristalina o que acontece no mercado (FERREIRA, 2011).

No Brasil existe o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa IBGC, que visa ser o guardião dessas boas práticas, acompanhando o que acontece no cenário global, onde as empresas estão cada vez mais adotando o *compliance* como regra.

Essas boas práticas aplicadas e exigidas pela Comissão de Valores

Mobiliários, faz o setor dos fundos de investimento imobiliário ganhar vários adeptos que reconhecem essa transparência, tendo então um crescimento do número de fundos imobiliários, emissões de cotas, e cotistas no cenário brasileiro.

2.5 Diagnóstico do setor no Brasil

Os fundos imobiliários no Brasil se subdividem em duas categorias que derivam para outras, estas elencadas conforme Mandato ou Tipo de Gestão (ANBIMA, 2015).

Na categoria de mandato, fica especificado 5 (cinco) possibilidades, sendo elas Fundos de Investimento Imobiliário de Desenvolvimento para Renda, Desenvolvimento para Venda, de Renda, de Títulos e Valores Mobiliários e Híbrido, na categoria de tipo de gestão, classifica-se como Gestão Passiva ou Ativa.

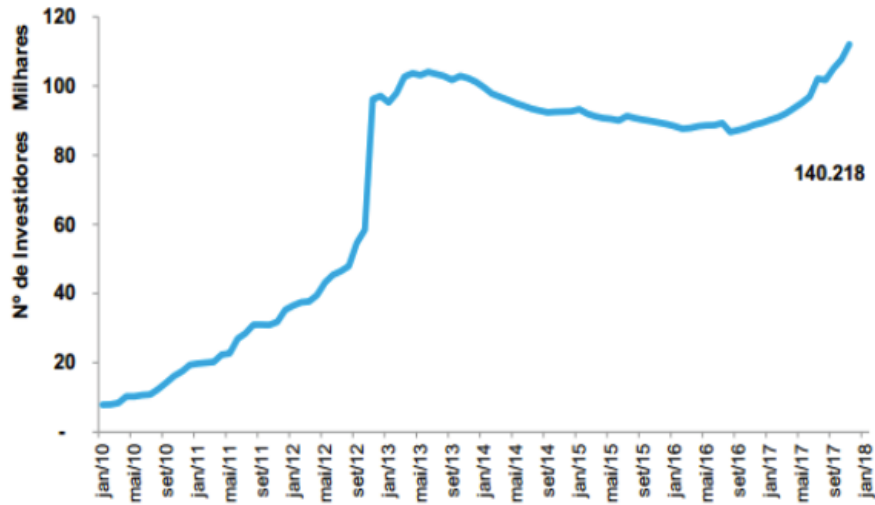
Esta classificação é complementada com o segmento de atuação do fundo, elencadas no artigo 4º da Deliberação 62 (ANBIMA, 2015), sendo os segmentos possíveis agências, educacional, híbrido, hospital, hotel, lajes corporativas, logística, residencial, shoppings, títulos e valores imobiliários e outros. Este veículo vem ocupando um notório espaço pelas suas particularidades e benefícios, para notar essa evolução analisa-se a quantidade de Fundos Imobiliários listados na Bolsa de Valores ao longo do tempo.

Fazendo uma análise de evolução, em 2009 apresenta Rafael Berger Frade (2015, p.18) o número de Fundos Imobiliários listados na BM&BOVESPA era 31 (trinta e um) fundos, hoje conforme apresenta o site da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) (2022, online) apresenta 393 (trezentos e noventa e três) fundos de investimento imobiliário listados.

Quanto ao número de investidores, segundo Felipe Hirano (2018, p. 19) em 2018 havia 140.128 investidores de fundos imobiliários, conforme o mesmo apresenta

no Gráfico 16 a seguir

Gráfico 4 - Número de Investidores



Fonte: B3.

Elaboração: elaborado pela B3.

GRÁFICO 16 – Número de Investidores na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão)
 Fonte: (Adaptação HIRANO, 2018).

Em 2021, no mês de agosto, a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) realizou um estudo que apresenta a evolução e crescimento do número de investidores pessoa física de maneira exponencial, onde demonstra que naquela data atingiu a marca de mais de 1.4 milhões de investidores, conforme apresentado no Gráfico 17 abaixo.

Evolução da Posição das Pessoas Físicas na B3

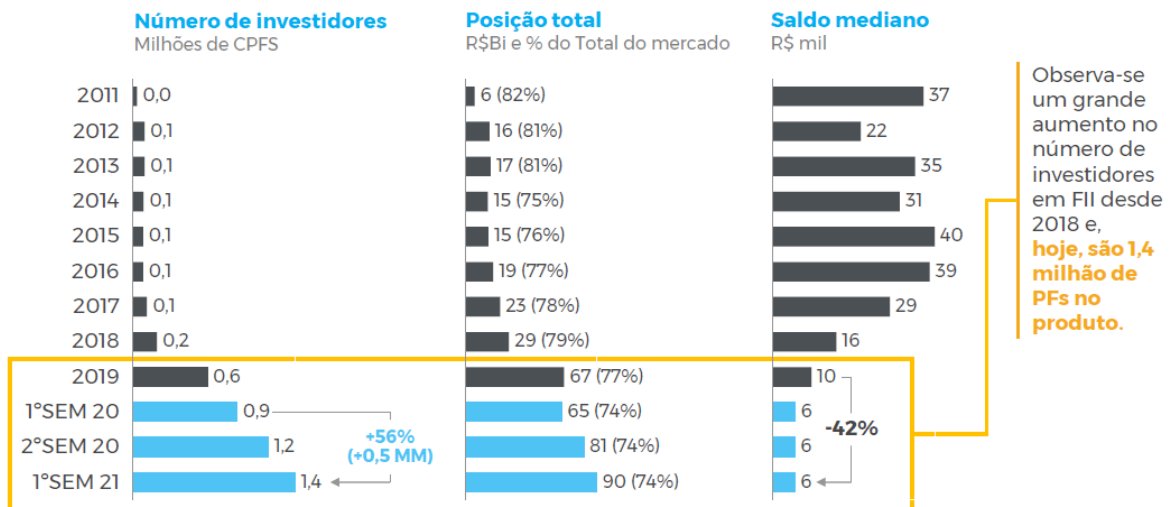


GRÁFICO 17 – Evolução da Posição das Pessoas Físicas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão)
 Fonte: (B3, 2021).

Em 2021 a XP Investimentos realizou um estudo (2021, online) quanto ao valor patrimonial dos fundos imobiliários no Brasil, que apresenta que nesta data o valor patrimonial da quantia somada dos fundos imobiliários já estava na casa de R\$ 146.000.000.000,00 (cento e quarenta e seis bilhões de reais), como podemos observar no Gráfico 18 abaixo.

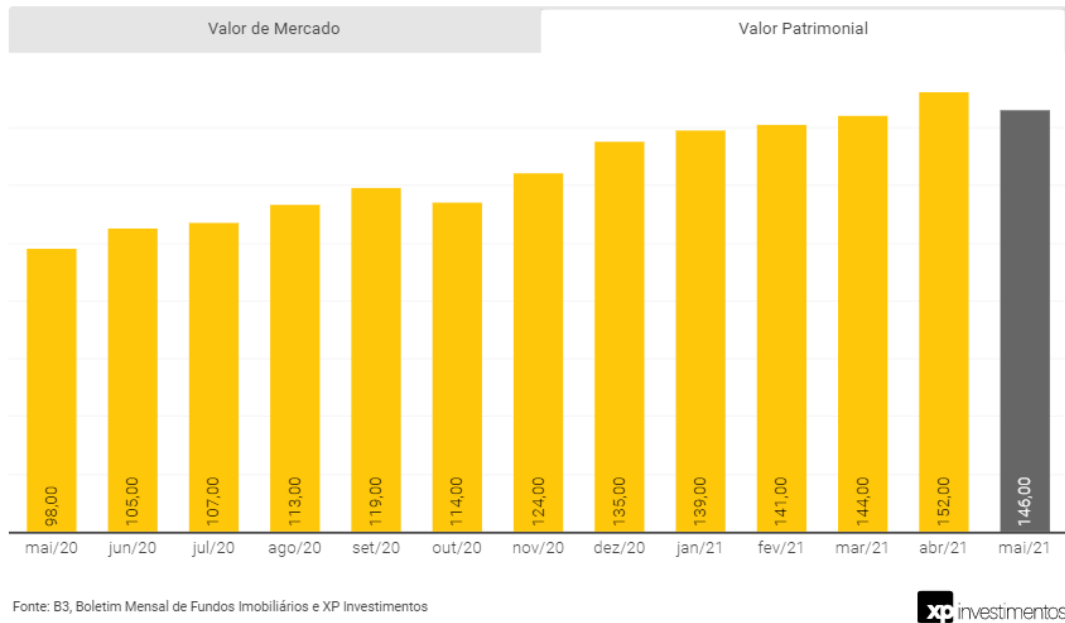


GRÁFICO 18 – Raio X Indústria de FIIS 2021/ Valor Patrimonial

Fonte: (Adaptação XP INVESTIMENTOS, 2021).

Esta constante crescente do número de investidores, e do valor patrimonial dos fundos imobiliários se deu pela consolidação da cadeia, o acesso direto de pessoas à influenciadores do mundo digital que a cada vez mais vem desmistificando os fundos imobiliários, e aos benefícios que são trazidos ao investidor.

2.6 Relação com o Investidor

A sinergia apresentada pela comunhão de recursos, permite o investidor com um pequeno capital, ser titular de cotas de propriedades imobiliárias super bem avaliadas e posicionadas, dando o condão de além de possuir excelentes propriedades, possuir também o poder da diversificação em vários imóveis.

O objetivo dos Fundos Imobiliários é aproveitar da comunhão de recursos

para prover os melhores negócios para o cotista que busca a melhor rentabilidade, tendo a oportunidade de ser proprietário de cotas de baixo custo.

Para exemplificar esse poder de diversificação e baixa barreira de entrada cita-se o TGAR11, que está exposto hoje a 190 ativos conforme relatório gerencial de janeiro de 2022, e sua cotação avaliada em R\$ 109,10 (cento e nove reais e dez centavos) no dia 12 de março de 2022, 'conforme apresentado no Gráfico 19 a seguir.



GRÁFICO 19 – Cotação do TG Ativo Real TGAR 11 B3 (Brasil, Bolsa, Balcão)
Fonte: (B3, 2022).

Restando demonstrado que um valor aproximado de R\$ 100,00 (cem reais), o investidor consegue investir em 190 empreendimentos imobiliários, onde o retorno obtido será dividido na proporção de cotas possuídas. Neste caso da exemplificação com o TGAR 11, o Dividend Yield (Rendimento do Dividendo) foi de 0,94% (zero vírgula noventa e quatro por cento) em cima do valor da cota, hipoteticamente tomando como base o valor de R\$ 109,10 (cento e nove reais e dez centavos), equivaleria há R\$ 1,02 (um real e dois centavos) por cota no mês de janeiro.

Conforme aponta Rafael Berger Frade (2015, p.6) nessa relação com o investidor está atribuída uma série de vantagens, que por si fomentam a cadeia dos

fundos imobiliários, que faz com que cada vez mais seja captado mais recursos, entre elas, estão:

[...] Benefícios Fiscais à Pessoa Física - Isenção de IR sobre os rendimentos mensais recebidos por cotistas de FII's, ao contrário da tributação incidente em aluguéis recebidos pelo detentor de um imóvel; Diversificação – Diferente do investimento direto no imóvel, o investidor com menores aplicações pode diversificar seus investimentos em diferentes empreendimentos, regiões e perfis de risco; Acesso ao Mercado Imobiliário - Os FII's permitem que pequenos investidores invistam em empreendimentos imobiliários antes inacessíveis devido ao alto valor unitário. Diversos FII's tem valores próximos a R\$100 de suas cotas, significativamente inferior aos valores de empreendimentos inteiros; Administração Profissional – O investidor conta com assessoria especializada para a administração dos ativos, assim como novos investimentos; Liquidez – Maior facilidade na venda de cotas no mercado secundário, assim como menores custos de transação; Ganhos de Escala – O pequeno investidor consegue melhores condições do que em uma negociação sozinho; Praticidade – O administrador é responsável por toda a parte burocrática da administração do imóvel.

Mesmo com a criação do instituto no ano de 1993, fica demonstrado que a maturação do setor dos fundos imobiliários adveio de uma cadeia regulatória bem entabulada, fomento, corroborando com um crescimento alavancado, porém sólido.

2.7 IFIX – Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários

A busca por medir é algo que vem desde os primórdios, principalmente em gestão, nos investimentos, nas empresas, sempre há uma busca de medir para gerenciar. Conforme a frase do notável estatístico Edwards Deming 'O que não pode ser medido, não pode ser gerenciado', adveio uma evolução do mercado para medir o que ocorre no setor dos fundos imobiliários.

No ano de 2012 a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) criou o Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários, que é uma carteira teórica de ativos elaborados com critérios estabelecidos por metodologia, que visam avaliar o desempenho dos fundos imobiliários.

É um índice de retorno total que tem como objetivo central ser o indicador do desempenho médio das cotações dos fundos imobiliários negociados na bolsa.

Apresentado por Odilon Ferraroni (2019, p.36) os fundos que compõem essa carteira teórica do IFIX (Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários) devem atender cumulativamente alguns requisitos específicos, que serão descritos abaixo conforme Metodologia do Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (B3, 2020).

[...] 4.1 estar classificadas entre os ativos elegíveis que, no período de vigência das 3 (três) carteiras anteriores, em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade (IN), representem em conjunto 95% (noventa e cinco por cento) do somatório total desses indicadores (ver Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da B3). METODOLOGIA DO ÍNDICE DE FUNDOS DE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS (IFIX) 4 INFORMAÇÃO PÚBLICA 4.2 ter presença em pregão de 95% (noventa e cinco por cento) no período de vigência das 3 (três) carteiras anteriores. 4.3 não ser classificadas como “Penny Stock” (ver Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da B3). 4.4 Um ativo que seja objeto de Oferta Pública realizada durante o período de vigência das 3 (três) carteiras anteriores ao rebalanceamento será elegível, mesmo sem estar listado todo o período, desde que: a) a Oferta Pública de distribuição de cotas tenha sido realizada antes do rebalanceamento anterior; b) possua 95% (noventa e cinco por cento) de presença desde seu início de negociação; c) atenda cumulativamente aos critérios 4.1 e 4.3.

Com o objetivo de demonstrar a variação do IFIX (Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários), confere-se através de cotação do dia 14 de março de 2022 na B3 (Brasil Bolsa Balcão) restando demonstrado no Gráfico 20 a seguir.



GRÁFICO 20 – Cotação do IFIX (Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão)
Fonte: (B3, 2022).

Em resumo nota-se a evolução do setor dos fundos imobiliários com legislações, índices, crescentes do número de investidores, e uma consolidação de todo o mercado, isso advém de uma série de fatores que combinados levam a este resultado.

2.8 Isenção Tributária do Investidor Pessoa Física

Quando mencionamos o termo investidor, associa-se diretamente a retorno financeiro obtido, sendo este o propósito de investimento, pelo dicionário ‘aplicação de recursos a fim de obter algo’. Nisto temos que levar em consideração toda a tributação envolvida a fim de chegar na real taxa de retorno.

Este trabalho com a finalidade de apresentar a derrotabilidade da tributação dos dividendos do investidor pessoa física no Brasil irá demonstrar o comparativo entre a rentabilidade de locação de imóveis de forma direta, quando comparada com a rentabilidade dos fundos imobiliários.

Quando o recurso financeiro aplicado na compra de um imóvel para fins de locação deve se considerar o ITBI (Imposto sobre a Transmissão dos Bens Imóveis), IPTU (Imposto Predial Territorial Urbano), risco de vacância devido ser locado a apenas um inquilino. E ainda os rendimentos provenientes da locação devem ser somados a renda do proprietário para base de cálculo do imposto de renda anual de maneira progressiva conforme legislação vigente, podendo chegar a 27,5% (vinte e sete e meio por cento) (MENDES, 2018).

No caso dos Fundos Imobiliários, a tributação dos dividendos para pessoa física é isenta, conforme preceitua a Lei nº 11.033 em seu artigo 3º.

[...] Art. 3º Ficam isentos do imposto de renda: III - na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, os rendimentos distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliário e pelos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro) cujas cotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado;

A legislação traz que, desde que o fundo tenha mais de 50 (cinquenta) cotistas, e tenham suas cotas negociadas exclusivamente na bolsa ou mercado balcão organizado, e o investidor não detenha mais que 10% (dez por cento) das cotas do fundo é garantido essa isenção no imposto de renda para as a pessoas físicas.

No caso do investidor que adquire cotas de certo fundo imobiliário, será tributado apenas no caso de alienar essas cotas no mercado da bolsa de valores, e ainda obtiver lucro, nessa hipótese sob a alíquota 20% (vinte por cento) (SCOLESE 2015).

Além desta vantagem notória vantagem tributária, deve-se considerar a diversificação do investimento como demonstrado em outros tópicos que garantem ainda a diminuição quanto ao risco de vacância por não se tratar de apenas um inquilino, e ainda a qualidade deste.

Atualmente é discutido em Projeto de Lei, uma reforma tributária que pode vir a retirar o benefício da isenção fiscal dos dividendos para o investidor pessoa física que a grosso modo pode impactar diretamente nessa crescente exponencial da cadeia, atingindo diretamente o setor imobiliário.

CAPÍTULO III – DERROTABILIDADE DA TRIBUTAÇÃO DOS DIVIDENDOS DE FUNDOS IMOBILIÁRIOS AO INVESTIDOR PESSOA FÍSICA

O seguinte capítulo traz de maneira clara a realidade atual da tributação dos dividendos provenientes dos fundos imobiliários no Brasil para o investidor pessoa física, demonstrando os seus efeitos em cadeia na prática.

Apresenta o Projeto de Lei da reforma tributária que está em discussão demonstrando o que visa permanecer e/ou alterar na tributação para o investidor pessoa física restando claro os impactos gerados na cadeia produtiva do setor imobiliário.

3.1 Tributação atual do investidor pessoa física.

No Brasil os fundos de investimento imobiliário possuem algumas características que beneficiam o investidor pessoa física no quesito de tributação. Esse fator gera uma maior adesão por parte de investidores que buscam uma rentabilidade maior.

Comparado à locação de imóveis de forma direta, que apresenta custos notariais, imposto sobre a transmissão do bem, ainda é descontado do valor recebido da locação, o imposto de renda que pode chegar até 27,5% (vinte e sete por cento e meio) (MENDES, 2018).

No caso dos fundos de investimento imobiliário, desde que o fundo possua mais de cinquenta cotistas, o imposto de renda da pessoa física é isento. Tributando apenas nos casos de venda dessas cotas para terceiros, onde então caso possua lucro na operação, o investidor pessoa física deve recolher o valor referente a uma

alíquota de 20% (vinte por cento) calculada sobre o ganho de capital desse investidor (MENDES, 2018).

A título de exemplificação se em certo momento o investidor adquiriu cotas de um FII (Fundo de Investimento Imobiliário) pelo preço de R\$ 100,00 (cem reais) cada, todos os rendimentos provenientes dos dividendos não serão tributados. Mas caso este investidor, passado algum tempo, queira vender estas cotas e estejam a um preço de R\$ 140,00 (cento e quarenta reais), ele pagará 20% em cima do lucro, ou seja R\$ 8,00 (oito reais) por cota devido ao ganho de capital.

A apuração do lucro que deve ser calculado o imposto é de total responsabilidade do investidor. Resumindo em se receber apenas os dividendos não deve pagar nenhum imposto, caso venda as cotas e possua lucro, este deve apurar e pagar a alíquota de 20% (MENDES, 2018).

Esta isenção é preceituada na Lei 11.033 em seu artigo 3º, como se vê a seguir:

[...] Ficam isentos do imposto de renda: III - na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, os rendimentos distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliário e pelos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro) cujas cotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado (BRASIL, 2004, *online*).

Conforme apresentado no capítulo anterior, esta isenção faz com que este instituto dos fundos de investimentos imobiliários ganhe cada dia mais adeptos que buscam rendimentos através do setor imobiliário.

3.2 Cadeia dos Fundos de Investimento Imobiliário

Para conjecturar o impacto no setor imobiliário desta isenção, faz necessário entender o tamanho da cadeia e o número de investidores em fundos de investimentos imobiliários.

No mês de abril de 2022, a B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) realizou um Boletim dos Fundos de Investimentos Imobiliários que apresenta as principais métricas do setor ao longo do tempo.

Para visualização do crescimento do número de fundos imobiliários listados na bolsa de valores, que hoje contabiliza quatrocentos e onze fundos, observa-se o Gráfico 21.

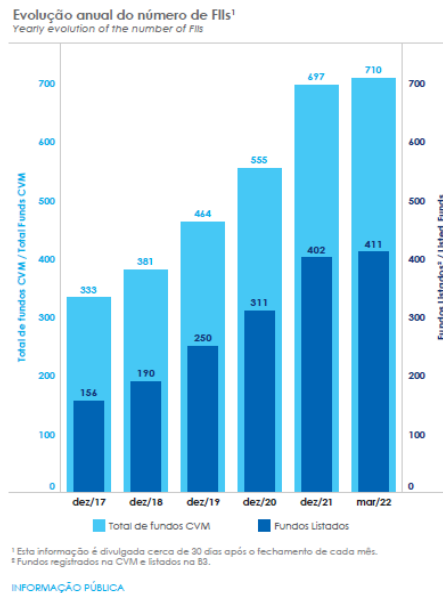


GRÁFICO 21 – Boletim Mensal Fundos Imobiliários
 Fonte: (B3, 2021).

Este total de fundos imobiliários engloba diversos empreendimentos em todo o Brasil, desde loteamentos até condomínios, shopping centers, hospitais, centros logísticos, edifícios comerciais, edifícios residenciais, e demais equipamentos imobiliários, o que hoje representa 137 bilhões de valor de mercado e 176 bilhões de reais em patrimônio líquido, conforme podemos observar no Gráfico 22.

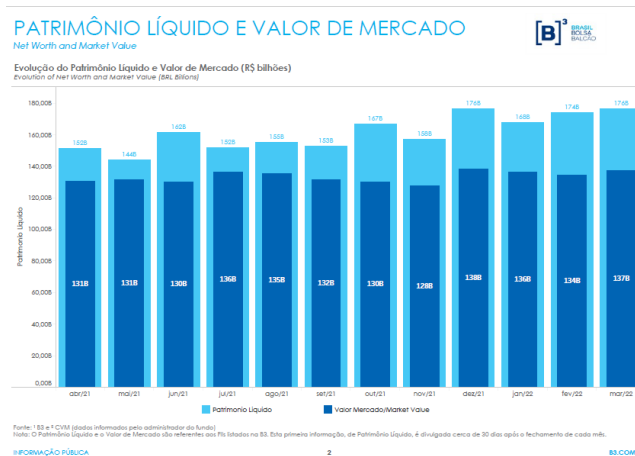
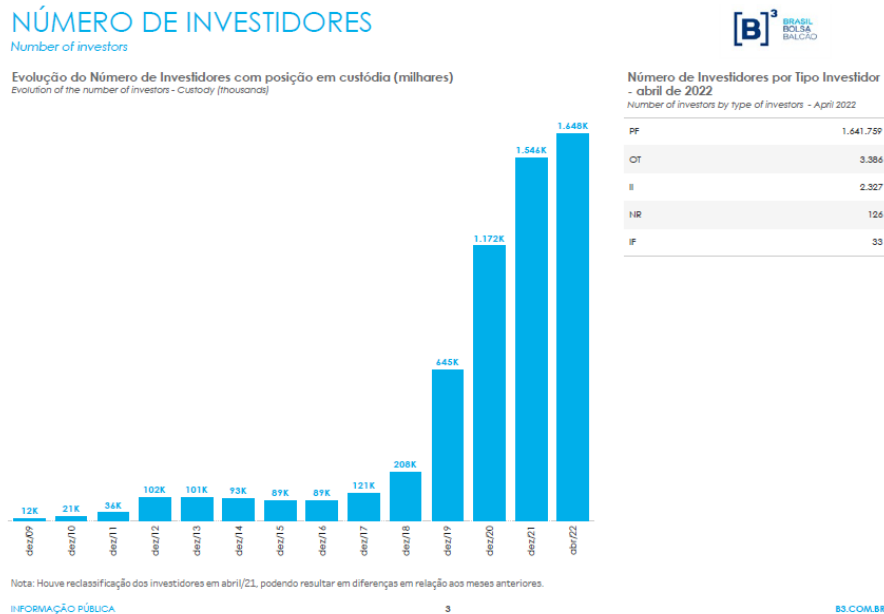


GRÁFICO 22 – Boletim Mensal Fundos Imobiliários
 Fonte: (B3, 2021).

Sendo todo este patrimônio acessado em sua maioria pelo investidor pessoa física, ou seja, o investidor poupador, que reserva algum dinheiro para acessar tal produto como forma de obter rendimentos em forma de dividendos. Podemos observar este número no Gráfico 2.



Número de Investidores por Tipo Investidor - abril de 2022
Number of investors by type of investors - April 2022

PF	1.641.759
OT	3.386
II	2.327
NR	126
IF	33

GRÁFICO 23 – Boletim Mensal Fundos Imobiliários
Fonte: (B3, 2021).

Nota-se quem houve um crescimento exponencial de 2018 para o ano de 2022, e que hoje soma 1.641.759 (um milhão seiscentos e quarenta e um mil e setecentos e cinquenta e nove) investidores pessoas físicas. Exponencia esta, alcançada pela divulgação do instituto e benefícios dos fundos de investimentos imobiliários. Temos uma linha crescente que com vários fatores combinados tende a subir e fomentar ainda mais o setor imobiliário, injetando dinheiro diretamente na economia, gerando mais empregos, renda, urbanização, habitação entre outros.

No ano de 2021, foi proposto uma nova reforma tributária que pode vir a acabar com a pujante crescente da categoria dos fundos imobiliários.

3.3 Projeto de Lei 2337/2021

Em 25 de junho de 2021, o Poder Executivo apresentou o Projeto de Lei nº 2337/2021 que altera a legislação do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer

Natureza das Pessoas Físicas e das Pessoas Jurídicas e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido.

O Projeto de Lei apelidado de nova reforma tributária visa modificar uma série de tributos e a maneira de arrecadá-los, estão incluídos em seu texto original a tributação dos dividendos do investidor em fundos imobiliárias pessoa física.

No projeto de Lei 2337/2021 em seu artigo 44 consta gravado:

[...] Os rendimentos distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliário, instituídos pela Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, a qualquer beneficiário, inclusive à pessoa jurídica isenta, ficarão sujeitos à incidência do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza retido na fonte à alíquota de quinze por cento (BRASIL, 2021, *online*).

Tendo em vista o estrito do artigo 44 do Projeto de Lei 2337/2021, a isenção concedida aos investidores pessoa física seria revogada, passando então a ser exigido uma alíquota de 15% em cima do rendimento.

Após o texto ser discutido na câmara dos deputados, o setor imobiliário como um todo se levantou para manifestar a respeito do projeto de lei, demonstrando as inúmeras consequências que seriam irreversíveis, não apenas para o investidor pessoa física mas também para os players do mercado imobiliário.

Atualmente o projeto de lei está aguardando apreciação pelo Senado Federal, tendo sido remetido em setembro de 2021 para o Senado.

3.4 Atores de Relações Governamentais

Diante do Projeto de Lei 2337/2021, os gestores de fundos de investimento imobiliário, empresários do ramo da construção civil, investidores e demais pessoas envolvidas na cadeia do setor imobiliário, discutiram com o relator Deputado Celso Sabino, com o ministro da economia Paulo Guedes, os impactos de tal decisão caso ocorresse a tal alteração na forma de tributar (BRASIL, 2021).

Logo quando anunciado a nova reforma tributária, o IFIX (Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários) apresentou uma queda de 2,02% devido aos possíveis

impactos que serão gerados caso venha aprovar tal projeto (B3 BRASIL BOLSA BALCÃO, online).

O que acarretou uma forte pressão junto aos parlamentares para que isso não venha ocorrer. Foi também realizado um trabalho de relações governamentais, lobby, pressionando os parlamentares explicando os impactos na cadeia (ESTADÃO, 2021, *online*).

Também em Julho de 2021, houve grande pressão popular, principalmente por meio das redes sociais, onde os grandes *players* do setor redigiram uma carta manifesto com o seguinte título ‘Contra a tributação dos rendimentos para pessoa física nos fundos de investimentos imobiliários’, onde apresenta os principais argumentos para não ocorrer tal tributação. (ESTADÃO, 2021, *online*).

Como pode ser observado, alguns influenciadores do mercado financeiro também se posicionaram na rede social twitter.



IMAGEM 01 – Twitter Tiago Reis (CEO da Suno Research)
Fonte: (TWITTER, 2022).

Além dos grupos de pressão junto aos deputados e ao ministro da economia, foi realizado live de discussão a respeito da reforma tributária no que diz respeito a revogação da isenção de imposto de renda sobre os dividendos dos fundos de investimento imobiliário (REIS, 2021, *online*).

E desta maneira, com a participação popular, o relator Deputado Celso Sabino foi convencido dos motivos e benefícios da não tributação dos dividendos dos fundos de investimento imobiliário, e apresenta novo texto acatando as medidas solicitadas pelos investidores, populares, e grupos de pressão (BRASIL, 2021).

Apesar de ainda o texto não ter sido apreciado no Senado Federal, após a pressão, e discussão com a classe, o Deputado Celso Sabino apresentou novo Relatório onde demonstra a posição da não tributação dos dividendos dos fundos de investimento imobiliário para a pessoa física.

[...] O art. 39 deixa claro que os ganhos líquidos em bolsa com cotas de Fundos de Investimento Imobiliário – FII e Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais – Fiagro mantêm-se submetidos à legislação específica. **Dessa forma, são preservadas as mesmas condições hoje existentes: isenção na distribuição de rendimentos para pessoas físicas quando negociados em bolsa; tributação em 20% do ganho de capital na venda de cotas; e não compensação com outras operações em bolsa, tributadas em 15%. Grifo nosso** (BRASIL, 2021, *online*).

Modificando então o texto originário que pretendia tributar os dividendos em 15% (quinze por cento) conforme artigo 44 do Projeto de Lei 2337/2021 para manter a legislação específica, conforme apresentado pelo novo relatório.

[...] Os ganhos líquidos auferidos na alienação de cotas a que se referem o inciso II do art. 18 e inciso II do art. 20-D da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, **permanecerão tributados à alíquota prevista naquela Lei**, não compondo o ganho líquido de que trata o § 1º do art. 38 desta Lei (BRASIL, 2021, *online* - Grifo nosso).

O cenário apesar de parecer favorável a não tributação dos dividendos que aqui se refere, ainda é de dúvida, pois o Projeto de Lei ainda não foi apreciado pelo Senado Federal, o que significa que pode acarretar mudanças em seu texto final.

Tendo em vista, o contexto do tamanho da cadeia dos fundos imobiliários, e o impacto de uma possível tributação que poderia gerar um desinteresse por parte do investidor pessoa física, revela-se necessário um estudo do impacto da (in)

tributação dos dividendos dos fundos imobiliários.

3.5 (in) Tributação dos dividendos dos Fundos Imobiliários no Brasil

A busca pela derrotabilidade da tributação dos dividendos dos fundos imobiliários para a pessoa física, advém dos impactos que podem vir a ser gerados caso resolva tributar.

Uma possível tributação de 15% (quinze por cento) nos dividendos, poderia acarretar um forte desinteresse por parte do investidor, devido conseguir alocar o seu capital em outros produtos que lhe remunerem melhor.

Desta feita, o impacto não atinge somente o investidor pessoa física, mas atinge toda a cadeia dos fundos de investimentos imobiliários, que engloba diversos segmentos de empresas como construtoras, incorporadoras, gestoras, imobiliárias, empresas de administração de carteiras, entre outros.

Essas empresas atingidas, também atinge a sua mão de obra, que são diversos empregos que estão em ascensão devido o dinheiro que é injetado através do fomento dos fundos de investimentos imobiliários.

No capítulo anterior demonstramos no Gráfico 01, que a média de recurso investido por pessoa física é de R\$ 6.000,00 (seis mil reais) faz demonstrar que todo esse patrimônio líquido dos fundos que compõem a bolsa, está nas mãos do pequeno investidor poupador.

Caso gere esse desinteresse pelo produto de fundo de investimento imobiliário, é um grande volume de dinheiro que deixa de ser injetado diretamente na economia.

A título de exemplo o TGAR 11, quando emite cotas, e o investidor adquire estas, o recurso obtido vai para a mão do empreendedor que naturalmente tende e aumentar os seus empreendimentos, alavancar novos produtos, e gerar mais emprego, mais renda e fomentar a economia.

Alguns analistas se posicionaram após o Deputado Celso Sabino se manifestar pela não tributação dos fundos de investimentos imobiliários.

O Professor Marcos Baroni (ESTADÃO, 2021) salienta que é uma decisão muito inteligente, onde o governo percebe que deixará de arrecadar a curto prazo em média 1 bilhão de reais, mas que faz com que arrecade bilhões no longo prazo indiretamente. Relata que a indústria de fundos imobiliários fomenta o mercado, gera emprego e irriga a economia com recursos privados.

A Camila Almeida (ESTADÃO, 2021) sócia fundadora da Habitat, manifestou que com a isenção mantida, faz com que a cadeia dos fundos continue crescendo, e que o mercado desta classe independente de isenção, ganhou tração por uma série de características que favorecem as pessoas físicas.

Já Rodrigo Franchini (ESTADÃO, 2021) sócio da Monte Bravo Investimentos diz que a isenção fomenta o mercado e toda a indústria, fazendo assim com que se tenha novas emissões e novos fundos entrantes no mercado, e que isso ajuda a uma retomada econômica, salientando que a estratégia de tributar não é inteligente, ainda mais pelo setor imobiliário no Brasil, ser um pilar da economia.

Na Carta Manifesto redigida e assinada pelos principais *players* do setor dos fundos de investimentos imobiliários, inclusive pelo Diego Siqueira, gestor do fundo TGAR 11, este que apresentado ao longo do trabalho, apresentou os principais argumentos para a derrotabilidade da tributação dos dividendos da pessoa física, provenientes dos fundos imobiliários.

Os principais argumentos estão elencados em 7 (sete) tópicos específicos que será apresentado na Carta Manifesto, conforme Imagem 02 abaixo.

1) Os Fundos Imobiliários cumprem um papel importante no dinamismo e como fonte alternativa de financiamento para o segmento imobiliário/construção civil. De acordo com os dados revisados pela Fundação João Pinheiro e Ministério do Desenvolvimento Regional, ano base de 2019, o déficit habitacional em todo o Brasil está em 5,8 milhões de moradias.

O segmento não pode depender somente da fonte de financiamento como do SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo). O FI é uma alternativa importante para suprir os recursos escassos para o financiamento imobiliário via mercado de capitais. É um veículo eficiente de captação de recursos e distribuição para diversos segmentos como residencial, loteamento, logístico, corporativo, shopping, varejo entre outros.

2) Os dados do segmento demonstram a importância da construção civil para a retomada do País. Segundo dados da **CBIC (Câmara Brasileira da Indústria da Construção)**, mesmo em um ambiente econômico desafiador, houve um crescimento de 3,7% (primeiro trimestre de 2021 em relação ao 1T 2020) nas unidades residenciais lançadas. Foram mais de 168 mil unidades lançadas de 03/2020 até 03/2021.

No mesmo período, houve um crescimento de 27,1% nas unidades residenciais vendidas no Brasil. O dado reforça a questão do déficit habitacional e os desafios das fontes oficiais de financiamento imobiliário atenderem essa demanda.

A falta de fontes de financiamento alternativos para as construtoras e incorporadoras é um desafio constante e o recente aumento dos insumos cria um ambiente mais desafiador. Segundo a CBIC **"O problema da falta de insumos ou seu custo elevado se disseminou ainda mais no primeiro trimestre de 2021, acompanhado por uma situação financeira insatisfatória. A confiança do empresário e a intenção de investir também acumulam recuos."**

O INCC/FGV (Índice Nacional de Custos da Construção) acumulou alta de 16,88% nos últimos 12 meses encerrados em junho.

Podemos destacar também a representatividade dos investimentos direcionados a este segmento e os significativos efeitos multiplicadores gerados pelo processo produtivo.

3) Dados reforçam a importância da construção civil para a retomada da economia e geração de empregos formais. Conforme dados do Novo Caged, divulgados pela Secretaria Especial de Previdência e Trabalho, do Ministério da Economia, em março a Construção Civil gerou, em todo o país, 25.020 novas vagas com carteira assinada (em janeiro um saldo positivo de 44.075 vagas e fevereiro 42.217). Enquanto o Brasil fechou 10.984 vagas com carteira assinada em junho, o setor da construção civil criou 17.270 novos empregos.

Na avaliação do presidente da Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC), José Carlos Martins, - **"Os números do Caged vêm se somar a uma série de outros indicadores que têm mostrado a recuperação e a força do setor para gerar empregos e puxar a retomada econômica do país. Simplesmente nos deram condições e prazo para pagar, mantiveram nossos contratos, e nós respondemos de forma positiva"**

4) O próprio governo ao manter a isenção da LCI (Letra de Crédito Imobiliário) e do CRI (Certificado de Recebível Imobiliário) sinaliza que já compreende a importância de um *funding* maior e alternativo para a construção civil. **Em nossa visão, não manter a isenção do FI em conjunto com o CRI e LCI, é uma proposta incoerente, pois o crescimento das emissões dos CRIs está totalmente vinculado aos Fundos Imobiliários.**

Dos 342 FIs listados na B3, atualmente, 73 são do segmento de recebíveis imobiliários e parte significativa das emissões de novas cotas são justamente desses fundos. Por exemplo, em 2019, os Fundos de Investimento foram responsáveis por adquirir 55,1% das emissões.

Os dados da **ABSia (Associação Brasileira de Securitizadoras Imobiliárias e do Agronegócio)** mostram a importância dos CRIs e CRAs para o mercado de capitais e fonte de financiamento para o segmento imobiliário e do agronegócio. CRIs e CRAs respondem por 24% das emissões de valores mobiliários em 2020.

Em nota (fevereiro/2021), sobre as perspectivas para 2021, o presidente da entidade (ABSia) afirma:

"Também há grande possibilidade de crescimento nas emissões de CRIs. Maurício avalia que o setor deve crescer de 20% a 30% em 2021. A grande alavanca do mercado de CRIs hoje tem sido as captações de fundos imobiliários, que voltaram com força desde o final de 2020. Uma vez que as emissões de CRIs tem se concentrado nas ofertas para investidores profissionais, os investidores pessoa física que não conseguem acessar esse tipo de título, acabam acessando por meio dos fundos imobiliários. Acredito que quando a CVM enfrentar a nova regulação de distribuição de valores mobiliários que já está dentro de seu calendário para este ano, provavelmente serão abertas novas categorias de investidores, podendo turbinar ainda mais o mercado em 2021"

5) Com o imposto sobre os rendimentos dos FIs e considerando que o fluxo dos CRIs passam pelos fundos, teremos um impacto direto nas emissões desses títulos tão importantes para o financiamento imobiliário. Os investidores e gestores, em busca pela manutenção de seu retorno (taxa mínima de atratividade), vão demandar taxas maiores do que as atuais, ou seja, o *funding* para o setor imobiliário ficará mais elevado. Quem pagará essa conta é o incorporador e a população que busca comprar seu terreno, casa ou apartamento. Novamente, conforme já citado nessa Carta, impactará na geração de empregos e no crescimento econômico.

6) Os Fundos Imobiliários também têm um papel importante no fomento de segmentos importantes da infraestrutura do Brasil. Os FIs de logística, por exemplo, têm colaborado para a construção de novos galpões logísticos em várias regiões do país. Surgem agora os FIs que investem em terras agrícolas. Setor de suma importância (PIB do Agronegócio alcança

participação de 26,6% no PIB brasileiro em 2020) e que cresceu 2% em 2020. O funding oriundo dos FIs impactam positivamente outros segmentos como shoppings, varejo, educacional e hotelaria.

A componente da construção é importante na taxa de investimento de uma economia. Desde 2010, a taxa de investimento em % do PIB vem caindo de um patamar de 20% para 15% do PIB. A saída para o crescimento sustentável de longo prazo e sem eventuais pressões inflacionárias é através do aumento da taxa de investimento (Formação Bruta de Capital Fixo).

Com a elevado endividamento do Estado, fica o setor privado o papel de investir. Dentro desse cenário, é importante fomentar o mercado de capitais que no mundo inteiro cumpre essa função de canalizar a poupança dos agentes para financiar todos os segmentos da economia. Não existe uma economia desenvolvida sem um mercado de capitais robusto e dinâmico.

A PL da Reforma Tributária vai no sentido contrário. Modificar a legislação para desestimular a população a poupar e investir em ativos negociados em bolsa de valores. Não somente os Fundos Imobiliários, mas também veículos de investimentos como o **Fiagro** e tributando os dividendos recebidos pelos acionistas das empresas (mesmo os investidores minoritários).

7) Como comentamos, o desenvolvimento da economia passa pelo crescimento do nosso mercado de capitais. Em um mercado de capitais onde parte relevante da população tenha acesso como nos países desenvolvidos. O Fundo Imobiliário é uma porta de entrada para o investidor brasileiro na bolsa de valores (investimento em renda variável) seja pela menor volatilidade ou pela simplicidade de compreensão e avaliação.

O FII acaba cumprindo o papel de, posteriormente, incentivar os investidores a aplicarem seus recursos em ações de empresas listadas e outros ativos que, na ponta final, também permitem o financiamento da produção e promovem o crescimento da economia. Lembrando que fontes de financiamento de longo prazo no sistema bancário são escassas e de difícil acesso.

Um mercado que cresceu, de dezembro de 2017 até maio de 2021, mais de 1000% no número de investidores. Hoje temos mais de um milhão e trezentos mil investidores e que continua crescendo todos os meses independente do cenário econômico.

Não faz sentido, em nossa visão, o argumento de “harmonizar” o tratamento tributário para todos os fundos. Não devemos comparar o FII (um fundo estruturado) com os demais fundos do mercado como renda fixa e multimercados. Lembrando que os rendimentos dos FIs já são tributados (isenção somente para pessoa física; seja listado em bolsa; tenha no mínimo 50 cotistas e para investidores com menos do que 10% das cotas do fundo) e que o ganho de capital também é tributado em uma alíquota de 20%, ou seja, acima da alíquota única de 15% proposta pelo governo para os fundos abertos. Atualmente, 42% dos Fundos Imobiliários não são listados em bolsa.

IMAGEM 02 – Carta Manifesto.

Fonte: (CLUBE FII, 2021).

Em resumo há uma constante luta com o objetivo de demonstrar ao poder executivo e legislativo que não há benefícios nem diretos e nem indiretos com a tributação dos dividendos dos fundos imobiliários.

Caso essa tributação venha a ser aprovada, serão inúmeros os impactos no setor imobiliário e em toda a cadeia, atingindo inúmeros empregos, famílias, e a economia como um todo, sabendo que a construção civil é um pilar da economia brasileira.

Os desfechos se concluirão quando o Projeto de Lei 2337/2021 for votado no Senado Federal. Enquanto isso os atores de relações governamentais estão a monitorar o Projeto de Lei e cada parlamentar.

CONCLUSÃO

Sabido e denotado o funcionamento do mercado dos fundos imobiliários e a sua pujante importância no cenário econômico, é de fácil compreensão o tamanho da cadeia do setor imobiliário, e o quão este veículo de investimento impacta diretamente empregos, famílias, e a renda de milhões de brasileiros.

Nota-se a crescente exponencial do número de investidores que estão injetando seu dinheiro diretamente na economia tendo como um dos principais motivos para mirar os seus recursos financeiros para este, o fato de não ser tributado os dividendos da pessoa física provenientes dos fundos de investimentos imobiliários.

Crescente esta, que pode ser impedida por um Projeto de Lei intitulado como nova reforma tributária, que visa ajustar toda a forma de arrecadação em diversos setores, principalmente o de fundos de investimentos imobiliários.

Na data atual, o Projeto de Lei ainda em aprovação pelo Senado, seu texto é de que não deva vir a ocorrer a tributação, mas enquanto não passado por seu total rito, este tema pode vir a ser levantado.

Compreendendo a importância do veículo, a enorme quantidade de investidores poupadores, os empregos gerados, famílias abastecidas, tamanha decisão do governo pode acarretar inúmeras consequências para este mercado que timoneira a retomada econômica do Brasil.

Com tudo, este caminho será perfazido com debates, discussões de relações governamentais para demonstrar os notórios impactos de tal decisão.

Em resumo conclui para a derrotabilidade da tributação dos dividendos provenientes do fundos imobiliários, ou seja, jamais deveria ser falado em tal questão quando elevamos a comparação de benefícios e malefícios.

REFERÊNCIAS

ANBIMA (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS). **Deliberação no 62. Conselho de regulação e melhores práticas de fundos de investimento**. 2015. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/9F/21/46/B7/FBC575106582A275862C16A8/D_20262_ClassificacaoFII_1_.pdf. Acesso em: 09 mar. 2022.

ANBIMA (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS), **Raio X do Investidor Brasileiro**. São Paulo. 4ª Edição, 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/raio-x-do-investidor-2021.htm Acesso em: 12 mar. 2022.

ANBIMA (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS), **Raio X do Investidor Brasileiro**. São Paulo. 4ª Edição, 2021.

BARRETO, José Victor de Souza. **Fundos de investimento imobiliário no Brasil: as características que explicam o desempenho**. Dissertação (Mestrado Profissional em Finanças e Economia) - FGV - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016. Orientador: Prof. Dr. Victor Filipe Martins da Rocha. Disponível em <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/15511/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20-%20Jos%C3%A9%20Victor%20Souza%20Barreto.pdf>. Acesso em: 11 mar. 2022.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Boletim Mensal Fundos Imobiliários (FIIs) Real State Funds Newsletter**. 2022. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/3B/94/03/65/B74908104532BBF7AC094EA8/Boletim%20FII%20-%2004M22.pdf> Acesso em: 06 mai 2022.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Cotação IFIX (Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários)**. 2022 Disponível em: <https://www.google.com/finance/quote/IFIX:INDEXBVMF?sa=X&ved=2ahUKewj63MKm4cT2AhVplbkGHYHDDL8Q3ecFegQIEhAc&window=MAX>. Acesso em: 14 mar. 2022.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Cotação TGAR 11 TG Ativo Real**. 2022 Disponível em: <https://www.google.com/finance/quote/TGAR11:BVMF?sa=X&ved=2ahUKewjP65rK4cT2AhXAHLkGHUceCEEQ3ecFegQIBxAc>. Acesso em: 12 mar. 2022.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Metodologia do Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários**. 2020. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/2A/56/E3/DD/A3943710DB551337AC094EA8/IFIX-Metodologia-pt-br.pdf>. Acesso em: 13 mar 2022.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Uma análise da evolução dos investidores na B3**. 2021. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/EC/B5/B4/6F/6C63B71027085EA7AC094EA8/Book_PF-Agosto2021.pdf Acesso em: 10 mar 2022.

BRASIL. **Instrução CVM Nº 472, de 31 de outubro de 2008**. 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://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst472.html> Comissão de Valores Mobiliários. Acesso em: 11 mar. 2022.

BRASIL. **Instrução CVM Nº 472, de 31 de outubro de 2008.** 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://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst472.html> Comissão de Valores Mobiliários. Acesso em: 02 out. 2021.

BRASIL. **Lei 8.868, de 25 de junho de 1993.** Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro); e dá outras providências. Presidência da República Casa Civil Subchefia para Assuntos Jurídicos. Congresso Nacional. Brasília – DF. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8668.htm Acesso em: 02 out. 2021.

BRASIL. **Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004.** Dispõe sobre a alteração da tributação do mercado financeiro e de capitais; institui o Regime Tributário para Incentivo à Modernização e à Ampliação da Estrutura Portuária – REPORTO; altera as Leis nºs 10.865, de 30 de abril de 2004, 8.850, de 28 de janeiro de 1994, 8.383, de 30 de dezembro de 1991, 10.522, de 19 de julho de 2002, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, e 10.925, de 23 de julho de 2004; e dá outras providências. Presidência da República Casa Civil Subchefia para Assuntos Jurídicos. Congresso Nacional. Brasília – DF. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l11033.htm Acesso em: 05 mai. 2022.

BRASIL. **Projeto de Lei 2337/2021.** Dispõe sobre a alteração da legislação do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza das Pessoas Físicas e das Pessoas Jurídicas e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido Presidência da República Casa Civil Subchefia para Assuntos Jurídicos. Congresso Nacional. Brasília – DF. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=node0nwuvgd77ruqk1hou2hwo7nxz218994871.node0?codteor=2034420&filename=PL+2337/2021 Acesso em: 12 mar. 2022.

CLUBE FII. **CARTA MANIFESTO 'Contra a tributação dos rendimentos para pessoa física nos fundos de investimento imobiliário'.** 2021. Disponível em: https://www.clubefii.com.br/Carta_Aberta_Manifesto_Reforma_Tributaria_FIIs_julho_2021.pdf Acesso em: 06 mai 2022.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa.** 2002. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 11 mar. 2022.

ESTADÃO. **A visão de sete analistas sobre a permanência da isenção fiscal nos FIIs.** 2021. Disponível em: <https://investidor.estadao.com.br/investimentos/isencao-fundos-imobiliariosa-analise> Acesso em: 06 mai 2022.

FERREIRA, Fernanda Maria, **Fundos de Investimento Imobiliário – Governança**

Corporativa, Programa de Mestrado Escola Politécnica de São Paulo. São Paulo, 2011. Orientador: Prof. Dr. Sérgio Alfredo Rosa da Silva, Prof. Dr. Cláudio Tavares Alencar. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/3/3146/tde-12122011-135043/publico/Dissertacao_Fernanda_Maria_Ferreira.pdf Acesso em: 12 mar 2022.

FRADE, Rafael Berger. **Avaliação da sensibilidade dos fundos de investimento imobiliários a variações nas taxas de juros através da análise de componentes principais**. Dissertação (Mestrado Profissional em Finanças e Economia) - FGV - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2015. Orientador: Prof. Dr. Samy Dana. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13492/Rafael%20Frade%20Versao%20Final.pdf> Acesso em: 11 mar. 2022.

FUNDS EXPLORER, **TGAR 11 Fundo de Investimento Imobiliário TG Ativo Real**, Disponível em: <https://www.fundsexplorer.com.br/funds/tgar11>. Acesso em: 20 nov. 2021.

HIRANO, Felipe. **Determinantes do Desempenho de Fundos de Investimento Imobiliário**. Programa de Mestrado Profissional em Administração do Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa. 2018 Orientador: Prof. Dr. Michael Viriato Araujo. Disponível em: <http://hdl.handle.net/11224/2158>. Acesso em: 12 mar. 2022.

MENDES, Roni Antônio; **Fundos de Investimento Imobiliário Aspectos Gerais e Princípios de Análise**. São Paulo: Novatec 2018.

REIS, Tiago **FIs Isentos de Impostos | Live com o Dep. Celso Sabino (Relator da Reforma Tributária)**. Disponível em: <https://youtu.be/FchmsYZzjOo>. Acesso em 03 mai 2022.

REIS, Tiago. **Twitter**. 2021. Disponível em: https://twitter.com/Tiagogreis/status/1408456578362130445?ref_src=twsrc%5Etfw%7Ctwcamp%5Etweetembed%7Ctwterm%5E1408456578362130445%7Ctwgr%5E%7Ctwcon%5Es1_%26ref_url=https%3A%2F%2Finvestidor.estadao.com.br%2Finvestimentos%2Fisencao-fundos-imobiliarios-a-analise%2F. Acesso em: 05 mai 2022.

SCOLESE, D.; BERGMANN, D. R.; SILVA, F. L. da; SAVOIA, J. R. F. **ANÁLISE DE ESTILO DE FUNDOS IMOBILIÁRIOS NO BRASIL. Revista de Contabilidade e Organizações, [S. l.]**, v. 9, n. 23, p. 24-35, 2015. DOI: 10.11606/rco.v9i23.83452. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rco/article/view/83452>. Acesso em: 12 mar. 2022.

TEIXEIRA, Odilon Ferraroni. **Fundos Especializados Versus Fundos Diversificados: Análise De Desempenho Dos Fundos De Investimento Imobiliários No Brasil (2011 – 2018)**. Programa de Pós Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie. 2019. Orientador: Profº Dr. Denis Forte. Disponível em: <http://tede.mackenzie.br/jspui/handle/tede/4016>. Acesso em: 09 mar 2022.

TERPINS, Nicole Mattar Haddad. **A natureza jurídica dos fundos de investimento imobiliários**. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. doi:10.11606/D.2.2014.tde-14052015-145102. Acesso em: 12 nov. 2021.

TGAR 11, TG Ativo Real. **Regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário TG ATIVO REAL.** 2021. Disponível em: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/visualizarDocumento?id=203482&cvm=true> Acesso em: 12 nov. 2021

TGAR 11, TG Ativo Real. **Regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário Monsuaba.** 2016. Disponível em: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/visualizarDocumento?id=18383&cvm=true> Acesso em: 12 nov. 2021

TGAR 11, TG Ativo Real. **Relatório Gerencial TG ATIVO REAL Jan 2022.** 2022, Disponível em: <http://tgar11.com.br/relatorios/uploads/c18c2ddd3d066dade3685d619cbad6f323022022094333.pdf>. Acesso em: 14 mar. 2022.

TGAR 11, TG Ativo Real. **Relatório Gerencial TG ATIVO REAL Set 2021.** 2021, Disponível em: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/visualizarDocumento?id=227103&cvm=true> Acesso em: 15 nov. 2021.

XP INVESTIMENTOS. **Raio X Indústria de FIIS.** 2021. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/fundos-imobiliarios/relatorios/raio-x-industria-de-fiis-junho-2021/>. Acesso em: 10 mar. 2022.