

Condições para estruturação de fundos imobiliários com renda proveniente de locações residenciais

LUIS FELIPE SOLA

PROF^a. DR^a. PAOLA TORNERI PORTO

Estrutura do Trabalho

- Introdução: justificativa e objetivo
- Caracterização dos *REITs* residenciais
- Mercado de locação residencial brasileiro
- Estudo de caso
- Conclusão

Estrutura do Trabalho

- Introdução: justificativa

Estrutura do Trabalho

- Introdução: justificativa
 - Recursos conservadores => produtos imobiliários
 - Inconvenientes da operação destes produtos:
 - - problemas administrativos
 - - investimentos significativos
 - - pouca flexibilidade
 - - riscos de inadimplência e vacância
- Diversos países criaram mecanismos securitização para estimular este mercado: Brasil => FIIs
 - FIIs detém uma diversificação de ativos entretanto não existe FII voltado a locação residencial

Estrutura do Trabalho

- Introdução: objetivo
- O objetivo deste trabalho é avaliar a possibilidade de estruturação de fundos imobiliários com renda proveniente de locações residenciais, do ponto de vista de atratividade para o investidor.

Estrutura do Trabalho

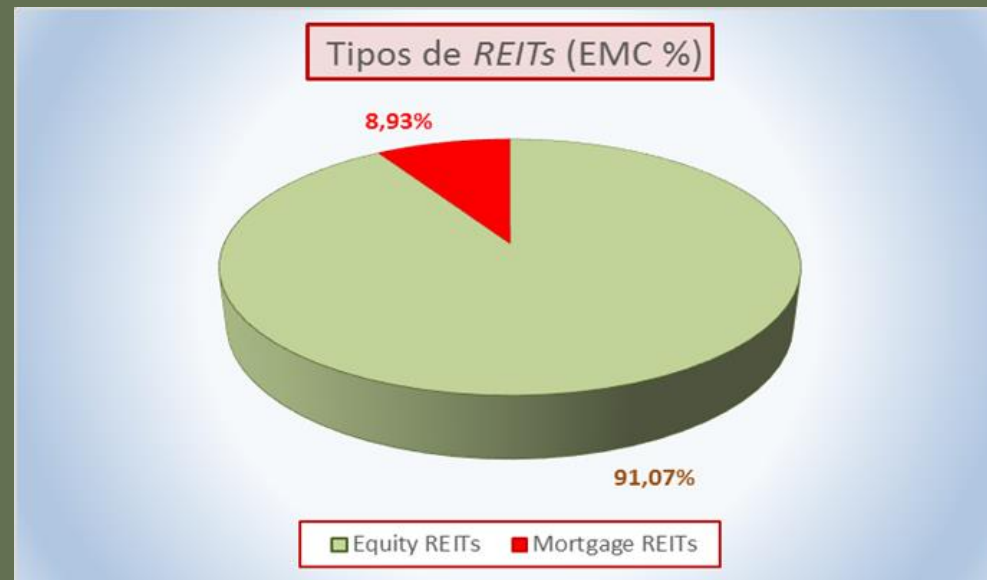
- Introdução: justificativa e objetivo
- Caracterização dos *REITs* residenciais

Caracterização dos *REITs*

- Trata-se de um veículo de investimento caracterizado como companhia que investe em propriedades imobiliárias geradoras de rendas (*Equity REITs*) ou em financiamentos de imóveis (*Mortgage REITs*).

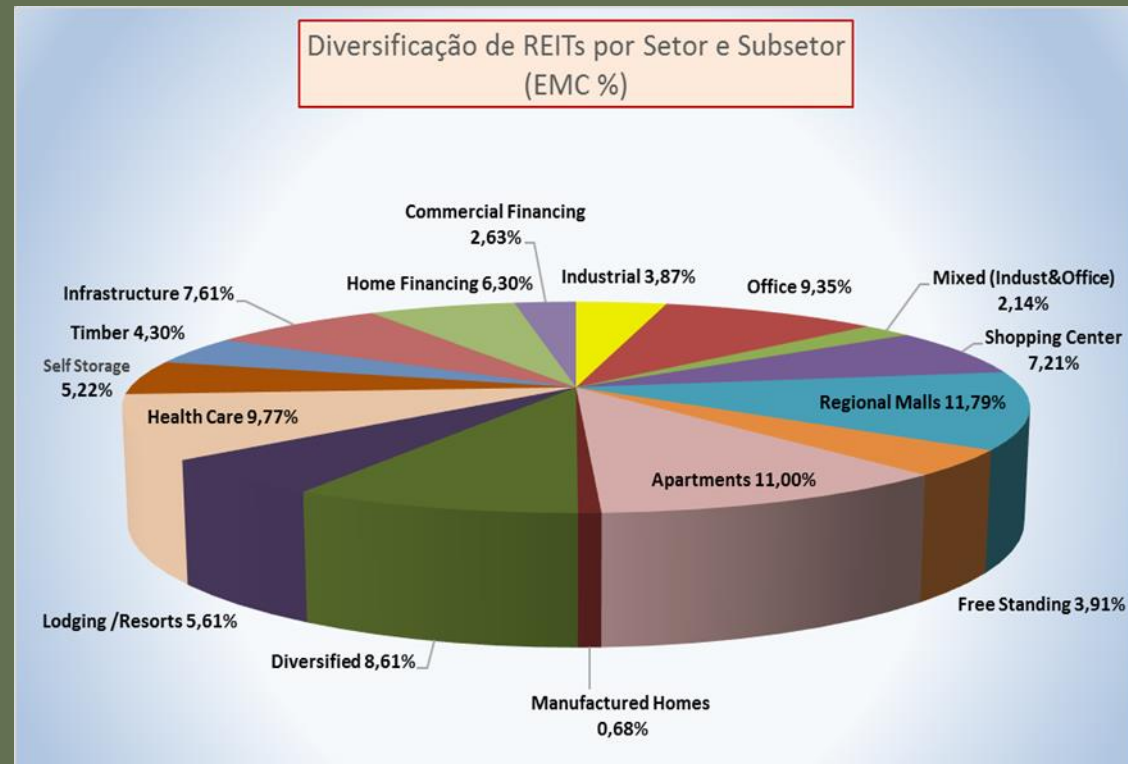
Caracterização dos REITs

- Trata-se de um veículo de investimento caracterizado como companhia que investe em propriedades imobiliárias geradoras de rendas (*Equity REITs*) ou em financiamentos de imóveis (*Mortgage REITs*).

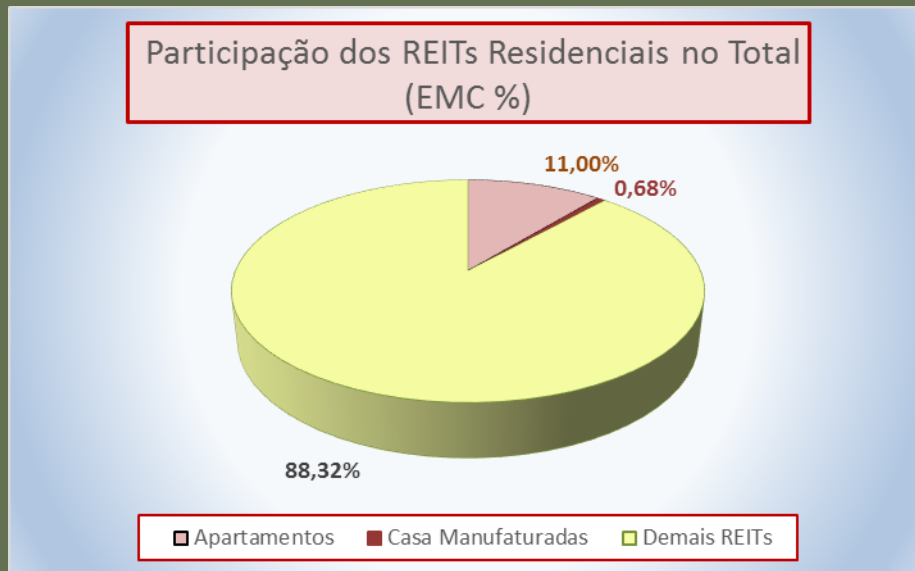


Caracterização dos REITs

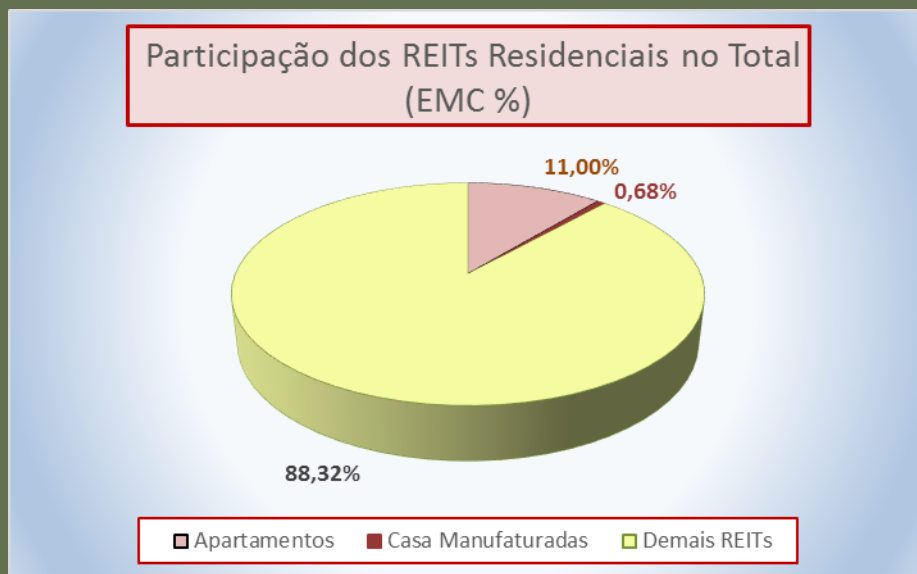
Estratégia: Especialização em determinados segmentos de mercado



REITs residenciais

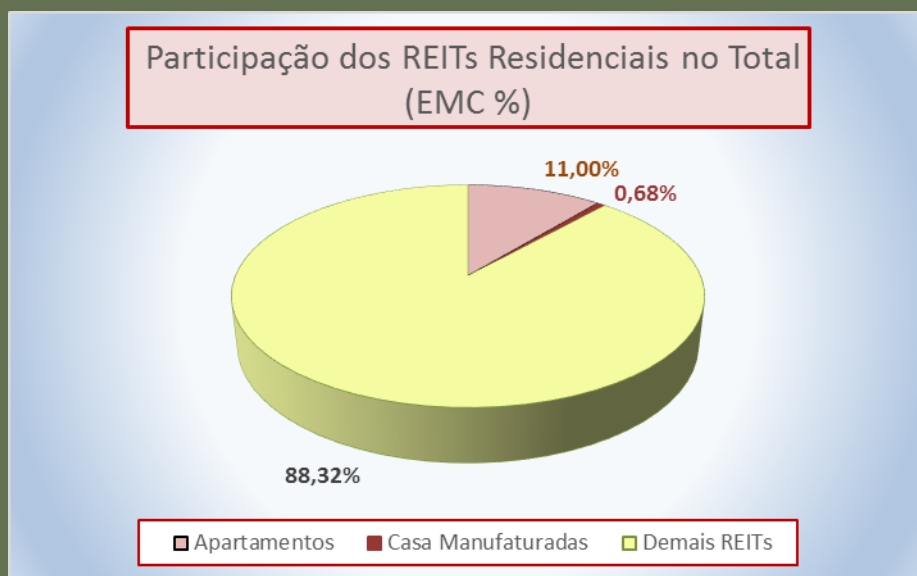


REITs residenciais



- *AvalonBay Communities Inc.*
- *Equity Residential*

REITs residenciais



- *AvalonBay Communities Inc.*
- *Equity Residential*

REITs Residenciais Americanos		
fev/14	sigla	EMC (U\$ Milhões)
Apartamentos		
American Campus Communities Inc.	ACC	3.865
Apartment Investment & Management Co.	AIV	4.350
Associated Estates Realty Corp.	AEC	983
AvalonBay Communities Inc.	AVB	16.685
BRE Properties Inc.	BRE	4.738
Camden Property Trust	CPT	5.659
Campus Crest Communities Inc.	CCG	535
Education Realty Trust Inc.	EDR	1.083
Equity Residential	EQR	21.049
Essex Property Trust Inc.	ESS	6.355
Home Properties Inc.	HME	3.350
Independence Realty trust inc	IRT	152
Mid-America Apartment Communities Inc.	MAA	5.036
Post Properties Inc.	PPS	2.630
Preferred Apartment Communities Inc.	APTS	123
Trade Street Residential Inc.	TSRE	265
UDR Inc.	UDR	6.458
Total		83.315
Casas Manufaturadas		
Equity Lifestyle Properties Inc.	ELS	3.326
Sun Communities Inc.	SUI	1.652
UMH Properties Inc.	UMH	185
Total		5.162
Total Geral dos REITs Residenciais		88.477

Estratégia dos REITs

- Segmentação de Mercado: por localização geográfica de mercado ou por segmento.

Estratégia dos REITs

- Segmentação de Mercado: por localização geográfica de mercado ou por segmento.
- Mercado escolhido para localização ativos. Escolha de locais onde haja restrição de oferta e crescimento significativo.

Estratégia dos REITs

- Segmentação de Mercado: por localização geográfica de mercado ou por segmento.
- Mercado escolhido para localização ativos. Escolha de locais onde haja restrição de oferta e crescimento significativo.
- Seleção criteriosa do público

Estratégia dos REITs

- Segmentação de Mercado: por localização geográfica de mercado ou por segmento.
- Mercado escolhido para localização ativos. Escolha de locais onde haja restrição de oferta e crescimento significativo.
- Seleção criteriosa do público
- Portfólio de propriedades extenso.

Estratégia dos REITs

- Segmentação de Mercado: por localização geográfica de mercado ou por segmento.
- Mercado escolhido para localização ativos. Escolha de locais onde haja restrição de oferta e crescimento significativo.
- Seleção criteriosa do público
- Portfólio de propriedades extenso.
- Serviços Oferecidos aos residentes.

Estratégia dos REITs

- Segmentação de Mercado: por localização geográfica de mercado ou por segmento.
- Mercado escolhido para localização ativos. Escolha de locais onde haja restrição de oferta e crescimento significativo.
- Seleção criteriosa do público
- Portfólio de propriedades extenso.
- Serviços Oferecidos aos residentes.
- Pesquisa de mercado.

Estratégia dos REITs

- Segmentação de Mercado: por localização geográfica de mercado ou por segmento.
- Mercado escolhido para localização ativos. Escolha de locais onde haja restrição de oferta e crescimento significativo.
- Seleção criteriosa do público
- Portfólio de propriedades extenso.
- Serviços Oferecidos aos residentes.
- Pesquisa de mercado.
- Estratégia de compra e/ou desenvolvimento (construção) de propriedades.

Estrutura do Trabalho

- Introdução: justificativa, objetivo, metodologia
- Caracterização dos *REITs* residenciais
- Mercado de locação residencial brasileiro

Breve panorama do mercado de locação residencial brasileiro

- Verifica-se na data do estudo uma demanda de mercado

Breve panorama do mercado de locação residencial brasileiro

- Verifica-se na data do estudo uma demanda de mercado
- Mudanças na legislação: Lei 12.112 de 2009 (Nova Lei do inquilinato) e alteração na alienação fiduciária (Lei 11.481 de 2007). =>conferiram maior segurança a proprietários e celeridade na troca do inquilino por falta de pagamento.

Breve panorama do mercado de locação residencial brasileiro

- Verifica-se na data do estudo uma demanda de mercado
- Mudanças na legislação: Lei 12.112 de 2009 (Nova Lei do inquilinato) e alteração na alienação fiduciária (Lei 11.481 de 2007). =>conferiram maior segurança a proprietários e celeridade na troca do inquilino por falta de pagamento.
- Observam-se vantagens na locação através de um instrumento de securitização contra a operação direta da propriedade


Breve panorama do mercado de locação residencial brasileiro

- Verifica-se na data do estudo uma demanda de mercado
- Mudanças na legislação: Lei 12.112 de 2009 (Nova Lei do inquilinato) e alteração na alienação fiduciária (Lei 11.481 de 2007). =>conferiram maior segurança a proprietários e celeridade na troca do inquilino por falta de pagamento.
- Observam-se vantagens na locação através de um instrumento de securitização contra a operação direta da propriedade
 - Universalidade de acesso (fracionamento investimento) => liquidez
 - Incentivo tributário
 - Diluição de riscos
 - Transparência do processo
 - Delegação da administração para profissionais

Breve panorama do mercado de locação residencial brasileiro

- Verifica-se na data do estudo uma demanda de mercado
- Mudanças na legislação: Lei 12.112 de 2009 (Nova Lei do inquilinato) e alteração na alienação fiduciária (Lei 11.481 de 2007). =>conferiram maior segurança a proprietários e celeridade na troca do inquilino por falta de pagamento.
- Observam-se vantagens na locação através de um instrumento de securitização contra a operação direta da propriedade.
- Existência de possível demanda aliada a mitigação de fatores de risco de inadimplência podem incentivar desenvolvimento da atividade. Com viabilidade econômica, podem ser desenvolvidas condições para criação de instrumentos de securitização que se utilizem de um enfoque profissional e das corretas estratégias.

Breve panorama do mercado de locação residencial brasileiro

- Verifica-se na data do estudo uma demanda de mercado
- Mudanças na legislação: Lei 12.112 de 2009 (Nova Lei do inquilinato) e alteração na alienação fiduciária (Lei 11.481 de 2007). => conferiram maior segurança a proprietários e celeridade na troca do inquilino por falta de pagamento.
- Observam-se vantagens na locação através de um instrumento de securitização contra a operação direta da propriedade
 - Existência de possível demanda aliada a mitigação de fatores de risco de inadimplência podem incentivar desenvolvimento da atividade. Com viabilidade econômica, podem ser desenvolvidas condições para criação de instrumentos de securitização que se utilizem de um enfoque profissional e das corretas estratégias.
- OBS.: Benchmark atividade para investidor no mercado locação investimento conservador => alternativas com padrão similar risco (entre a Renda fixa líq. IR e a caderneta de poupança).  9,14 % a.a. e 7,15 % a.a. nominal.

Estrutura do Trabalho

- Introdução: justificativa, objetivo, metodologia
- Caracterização dos *REITs* residenciais
- Mercado de locação residencial brasileiro
- Estudo de caso

Estudo de Caso: FII com renda de locação residencial

- Estudo de caso protótipo pois no momento não se encontram no mercado brasileiro FIIs com esta estratégia de atuação.

Estudo de Caso: FII com renda de locação residencial

- Estudo de caso protótipo pois no momento não se encontram no mercado brasileiro FIIs com esta estratégia de atuação.
- Público Alvo: público jovem na faixa entre 20 e 40 anos com nível escolaridade alto e preferencialmente sem filhos com renda média familiar nas classes A e B.

Estudo de Caso: FII com renda de locação residencial

- Estudo de caso protótipo pois no momento não se encontram no mercado brasileiro FIIs com esta estratégia de atuação.
- Público Alvo: público jovem na faixa entre 20 e 40 anos com nível escolaridade alto e preferencialmente sem filhos com renda média familiar nas classes A e B.
- Característica apartamentos do portfólio:
 - apartamentos de um e dois dormitórios.
 - área útil entre 40 m² e 130 m².

Estudo de Caso: FII com renda de locação residencial

- Estudo de caso protótipo pois no momento não se encontram no mercado brasileiro FIIs com esta estratégia de atuação.
- Público Alvo: público jovem na faixa entre 20 e 40 anos com nível escolaridade alto e preferencialmente sem filhos com renda média familiar nas classes A e B.
- Característica apartamentos do portfólio:
 - apartamentos de um e dois dormitórios.
 - área útil entre 40 m² e 130 m².
- Pesquisa de mercado (oferta mercado competitivo na região de influência)

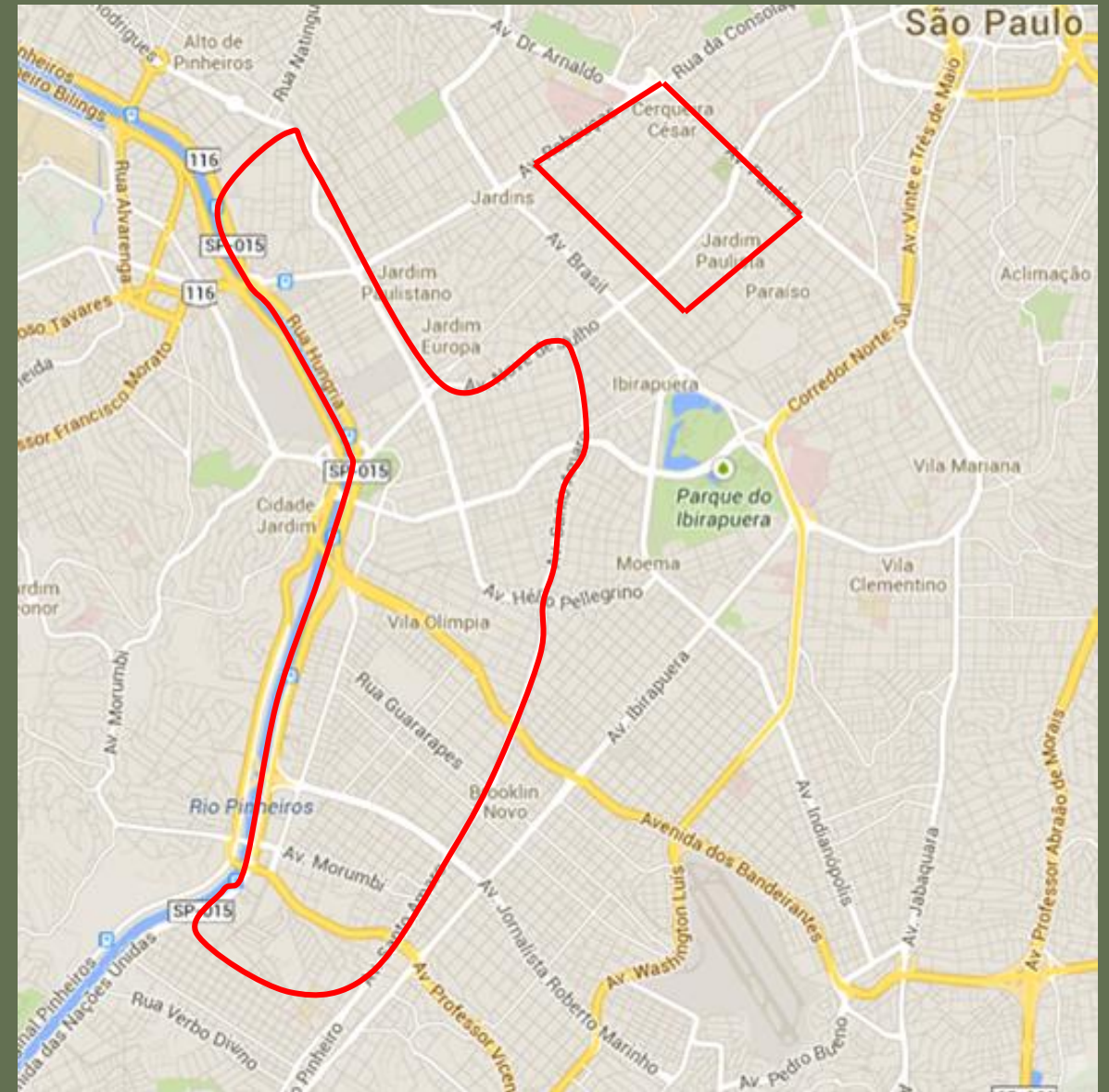
REGIÃO DE INFLUÊNCIA: Cidade de São Paulo

Vetores:

- Bairros com custo de aquisição elevado
- Próximo a polos geradores de empregos
- Próximo a atividades de lazer e diversão
- Bairros com boa estrutura de transporte urbano

Região de Influência

- Alto de Pinheiros
- Berrini
- Brooklin Novo
- Brooklin Paulista
- Cerqueira César
- Cidade Monções
- Itaim Bibi
- Jardim Paulista
- Jardins
- Vila Cordeiro
- Vila Nova Conceição
- Vila Olímpia



Características do Fundo Imobiliário para o estudo de caso

Custo de Aquisição Portfólio (R\$ / m²)	
Preço de compra de imóvel e colocação mobiliário, equipamentos e decoração por m2	10.528
Preço de compra de imóvel por m2	9.808
Preço de compra e instalação de mobiliário, equipamentos e decoração por m2	720

Características do Fundo Imobiliário para o estudo de caso

CALIBRAGEM DO CAPITAL DO FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO			
Valores em R\$ Fev 14			
Capital do Fundo de Investimento Imobiliário		300.000.000	100,00%
Contas de estruturação (devolução ao originador)		- 775.000	-0,26%
contas de lançamento do fundo à mercado	3,50% capital fundo	- 10.500.000	-3,50%
contas das corretagens das locações	valor 1 locação mensal	- 1.789.918	-0,60%
contas da transmissão do imóvel	3,00% s/ custo imóvel	- 8.313.643	-2,77%
reserva de segurança	0,50% sobre capital	- 1.500.000	-0,50%
Mês de distribuição margem segurança	13		
preço de compra dos imóveis (valor do Portfólio)		277.121.439	92,37%

Características do Fundo Imobiliário para o estudo de caso

CENÁRIO PARA LOCAÇÃO (Variáveis em faixas para o Cenário Referencial)			
Valores em R\$ Fev - 14			
Aluguel de Referência / m² de AreaBR / mês			68,00
Varição do Valor do Aluguel em regime	variação positiva		2,50%
	Varição negativa		-5,00%
Ganho ou Perda real do aluguel - Ciclo Operacional			
Reajuste anual real sup.(taxa de incremento superior real alt	0,000% a.m.	a.a.	0,00%
Taxa de Ocupação Arbitrada para período operacional	ano operacional	1	85,00%
	ano operacional	2	90,00%
	ano operacional (em regime)	3	95,00%
Cenário referencial entre fronteiras: do ano3 em diante, desvio máximo arbitrado (mínimo do cenário)			90,00%
Inadimplência no cenário referencial		taxa	2,00%
prazo de recuperação		meses	6
recuperação		do débito em atraso	50,00%
Custo dos Vazios / m² de AreaBR não locada / mês			11,00
Contas de Condomínio do Proprietário / m² de Area BR locada / mês		5,00% do custo do vazic	0,55
Corretagem na Renovação de Contratos			
i. Contratos renovados a cada 4 anos, com taxa de renovação de 50%.			50,00%
ii. Custo de corretagem: 1 aluguel mensal.			1
iii. Equivalente ao impacto anual da receita de 1,042%, aplicado a partir do início do ano 3 operacional.			1,04%

Características do Fundo Imobiliário para o estudo de caso

Ciclo Operacional (Contas e Despesas do FII)				
Valores em R\$ Fev 14				
			anual	mensal
FRA (Fundo de reposição de ativos)	3,00%	da receita bruta	644.371	53.698
Administração FII (0,25% de 1/12 do patrimônio)	0,25%	sobre patrimônio (portfólio)	692.804	57.734
Valor mínimo cobrado				30.000
Despesas Operacionais do FII			979.925	80.827
Consultores	0,25%	sobre patrimônio (portfólio)	692.804	57.734
Outras Despesas (auditor, honorários advocatícios, prêmios seguros)	0,10%	sobre patrimônio (portfólio)	277.121	23.093
Escriturador		anual	10.000	

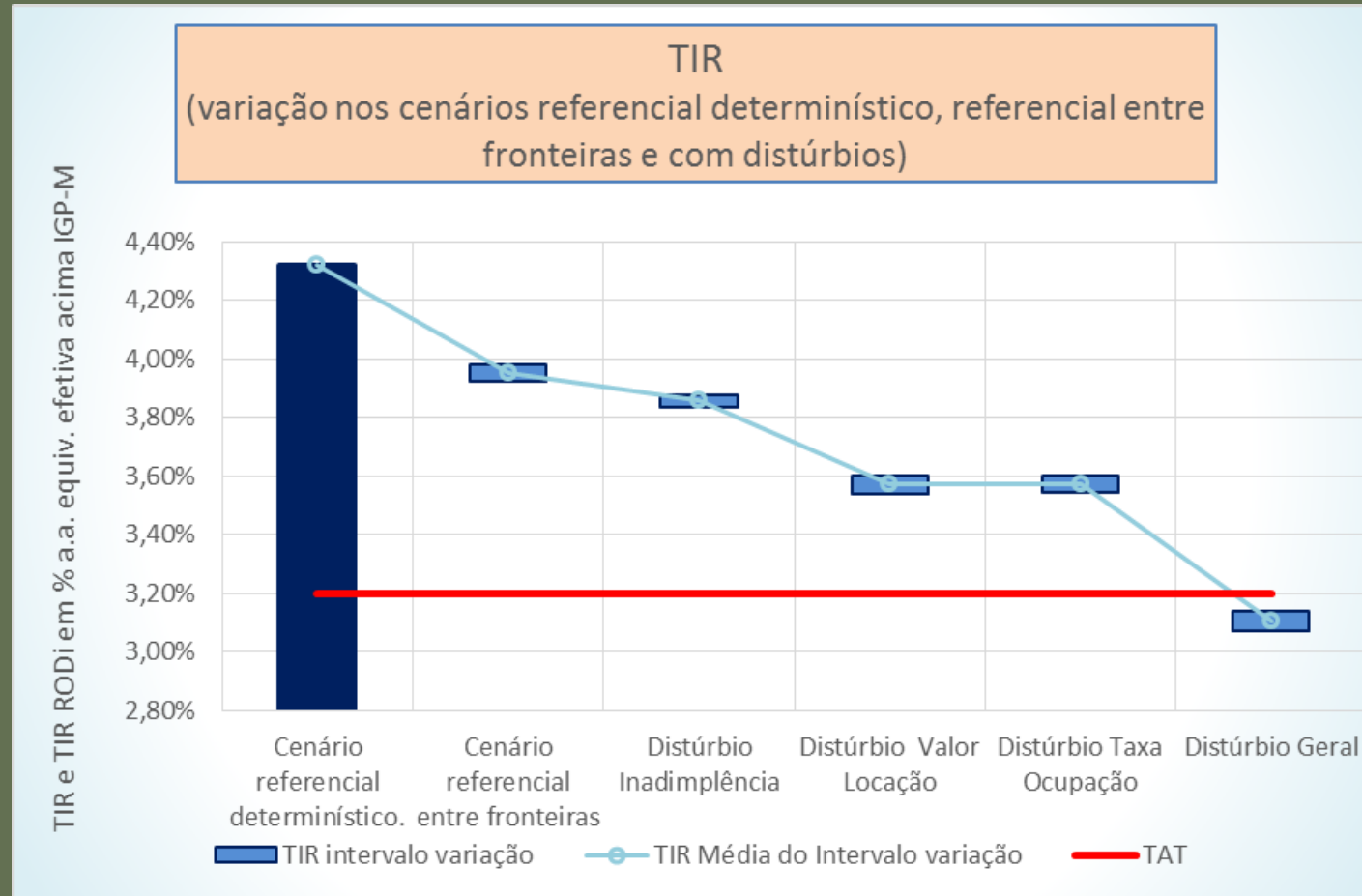
Características do Fundo Imobiliário para o estudo de caso

CENÁRIO ECONÔMICO (Variáveis em faixas para o Cenário Referencial)			
Valores em R\$ Fev - 14			
Inflação pelo IGP-M (% a.a.)			
inflação mínima no cenário, pela taxa equivalente anual	0,23% a.m.	a.a.	2,86%
inflação média no cenário, pela taxa equivalente anual	0,52% a.m.	a.a.	6,43%
Inflação máxima no cenário, pela taxa equivalente anual	0,80% a.m.	a.a.	10,00%
TAT - taxa de atratividade equiv. efetiva acima IGP-M	0,26% a.m.	a.a.	3,20%
RMA - Rentabilidade média anual real - patamar mínimo	0,60% a.m.	a.a.	7,50%

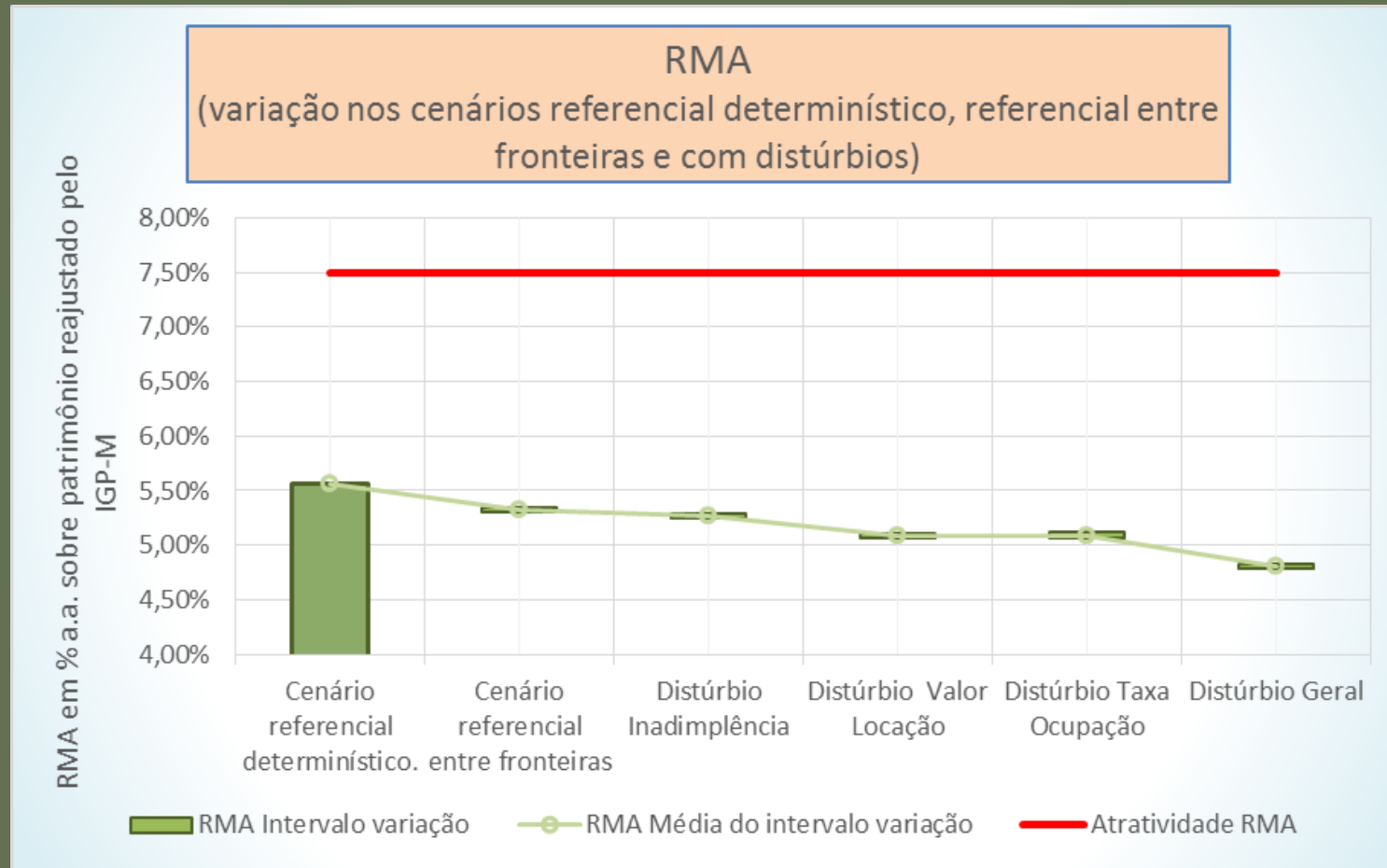
Características do Fundo Imobiliário para o estudo de caso

Análise de Risco			
Análise Aleatória Dispersac/ Perturbação Inadimplência, Valor Locação e Taxa Ocupação			
dados da amostra de laboratório (n=50)			
variável taxa de Inadimplência			
Cenário referencial	Valor		2,00%
Fronteiras Variação Cenário Referencial	Fx variação Mín..		0,00%
	Fx variação Máx.		0,00%
Fronteiras Variação na Análise de Risco	Fx Distorção Mín.		0,00%
	Fx Distorção Máx.		200,00%
Variável Valor de Locação			
Cenário referencial	Valor	R\$	68,00
Fronteiras Variação Cenário Referencial	Fx variação Mín..		-5,00%
	Fx variação Máx.		2,50%
Fronteiras Variação na Análise de Risco	Fx Distorção Mín.		0,00%
	Fx Distorção Máx.		-7,50%
variável taxa de Ocupação			
Cenário referencial	Valor		95,00%
Fronteiras Variação Cenário Referencial	Valor Mín.		90,00%
	Valor Máx.		95,00%
Fronteiras Variação na Análise de Risco	Fx Distorção Mín.		0,00%
	Fx Distorção Máx.		-7,50%

Comparação dos indicadores entre cenários (Taxa Interna de Retorno)



Comparação dos indicadores entre cenários: (Rentabilidade Média Anual real)



Simulação de indicadores para operação direta pelos proprietários dos imóveis na pessoa física

INDICADORES DE RESULTADOS NAS COTAS DO FII ORIGINAL X INVESTIDOR OPERANDO DIRETAMENTE COM INCIDÊNCIA IR EM 27,5% - CENÁRIO ENTRE FRONTEIRAS		
	FII Original	Investidor Operando Diretamente
	Valores em R\$ Fev-14	Valores em R\$ Fev-14
Capital do Fundo de Investimento Imobiliário	300.000.000	300.000.000
Taxa de Atratividade (TAT)	3,20%	3,20%
Taxa de Retorno (TIR) no Ciclo de 20 anos % anual equivalente, acima do IGP-M	3,80%	1,53%
Parte da TIR Formada pelo Fluxo RODi (TIR-rodí)	0,61%	0,00%
Parâmetro mínimo de atratividade para RMA sobre o capital ajustado pelo IGP-M	7,50%	7,50%
Rentabilidade Média Anual sobre o Capital Ajustado pelo IGP-M	5,33%	3,94%

Simulação de indicadores para operação direta pelos proprietários dos imóveis na pessoa física

INDICADORES DE RESULTADOS NAS COTAS DO FII ORIGINAL X INVESTIDOR OPERANDO DIRETAMENTE COM INCIDÊNCIA IR EM 27,5% - CENÁRIO ENTRE FRONTEIRAS		
	FII Original	Investidor Operando Diretamente
	Valores em R\$ Fev-14	Valores em R\$ Fev-14
Capital do Fundo de Investimento Imobiliário	300.000.000	300.000.000
Taxa de Atratividade (TAT)	3,20%	3,20%
Taxa de Retorno (TIR) no Ciclo de 20 anos % anual equivalente, acima do IGP-M	3,80%	1,53%
Parte da TIR Formada pelo Fluxo RODi (TIR-rodí)	0,61%	0,00%
Parâmetro mínimo de atratividade para RMA sobre o capital ajustado pelo IGP-M	7,50%	7,50%
Rentabilidade Média Anual sobre o Capital Ajustado pelo IGP-M	5,33%	3,94%

- A operação direta apresenta indicadores inferiores para todas as faixas de alíquotas de IR (excluída a isenção) na comparação com a operação através de um instrumento de securitização (FII).

Estrutura do Trabalho

- Introdução: justificativa, objetivo, metodologia
- Caracterização dos *REITs* residenciais
- Mercado de locação residencial brasileiro
- Estudo de caso
- Conclusão

Conclusão e sugestões

- Importância da locação residencial como alternativa de moradia em um país com déficit de habitação.

Conclusão e sugestões

- Importância da locação residencial como alternativa de moradia em um país com déficit de habitação.
- Devem ser incentivados mecanismos de securitização que possibilitem acesso de capital de pequenos e médios investidores ao mercado.

Conclusão e sugestões

- Importância da locação residencial como alternativa de moradia em um país com déficit de habitação.
- Devem ser incentivados mecanismos de securitização que possibilitem acesso de capital de pequenos e médios investidores ao mercado.
- Verificar as condições para estruturação de fundos imobiliários com renda proveniente de locações residenciais.

Conclusão e sugestões

- Importância da locação residencial como alternativa de moradia em um país com déficit de habitação.
- Devem ser incentivados mecanismos de securitização que possibilitem acesso de capital de pequenos e médios investidores ao mercado.
- Verificar as condições para estruturação de fundos imobiliários com renda proveniente de locações residenciais.
- Como primeira conclusão, o estudo de caso indicou que fundos com estas características devem procurar formas de incrementar sua performance para aumentar atratividade ao cotista na comparação com outros FIIs (tradicionalmente investidores de fundos costumam analisar os riscos e comparar os fundos com o indicador RMA).

Conclusão e sugestões

- Como sugestão para incremento de performance podem ser utilizadas estratégias desenvolvidas pelos *REITs*:

Conclusão e sugestões

- Como sugestão para incremento de performance podem ser utilizadas estratégias desenvolvidas pelos *REITs*:
 - localizar ativos em áreas com restrição de oferta e em áreas com crescimento.

Conclusão e sugestões

- Como sugestão para incremento de performance podem ser utilizadas estratégias desenvolvidas pelos *REITs*:
 - localizar ativos em áreas com restrição de oferta e em áreas com crescimento.
 - Procurar público alvo com maior poder aquisitivo e escolaridade, além de perfil com maior propensão ao aluguel.

Conclusão e sugestões

- Como sugestão para incremento de performance podem ser utilizadas estratégias desenvolvidas pelos *REITs*:
 - localizar ativos em áreas com restrição de oferta e em áreas com crescimento.
 - Procurar público alvo com maior poder aquisitivo e escolaridade, além de perfil com maior propensão ao aluguel.
 - Utilização de pesquisa de mercado para adequar produtos ou serviços ao público alvo.

Conclusão e sugestões

- Como sugestão para incremento de performance podem ser utilizadas estratégias desenvolvidas pelos *REITs*:
 - localizar ativos em áreas com restrição de oferta e em áreas com crescimento.
 - Procurar público alvo com maior poder aquisitivo e escolaridade, além de perfil com maior propensão ao aluguel.
 - Utilização de pesquisa de mercado para adequar produtos ou serviços ao público alvo.
 - Oferecimento de serviços.

Conclusão e sugestões

- Como sugestão para incremento de performance podem ser utilizadas estratégias desenvolvidas pelos *REITs*:
 - localizar ativos em áreas com restrição de oferta e em áreas com crescimento.
 - Procurar público alvo com maior poder aquisitivo e escolaridade, além de perfil com maior propensão ao aluguel.
 - Utilização de pesquisa de mercado para adequar produtos ou serviços ao público alvo.
 - Oferecimento de serviços.
 - Utilização de base operacional eficiente (site e portal de serviços).

Conclusão e sugestões

- Como sugestão para incremento de performance podem ser utilizadas estratégias desenvolvidas pelos *REITs*:
 - localizar ativos em áreas com restrição de oferta e em áreas com crescimento.
 - Procurar público alvo com maior poder aquisitivo e escolaridade, além de perfil com maior propensão ao aluguel.
 - Utilização de pesquisa de mercado para adequar produtos ou serviços ao público alvo.
 - Oferecimento de serviços.
 - Utilização de base operacional eficiente (site e portal de serviços).
 - Concessão de garantias: por exemplo, programas *Total Satisfaction* ou *Express Service*.

Conclusão e sugestões

- Como sugestão para incremento de performance podem ser utilizadas estratégias desenvolvidas pelos *REITs*:
 - localizar ativos em áreas com restrição de oferta e em áreas com crescimento.
 - Procurar público alvo com maior poder aquisitivo e escolaridade, além de perfil com maior propensão ao aluguel.
 - Utilização de pesquisa de mercado para adequar produtos ou serviços ao público alvo.
 - Oferecimento de serviços.
 - Utilização de base operacional eficiente (site e portal de serviços).
 - Concessão de garantias: por exemplo, programas *Total Satisfaction* ou *Express Service*.
 - Fortalecimento da marca (bons produtos e serviços) tende a atrair mais clientes à empresa.

Conclusão e sugestões

- Como sugestão para incremento de performance podem ser utilizadas estratégias desenvolvidas pelos *REITs*:
 - localizar ativos em áreas com restrição de oferta e em áreas com crescimento.
 - Procurar público alvo com maior poder aquisitivo e escolaridade, além de perfil com maior propensão ao aluguel.
 - Utilização de pesquisa de mercado para adequar produtos ou serviços ao público alvo.
 - Oferecimento de serviços.
 - Utilização de base operacional eficiente (site e portal de serviços).
 - Concessão de garantias: por exemplo, programas *Total Satisfaction* ou *Express Service*.
 - Fortalecimento da marca (bons produtos e serviços) tende a atrair mais clientes à empresa.
 - Controle de propriedades inteiras.

Conclusão e sugestões

- A utilização de estratégias similares podem agregar melhor performance aos fundos residenciais que tendem a ajudar na sua rentabilidade de forma a impulsionar o mercado de fundos imobiliários com renda proveniente de locações residenciais como alternativa a outros FIIs.

Conclusão e sugestões

- A utilização de estratégias similares podem agregar melhor performance aos fundos residenciais que tendem a ajudar na sua rentabilidade de forma a impulsionar o mercado de fundos imobiliários com renda proveniente de locações residenciais como alternativa a outros FIIs.
- Além disso, nas condições estudadas, pode ser concluído que a locação residencial, feita através de um instrumento de securitização, tende a apresentar resultados superiores do que a operação direta dos imóveis para todas as alíquotas de imposto de renda (excluída a isenção), mesmo considerando os altos custos de operação e de lançamento de um fundo no mercado.

Obrigado