

ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

**DANILO FOGAÇA GALDINO
OSCAR JOSÉ GHIZZI JÚNIOR
TIAGO ALVES OLIVEIRA PEREIRA**

**ANÁLISE CRÍTICA DE ESTRATÉGIAS DE GESTÃO DE PORTFÓLIO EM FII DE
ACORDO COM AS FASES DO CICLO IMOBILIÁRIO: ESTUDO DE CASO DO BC
FUND**

São Paulo

2019

ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

**DANILO FOGAÇA GALDINO
OSCAR JOSÉ GHIZZI JÚNIOR
TIAGO ALVES OLIVEIRA PEREIRA**

**ANÁLISE CRÍTICA DE ESTRATÉGIAS DE GESTÃO DE PORTFÓLIO EM FII DE
ACORDO COM AS FASES DO CICLO IMOBILIÁRIO: ESTUDO DE CASO DO BC
FUND**

Trabalho Final apresentado à Escola Politécnica da
Universidade de São Paulo para obtenção do título
de Engenheiro Civil.

Orientador:

Prof. Dr. Cláudio Tavares Alencar.

São Paulo

2019

RESUMO

Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) foram instituídos no Brasil em 1993 e tem ganho maturidade e atraído cada vez mais investidores ao longo do tempo, visto que representam atualmente uma alternativa de investimento com boa perspectiva de rentabilidade, principalmente em um ambiente de taxas reais de juros baixas.

O desempenho dos FII depende das estratégias adotadas pelo gestor e pode variar de acordo com o momento do mercado de Real Estate. Observa-se que o mercado possui um comportamento cíclico, em que variam a oferta e a demanda, exercendo pressões de alta e de baixa nos preços de locação e taxas de vacância. O comportamento cíclico não é consequência dos fatores macroeconômicos, mas a intensidade com que esse processo ocorre é influenciada pelos mesmos, sendo eles o crescimento do PIB, a taxa de inflação e, principalmente, a taxa de juros. Um gestor, portanto, deve estar atento às condições do mercado ao traçar sua estratégia de composição do portfólio, alocando os recursos de modo a obter maiores rentabilidades.

O presente trabalho realiza uma leitura do posicionamento estratégico de um FII e seu impacto na rentabilidade em cada fase do ciclo imobiliário. Para isso, é escolhido um Fundo para estudo de caso, o BC Fund, e a composição do seu portfólio é analisada de acordo com cada uma das fases do ciclo (crescimento, desaceleração, recessão e recuperação). Em cada uma das fases a composição do portfólio é avaliada de acordo com a taxa Selic, os preços de aluguel e as taxas de vacância no mercado imobiliário de São Paulo.

Ao se analisar as decisões do Fundo durante as fases, observa-se que, durante a fase de recuperação, o Fundo é comprador líquido de imóveis, o que o possibilitou aumentar a distribuição de dividendos nas fases seguintes. O Fundo opta por comprar imóveis no final da fase de crescimento e início da fase de desaceleração, o que não foi positivo para a sua rentabilidade, pois nesse momento os preços dos imóveis estão, potencialmente, acima do preço justo enquanto a capacidade de geração de renda dos mesmos começa a cair. Ainda nessa fase ocorre uma captação de recursos, inicialmente alocada em papel de curto prazo, para, ao longo da fase seguinte, ser utilizada na compra de imóveis. Entende-se, contudo, que a alocação ideal seria em dívidas imobiliárias de longo prazo, de forma a se proteger a rentabilidade. Por fim, na fase de recessão ocorre a venda de imóveis, com recursos usados para pagar os cotistas e manter a rentabilidade, o que talvez não fosse necessário caso o Fundo tivesse optado por manter no portfólio as dívidas imobiliárias de longo prazo.

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	2
1.1.	Contexto do tema.....	2
1.2.	Justificativa.....	3
1.3.	Objetivo.....	3
1.4.	Metodologia.....	4
2.	CICLOS DO MERCADO IMOBILIÁRIO	6
2.1.	Indicadores Macroeconômicos.....	9
2.2.	Ciclos do Mercado Imobiliário.....	15
2.2.1.	Fase de Recuperação.....	21
2.2.2.	Fase de Crescimento	21
2.2.3.	Fase de Desaceleração	22
2.2.4.	Fase de Recessão	22
3.	FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	24
3.1.	Características gerais	24
3.2.	Legislação e Regulamentação	26
3.3.	Gestão de FII	27
3.4.	Evolução dos FII no Brasil.....	29
3.5.	Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários B3 - IFIX.....	31
4.	SELEÇÃO DO FUNDO PARA ANÁLISE	35
4.1.	Análise do Fundo: FII BC Fund	37
4.2.	Ativos Financeiros	42
4.2.1.	Cotas de outros FII.....	42
4.2.2.	Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI).....	43
4.2.3.	Letras de Crédito Imobiliário (LCI)	44
4.2.4.	Títulos Públicos	44
5.	ANÁLISE CRÍTICA DO BC FUND	46
5.1.	Fase de Recuperação.....	46
5.2.	Fase de Crescimento	51

5.3.	Fase de Desaceleração	61
5.4.	Fase de Recessão	68
6.	CONCLUSÃO	78
7.	BIBLIOGRAFIA.....	82
8.	ANEXO	85

1. INTRODUÇÃO

Atualmente, os Fundos de Investimento Imobiliário vêm se destacando como um importante veículo de investimento e desenvolvimento imobiliário no país e, por essa razão, tem atraído cada vez mais investidores. Um fator importante desse tipo de investimento é a estratégia de composição do portfólio do Fundo, uma vez que as decisões do gestor impactam diretamente sua rentabilidade.

Quando se observa o histórico da taxa de vacância e do preço médio de aluguel, reflexo direto da oferta e demanda por espaços, é possível perceber um comportamento cíclico do setor imobiliário. Nesse sentido, os cenários que se desenvolvem dentro de cada fase do ciclo, influenciam diretamente as decisões de investimento do setor.

Portanto, o desempenho dos fundos está relacionado com as estratégias adotadas pelo gestor de acordo com o momento do ciclo. Desse modo, é importante que o gestor conheça o comportamento do ciclo e as características de cada uma das fases do mesmo a fim de embasar suas decisões.

1.1. Contexto do tema

O Fundo de Investimento Imobiliário (FII) foi instituído no Brasil por meio da Lei Federal nº 8.666 de 1993 e se apresenta como uma alternativa de investimento no mercado imobiliário. Os fundos começaram a ter relevância no país a partir de 2005, quando surgiu a regulamentação que isenta de imposto de renda os rendimentos para pessoas físicas, desde que o fundo atenda alguns critérios. A partir de então, o mercado de FII tem crescido consideravelmente até o presente momento.

A grande diversificação de investimentos possível via FII é uma das principais características deste instrumento no qual milhares de investidores de diversos tipos e com diferentes perfis, ao investir no fundo, se tornam cotistas, que detém uma cota, ou seja, uma parte dos ativos do fundo. Desse modo, ao somar o capital de investido pelos cotistas, atinge-se um montante que viabiliza aquisições de novos empreendimentos imobiliários, o que ajuda o desenvolvimento do setor. O cotista, então, beneficia-se da rentabilidade potencial deste setor.

Os recursos oriundos da venda de cotas dos FII são destinados a investimentos em diversos nichos do setor imobiliário como, por exemplo, lajes corporativas, shopping centers, galpões

logísticos, entre outros. Esses recursos podem ser utilizados para construção ou aquisição de empreendimentos prontos para exploração através da venda ou da renda.

Além disso, os FII podem investir em outros ativos ligados ao setor como cotas de outros FII, Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e até 25% do Patrimônio Líquido em outros ativos não ligados ao setor como títulos do governo, já que os FIIs devem ter pelo menos 75% do seu patrimônio líquido em ativos imobiliários. Dessa maneira, é possível diversificar o portfólio não apenas entre empreendimentos diferentes, mas também entre classes de ativos diferentes.

O *trading* de cotas dos FII listados na B3 tem aumentado ao longo dos últimos anos, mostrando o maior interesse dos investidores por esse ativo e o amadurecimento deste instrumento no mercado.

1.2. Justificativa

O ciclo imobiliário é influenciado pelo binômio oferta e demanda e cada fase do ciclo tem suas características em relação à disponibilidade de espaço para locação e preços de aluguéis. Desse modo, em cada fase são necessárias estratégias diferentes para se obter o maior retorno possível. É importante, portanto, que os agentes que atuam no setor entendam as características de cada fase do ciclo para tomar decisões de investimento.

Espera-se que o estudo ajude gestores a entender os impactos das suas decisões de acordo com as fases do ciclo, por meio da análise da composição do portfólio e estratégias de gestão de FII. Espera-se ainda facilitar a decisão o gestor sobre quais ativos, alocações e estratégias de investimento são mais adequadas para cada momento.

1.3. Objetivo

O presente trabalho tem como objetivo fazer uma análise crítica das decisões de um FII selecionado, o BC Fund, de modo a se entender como as estratégias da gestão para a composição do portfólio ao longo das fases do ciclo imobiliário refletiram no seu desempenho expresso pelo indicador de dividendos pagos por cota.

1.4. Metodologia

O desenvolvimento do trabalho se inicia com o estudo do ciclo do mercado imobiliário. Dessa forma, são explorados conceitos e características ligadas a cada fase do ciclo, tendo como base trabalhos de Lee (2011), Pires (2018) e César (2007).

Em seguida são apresentados os históricos dos principais indicadores macroeconômicos (PIB, taxa Selic e IPCA) com base nos dados disponibilizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e Banco Central do Brasil. Depois, são abordados os históricos de indicadores do mercado imobiliário (taxa de vacância, preço médio de aluguel e absorção bruta e líquida) com base nos dados da BR Properties e CBRE.

A partir de então, são estudadas as relações entre a economia e o mercado imobiliário, buscando-se entender a influência dos indicadores macroeconômicos, com base nas cartas referentes ao assunto publicadas pelo Núcleo de Real Estate da Poli-Usp, com destaque às de Rocha Lima Junior, Monetti e Alencar em 2014 e 2015.

Depois, por meio da análise dos dados do preço médio de aluguel e taxa de vacância no mercado da cidade de São Paulo, que possui base de dados consolidada, são identificados os períodos que definem cada fase do ciclo imobiliário.

Em seguida, são apresentadas informações a respeito das características e estrutura de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) por meio do caderno 6 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Além disso, são exploradas as instruções da CVM e leis federais como forma de mapear as regulamentações e legislações pertinentes aos FII brasileiros.

Por meio das bibliografias referentes a gestão de Fundos de Investimento Imobiliário de Rocha Lima Júnior (2015) e Alencar (2018) encontradas no acervo de publicações do Núcleo de Real Estate da Poli-USP, monografias do MBA de Real Estate da Escola Politécnica da USP (Poli-Integra) e outras bibliografias, são exploradas características e aspectos da gestão de FII no Brasil.

Além disso, por meio dos dados históricos da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), informações contidas na B3 e no anuário UQBAR de FII, são estudadas a evolução histórica e os tipos de FII no Brasil. Também é

conceitualizado o Índice de Fundos Imobiliários (IFIX) e sua evolução por meio de manuais da B3.

Então, de acordo com critérios de elegibilidade concebidos com base no volume de ativos e de transações, indicados pela participação no IFIX, e diversificação de sua carteira, indicada pela composição do seu portfólio, é selecionado o Fundo objeto de estudo.

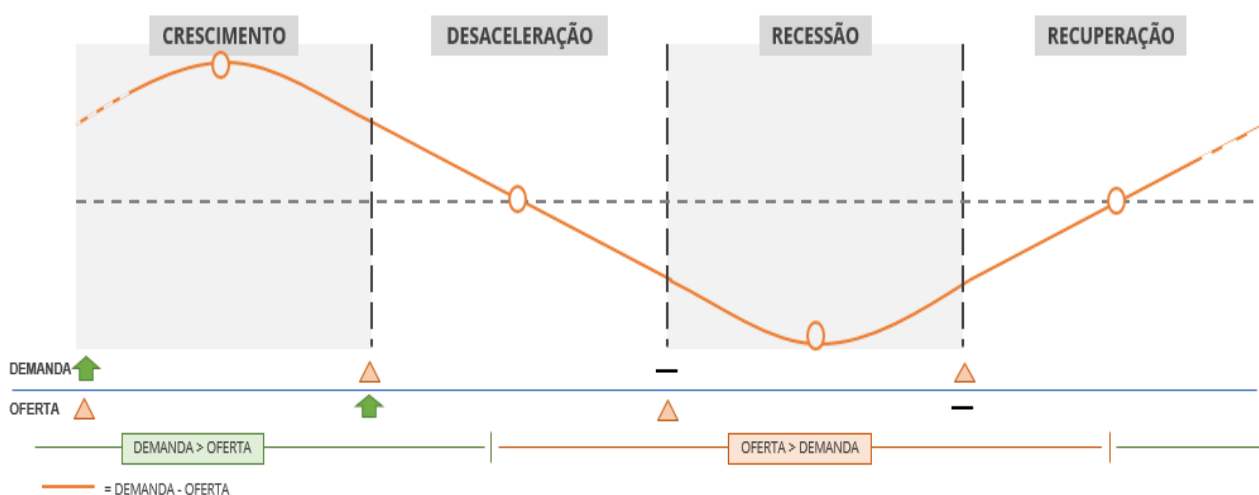
Escolhido o Fundo, através dos seus materiais disponíveis, como regulamentos, prospecto, lâminas e relatórios contábeis, são analisadas as características, informações legais, histórico de composição do portfólio do Fundo, entre outras informações pertinentes ao seu total entendimento.

Por fim, com base nos períodos definidos para as fases do ciclo do mercado imobiliário e do histórico de composição do portfólio do Fundo ao longo do tempo, são analisadas criticamente as estratégias de posicionamento dos ativos no portfólio dentro de cada fase do ciclo imobiliário. A análise crítica aborda quais as estratégias, potencialmente, poderiam resultar em um melhor desempenho do Fundo em contraposição as estratégias que foram efetivamente adotadas, tendo como plano de fundo o contexto imobiliário característico de cada fase do ciclo e, também, o cenário macroeconômico ocorrido no período.

2. CICLOS DO MERCADO IMOBILIÁRIO

Segundo Pires (2016), o mercado imobiliário apresenta um comportamento cíclico que pode ser dividido em 4 fases: Crescimento (ou Expansão), Desaceleração, Recessão e Recuperação. Tais fases se caracterizam pela relação entre o binômio oferta e demanda de espaços urbanos para locação que se caracterizam por uma curva de intervalo oferta-demanda de aparência senoidal, como observado na figura 1.

Figura 1 - Fases do ciclo imobiliário



Fonte: Autor (2019).

Cada fase do ciclo apresenta relações específicas de oferta e demanda, como detalhado a seguir:

- a) Crescimento (ou Expansão): Com uma demanda crescente por espaços e uma oferta limitada de imóveis, a Área Bruta Locável (ABL) disponível diminui e, como consequência, há uma queda na taxa de vacância, e uma pressão de alta nos preços de locação.

A alta dos preços de locação aumenta o valor dos fluxos de caixa futuros dos empreendimentos, o que faz com que seu valor presente líquido (VPL) seja maior. Assim, novos empreendimentos são mais atrativos, o que estimula os empreendedores a construir. Além disso, quando o mercado imobiliário está próximo de atingir seu pico durante um período de crescimento, expectativas e otimismo com o mercado podem fazer com que investidores adquiram ativos a preços muito elevados, o que pode resultar em rentabilidades menores do que o esperado.

De acordo com Lee (2010), a percepção dos investidores sobre o momento no ciclo não é sempre exata, e pode haver descolamento entre as expectativas dos investidores e a realidade de mercado, ou seja, o ambiente favorável encoraja os investidores a realizarem novos empreendimentos, de modo que a oferta de espaços aumenta em uma velocidade maior que a demanda. Isso faz com que o aumento dos preços desacelere e que a taxa de vacância aumente, até se chegar no ponto de inflexão da curva, a partir do qual os preços começam a cair. Começa, então, a fase de desaceleração.

- b) Desaceleração (Excesso de oferta): A partir do ponto máximo da curva de preço médio de aluguel, tem-se a fase de desaceleração, caracterizada pela taxa de aumento da oferta superior a taxa de aumento da demanda.

Durante a fase de desaceleração, a queda dos preços é acentuada, pois o estoque de ABL aumenta na medida em que os empreendimentos iniciados na fase anterior são entregues em uma velocidade maior do que o mercado absorve.

Além do excesso de estoque, outro fator importante que pode acentuar a queda na demanda, segundo Cesar (2007), é uma eventual desaceleração da economia, o que se reflete numa estabilidade, pouco crescimento ou até mesmo recuo tanto no tamanho quanto na quantidade de empresas no mercado, de modo que não é gerada demanda o suficiente para preencher os espaços de novos empreendimentos entregues.

Como consequência desse cenário, a grande quantidade de estoque disponível descasada com a demanda pressiona negativamente os preços de locação ao longo da fase, o que desestimula a construção/lançamentos de novos empreendimentos, uma vez que a rentabilidade esperada diminui. Esse processo ocorre até a fase seguinte do ciclo, a de Recessão.

- c) Recessão: Com a desaceleração da oferta de espaços, mas ainda com uma grande taxa de vacância, o mercado entra na fase recessiva, na qual a redução na taxa de oferta de espaços acompanhada de uma estabilização, ou até mesmo recuperação, da demanda faz com que o estoque de ABL disponível no mercado comece a diminuir depois de um máximo.

Em decorrência da retração de lançamentos e construções, somada a uma demanda estabilizada, a fase de recessão chega a um ponto em que a curva de preço médio de aluguel atinge o seu nível mínimo.

É principalmente durante a fase de recessão que pode ocorrer um fenômeno conhecido como *fly to quality*, que consiste na migração de locatários para imóveis com atributos de qualidade maior, em decorrência do menor nível de preços de locação praticados no mercado. Esse fenômeno justifica menores níveis de vacância em empreendimentos de alto padrão quando comparados aos de edifícios de menor padrão.

A partir do momento em que o estoque de ABL chega em seu nível máximo e a curva de preço médio de aluguel atinge seu nível mínimo, há uma gradual recuperação de preços, o que é resultado de uma demanda de locação que volta a aumentar devido a preços mais atrativos e que assim supera a oferta de espaços, que continua reprimida devido ao elevado estoque. Dessa forma, inicia-se a próxima fase do ciclo, a de recuperação.

- d) Recuperação: Nessa fase do ciclo a oferta está estabilizada e, com um aumento da demanda, os espaços disponíveis vão sendo ocupados. Os preços de locação voltam a crescer.

Os baixos preços no período anterior desestimulam a construção de novos empreendimentos, de modo que a oferta não aumenta. A demanda, então, volta a crescer, e os espaços disponíveis vão sendo ocupados. Esse processo pode ser reforçado por um aquecimento da economia, com empresas buscando novos espaços. Desse modo, os preços de locação passam a subir durante toda a fase de recuperação.

No final da fase, devido ao aumento de preços, novos empreendimentos se tornam mais atrativos, o que estimula empreendedores a construir ou adquirir edifícios a um maior preço. Dessa forma, se reinicia a fase de crescimento do ciclo. Os preços, então, aumentam até a fase de desaceleração.

Portanto, de acordo com a caracterização das fases do ciclo, percebe-se que elas são, essencialmente, um reflexo do binômio oferta e demanda, mas que são afetadas por fatores macroeconômicos, já que esses, por sua vez, influenciam a oferta e a demanda por espaço. No item a seguir, serão abordados alguns indicadores macroeconômicos, de modo a se entender suas relações com o mercado imobiliário, principalmente de locação.

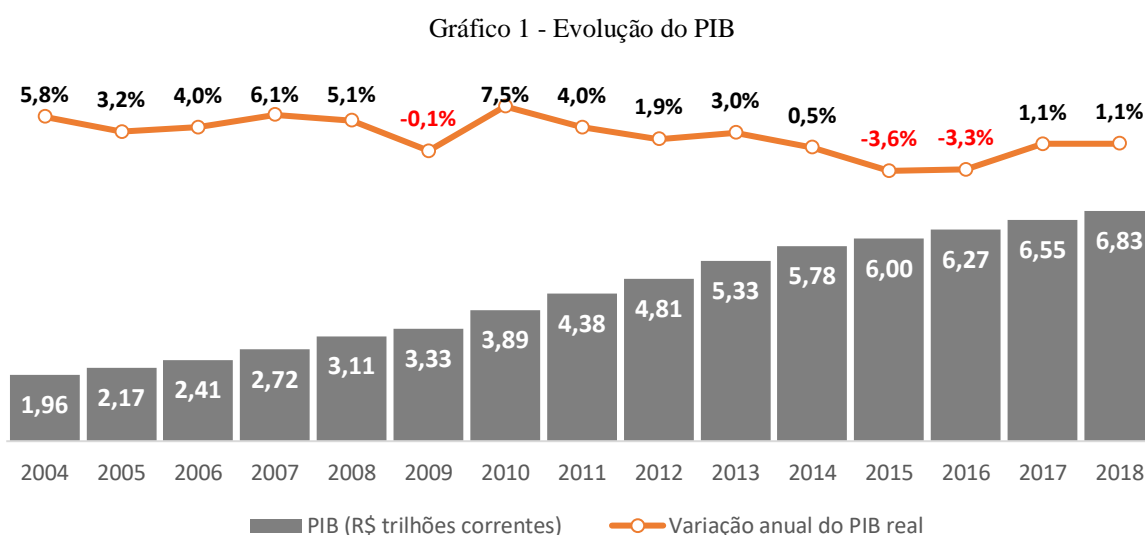
2.1. Indicadores Macroeconômicos

Esse item busca entender a influência de alguns indicadores macroeconômicos no ciclo, sendo eles o crescimento do PIB, a taxa de inflação e, principalmente, a taxa de juros. Vale ressaltar, porém, que o comportamento cíclico não é consequência direta dos fatores macroeconômicos, mas a intensidade com que esse processo ocorre é influenciada por eles. Serão, portanto, apresentados os históricos de cada indicador, seus significados e reflexo no mercado imobiliário.

- a) PIB: O Produto Interno Bruto é o valor total de todos os bens e serviços no país durante um certo período. E é um dos indicadores mais utilizados com o objetivo de quantificar a atividade econômica no país.

Segundo Cesar (2007), o baixo crescimento do PIB, somado a eventos políticos e econômicos de grande magnitude, resultam em uma volatilidade alta na demanda por escritórios, uma vez que se cria um ambiente de maior incerteza.

Para entender a relação entre o PIB e o mercado imobiliário, levantou-se o histórico dos 15 últimos anos (de 2004 a 2018) da evolução do PIB e a variação ano a ano, conforme representada no Gráfico 1.

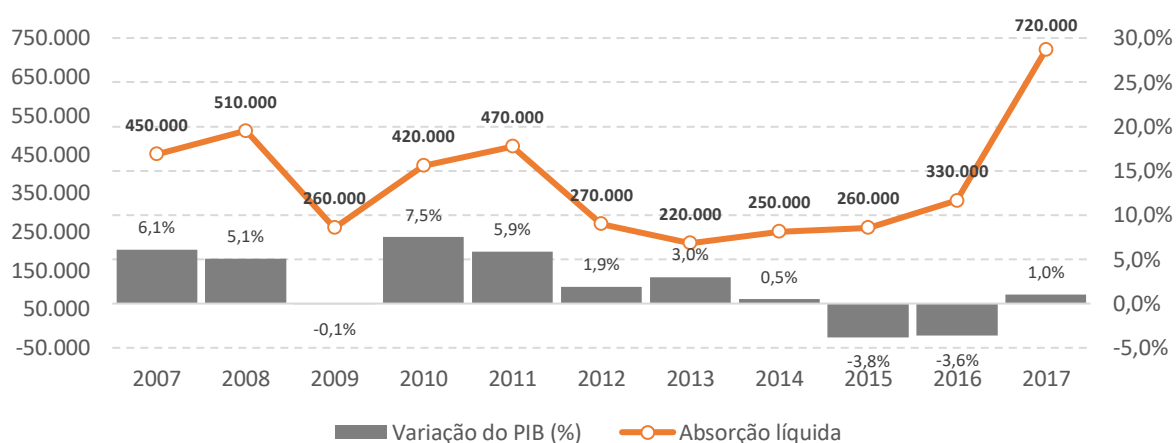


Fonte: Autor (2018). Dados: Fundação Getúlio Vargas.

Segundo Rocha Lima Jr., Alencar e Monetti (2014), a expansão da atividade econômica promove o crescimento das empresas e, conseqüentemente, gera maior demanda por espaços de escritórios. Desse modo, a evolução do PIB tem relação com a ocupação de vazios.

Consegue-se observar, de forma geral, ao se analisar a variação do PIB junto com a Absorção Líquida de escritório em São Paulo, uma relação entre os indicadores.

Gráfico 2 – PIB x Absorção Líquida



Fonte: Autor. Dados: Fundação Getúlio Vargas / BR Properties (2018)¹ / CBRE

A partir do Gráfico 2, pode-se notar que, de maneira geral, nos anos em que houve variação positiva, ou seja, crescimento econômico de um ano para o outro, há também um maior nível de absorção líquida.

No início do período, em 2008, quando o PIB apresentou um crescimento de 5,1%, obteve-se uma absorção líquida de 510.000 m². No ano seguinte, quando se observa uma retração (-0,1%), a absorção líquida caiu pela metade, para aproximadamente 260.000 m². Em seguida, ocorre uma recuperação da economia com crescimento em 2010 e 2011, e como consequência, a absorção líquida apresenta aumento para 420.000 m² e 470.000 m², respectivamente. Nos três anos seguintes, 2012, 2013, e 2014, o crescimento desacelera para 0,5% e, a absorção líquida cai para 250.000m². Em 2015 e 2016, houve retração da economia, mas a absorção líquida se manteve relativamente estável, fechando o ano em 330.000 m². Em 2017 o país voltou a crescer em 1% e a absorção líquida aumentou consideravelmente para 720.000 m². Em 2016 e 2017 a absorção foi relativamente maior que nos anos anteriores, apesar dos baixos valores de crescimento do PIB. Vale ressaltar que a aderência entre PIB e Absorção líquida não é perfeita,

¹Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

como observado nos anos de 2015 a 2017, pois há diversos fatores que influenciam o comportamento do mercado.

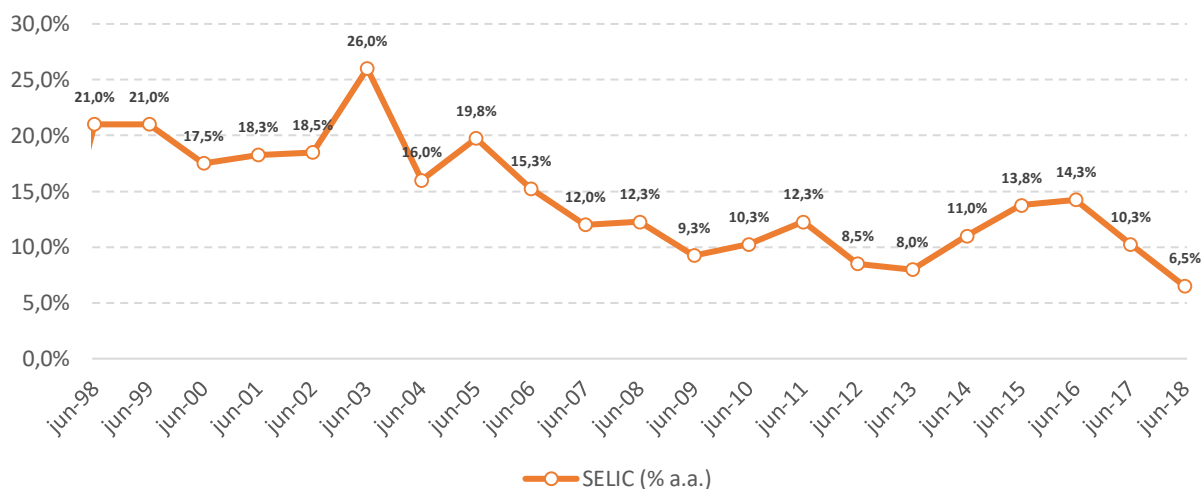
- b) Taxa Selic: A Selic é a taxa básica de juros da economia brasileira, definida pelo Comitê de Política Monetária a cada 45 dias. Ela é a taxa de referência para empréstimos bancários e serve como indexador para alguns títulos de investimentos pós-fixados. A Selic é um instrumento de política monetária utilizado pelo governo como forma de estimular ou desestimular o consumo e controlar a inflação.

A taxa de juros é o indexador de títulos públicos e, no geral, também é o indexador de títulos de dívidas diversos. Nesse sentido, o movimento da taxa de juros influencia a tomada de decisão de investimento entre renda fixa e renda variável. Quando a taxa de juros está em níveis baixos, o investidor busca rentabilidade em ações e FII, por exemplo, e a medida em que os juros permanecem por longos períodos em níveis baixos, o mercado tende a priorizar investimento em renda variável, mudando, muitas vezes o seu comportamento.

Além disso, a taxa básica de juros também influencia o investimento nas empresas. Na prática, o custo de oportunidade diminui conforme diminui a taxa Selic, pois o retorno que o investimento deve ter para se tornar atrativo e justificar o risco acima do risco soberano, é menor. E, por essa razão, torna-se mais atrativo o investimento nas empresas uma vez que eles podem, potencialmente, gerar maior rentabilidade do que títulos de dívidas ou do governo indexados aos baixos juros do momento.

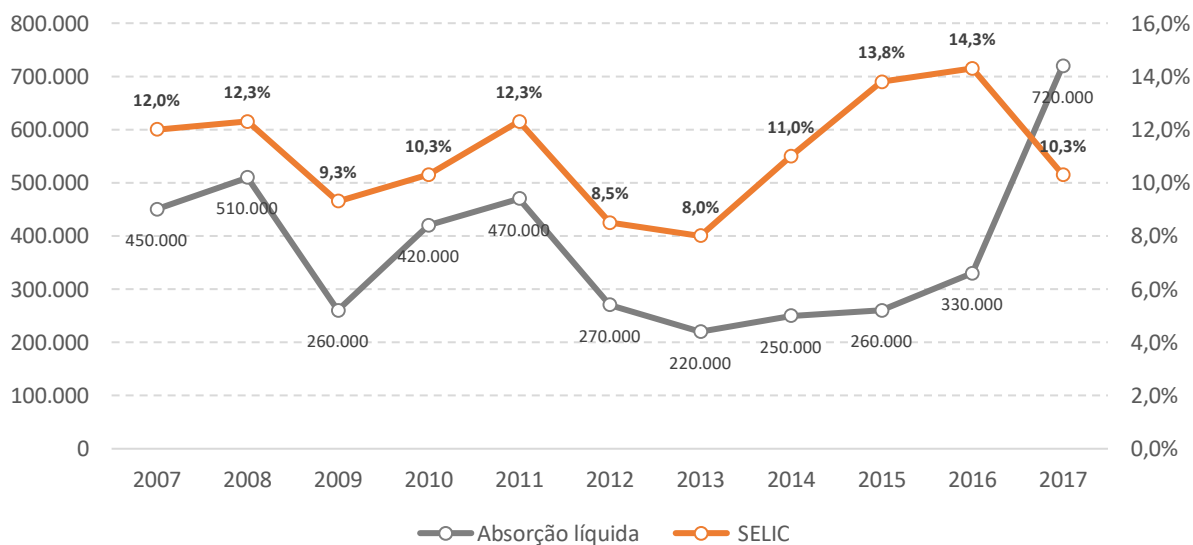
Sartori, em entrevista citada em Cesar (2007), acredita que há influência da taxa de juros na absorção de escritórios. Contudo, diz que os resultados só aparecem de 6 a 12 meses após as alterações da taxa em questão. “Tal período se deve ao tempo necessário para a ocorrência de todo o processo até a absorção de um espaço por uma empresa, desde a percepção de variação da taxa de juros pelos agentes decisores das empresas ocupantes de espaço, análise do impacto da mesma, dentre outros fatores, na sua atividade de negócio, decisão pela realocização e pesquisa de alternativas no mercado imobiliário, negociação e conclusão de uma nova transação”.

Gráfico 3 – Evolução Histórica da SELIC



Fonte: Autor (2018). Dados: IBGE e Banco Central do Brasil

Gráfico 4 – SELIC x Absorção Líquida



Fonte: Autor. Dados: Banco Central do Brasil / BR Properties (2018)² / CBRE

Como ressaltado ao se analisar o impacto do PIB no setor imobiliário, a aderência entre taxa Selic e absorção líquida não é perfeita pois há diversos fatores que influenciam a tomada de decisão.

Observa-se no gráfico que para absorção líquida, a aderência não é tão grande como é a aderência para novo estoque, que será abordada mais adiante. De 2009 a 2011 a absorção líquida aumentou de 260.000m² para 470.000m², pois a atividade econômica melhorou também

²Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

e, como o aumento da taxa de juros é utilizado como meio de controle inflacionário, a taxa Selic aumentou de 9,3% para 11,3%, o que não significa que taxas de juros altas geram demanda por espaços, mas sim que o aquecimento da economia gera demanda por espaços, mas também gera pressões inflacionárias, que são contidas por taxas de juros mais altas.

Entre 2016 e 2017, observa-se que a queda na taxa de juros, de 14,3% para 10,3%, que influenciou a recuperação da economia com crescimento de 1,0% em 2017, foi positiva para a absorção líquida, que aumentou de 330.000m² para 720.000m².

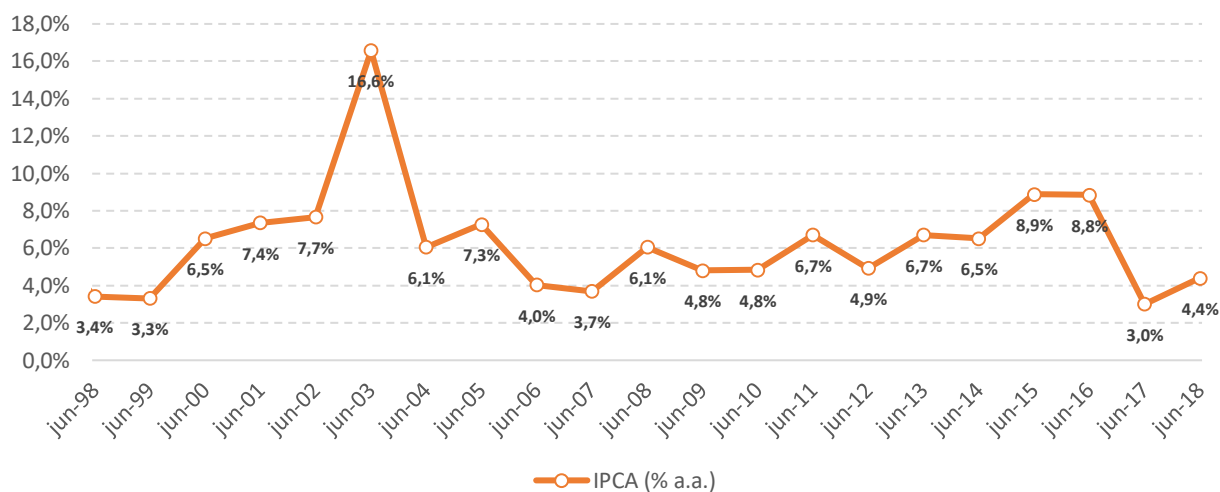
Diante das observações feitas, conclui-se que não há uma relação isolada entre Selic e absorção líquida, mas que reduções na Selic para incentivar o crescimento são positivas para o mercado imobiliário e aumento na Selic, como medida de conter inflação, não necessariamente gera resultados ruins na absorção líquida, desde que acompanhados pelo crescimento econômico que gere demanda por espaços.

- c) IPCA: O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo é um índice criado para medir a variação de preços do mercado para o consumidor final, e representa o índice oficial da inflação no Brasil. O índice é divulgado mensalmente pelo IBGE e mede os preços dos produtos e serviços cobrados das famílias com rendimentos mensais entre 1 e 40 salários mínimos moradores das regiões metropolitanas de São Paulo, Rio de Janeiro, Fortaleza, Belém, Recife, Salvador, Belo Horizonte, Recife, Curitiba, Vitória e Porto Alegre, além dos municípios de Goiânia, Brasília e Campo Grande.

Vasconcelos e Garcia (2000) mencionam o efeito que altas taxas de inflação provocam sobre as expectativas quanto ao futuro do quadro econômico. A oscilação da taxa de inflação afeta o grau de previsibilidade do mercado e gera um cenário de incertezas para as previsões dos agentes tomadores de decisões das empresas que ocupam os espaços, os influenciando a assumir determinados riscos, dependendo do nível em que a taxa se encontra.

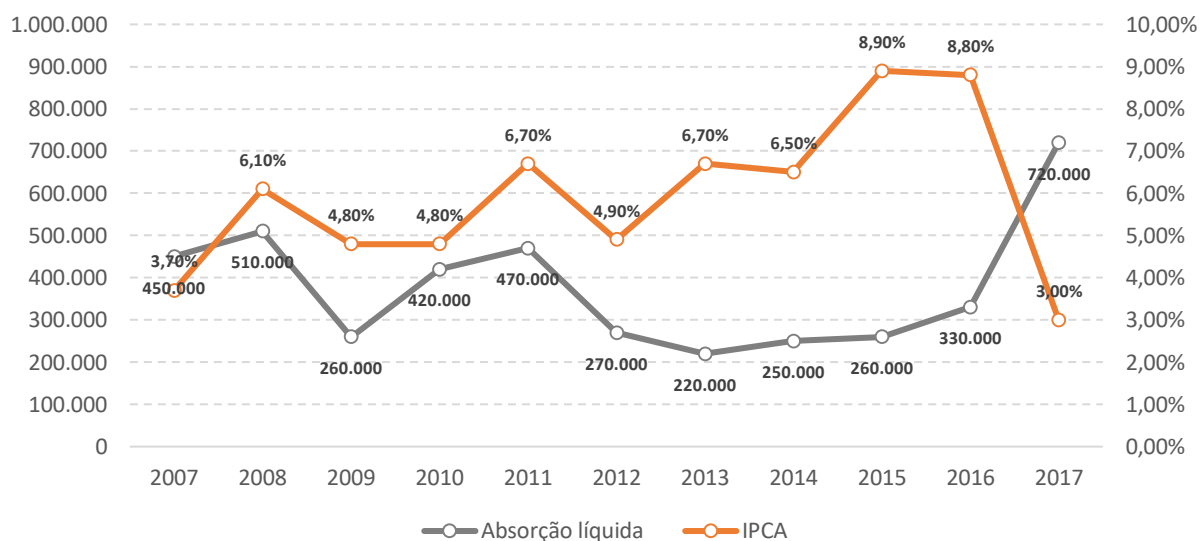
Segundo Cesar (2007), “enquanto a taxa de juros direciona a percepção de risco, a inflação é o resultado real da política econômica adotada. Combinadamente estes dois elementos são instrumentos dos empresários dos setores que determinam seus planos de expansão e contratação operacional que vai influenciar mais as empresas orientadas ao consumo, assim os setores comercial e industrial têm maior vulnerabilidade a esse índice”.

Gráfico 5 - Evolução do IPCA



Fonte: Autor (2018). Dados: IBGE e Banco Central do Brasil

Gráfico 6 – IPCA x Absorção Líquida



Fonte: Autor (2018). Dados: IBGE / BR Properties (2018)³ / CBRE

Assim, faz sentido que baixas taxas de inflação sejam acompanhadas por maiores absorções líquidas. Contudo, esse comportamento só é evidente no período de 2013 a 2017. Mas uma vez, vale ressaltar que a aderência nem sempre é clara, estando o mercado sujeito a vários fatores de influência como, por exemplo, a relação entre SELIC e IPCA. Baixas taxas de inflação fazem com que a taxa de juros real seja maior, ou seja, o retorno associado a taxa de juros considerando a inflação no período é maior.

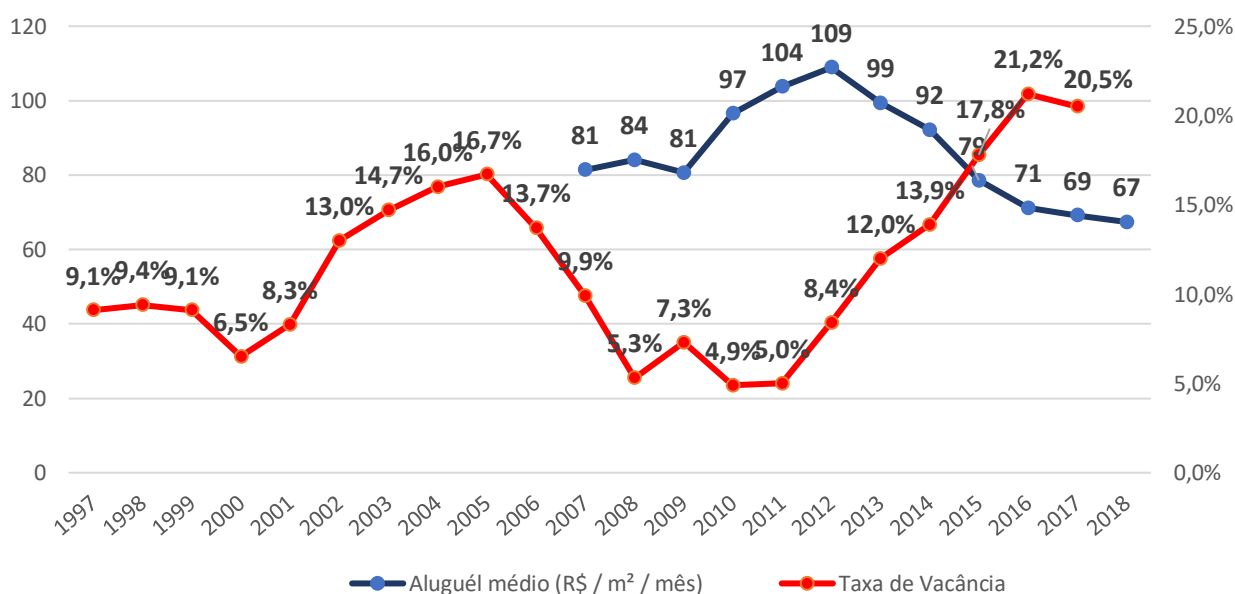
³Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

Portanto, a partir da conceituação do ciclo imobiliário explorado no início deste capítulo e da apresentação da relação entre macroeconomia e setor imobiliário explorados neste item (2.1.), serão explorados indicadores e conceitos do mercado imobiliário no item a seguir, de modo que seja possível visualizar as diferentes fases do ciclo do mercado em São Paulo.

2.2. Ciclos do Mercado Imobiliário

O Gráfico 7 ilustra o histórico da taxa de vacância média anual em São Paulo nos últimos 20 anos (entre 1997 e 2017) e os valores médios de aluguel (R\$ / m² / mês) ajustados pelo IPCA com base em janeiro de 2007.

Gráfico 7 - Taxa de Vacância de Lajes Corporativas em São Paulo



Fonte: Autor. Dados: BR Properties (2018)⁴ / CBRE

Ao se analisar o perfil da curva de taxa de vacância, pode-se notar um comportamento cíclico, com valores mínimos ocorridos em 2000 (6,5%) e 2010 (4,9%), e valores máximos ocorridos em 2005 (16,7%) e 2016 (21,2%).

Quanto ao perfil da curva de preço médio de aluguel, pode-se perceber que os preços apresentam aumento à medida que ocorre redução da taxa de vacância. Em 2005, a taxa de vacância, que nos anos anteriores vinha crescendo até atingir o valor de 16,7%, começa a cair

⁴Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

até 2011, quando chegam a 5%. Já os valores de aluguel, que em 2007 estavam em R\$ 81 / m² / mês, aumentam no período, chegando a R\$ 109 / m² / mês em 2012.

Além disso, pode-se notar que os preços de aluguel diminuem à medida que ocorre o aumento da taxa de vacância. A partir de 2011, ocorre um aumento gradual da taxa de vacância, que passa de 5,0% para 21,2% em 2017, ao passo que, a partir de 2012, o preço de locação, que era R\$ 109 / m² / mês, cai para R\$ 69 / m² / mês em 2017.

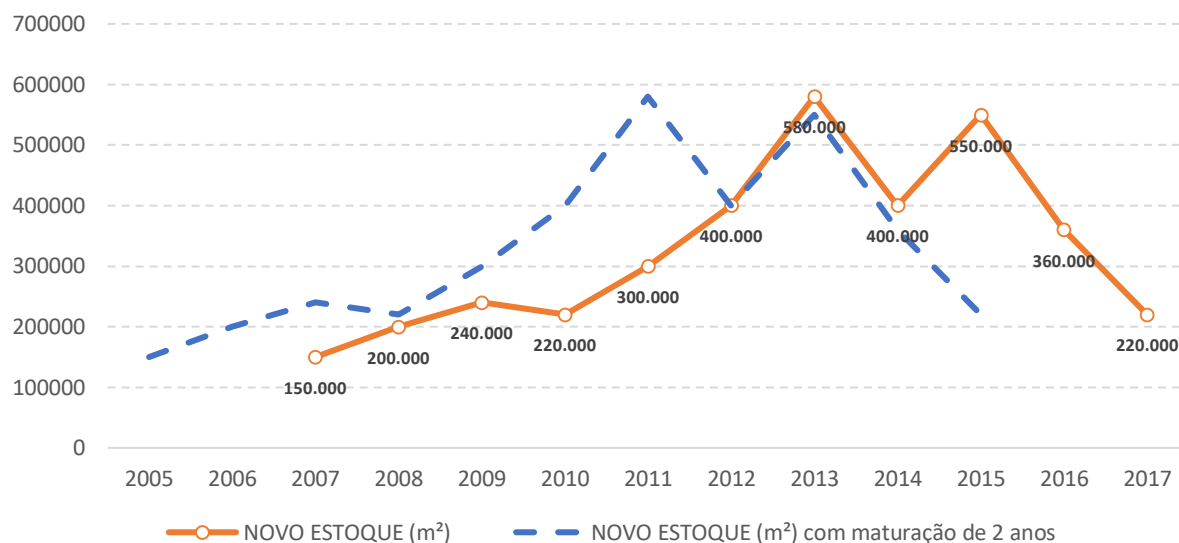
Desse modo, nota-se a relação entre taxa de vacância e preço de aluguel que, de forma geral, apresenta defasagem de 2 a 4 anos, período no qual o nível de vacância é sentido pelo mercado.

Um dos fatores que gera essa defasagem é o período de revisional dos contratos de locação. Os contratos geralmente só podem ser revisados a cada 3 anos. Assim, os preços de contratos já assinados nem sempre refletem os preços de mercado no momento. Os reajustes ocorrem de acordo com as condições de contrato, que geralmente são indicadores, como IPCA ou IGP-M.

Um outro fator importante, que afeta principalmente a oferta de novos espaços, é o tempo de entrega de um edifício desde a sua concepção até estar disponível para uso. Esse processo envolve a decisão pelo investimento, captação de recursos, compra do terreno, estudos de viabilidade, estudos preliminares de implantação, definição do tamanho da laje, padrão do edifício, público alvo e, por fim, projetos, aprovações e construção. De acordo com Cesar (2007), a partir de estudo de Sivitanides e Sivitanidou, esse período dura cerca de 3,5 anos em um momento pré recessivo e de cerca de 2,1 anos em um período de pós recessão.

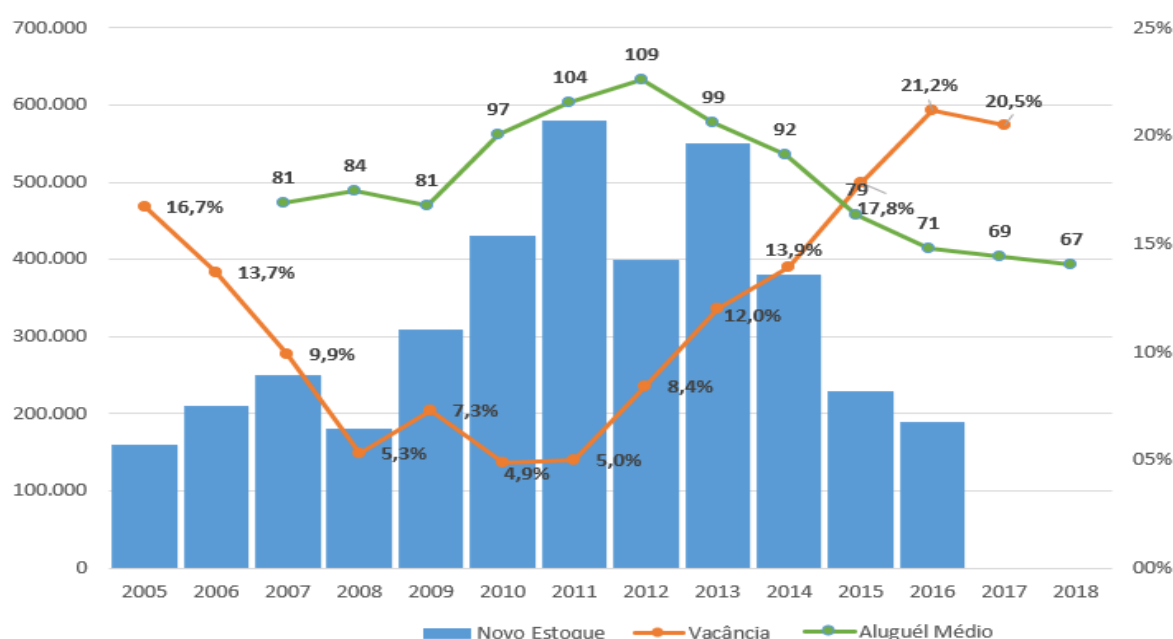
Dessa forma, ao se analisar a oferta de novos espaços com uma defasagem de 2 anos, representada pelo momento de decisão de investimentos, têm-se os perfis das curvas indicadas no Gráfico 8. Ou seja, a partir da curva laranja, de novo estoque finalizado, representa-se, na curva pontilhada, o quanto de novo estoque foi decidido a ser produzido em cada ano.

Gráfico 8 – Novo Estoque comparado à decisão de investimento



Fonte: Autor (2018). Dados: BR Properties (2018)⁵ / CBRE

Gráfico 9 – Novo Estoque defasado em 2 anos, Taxa de Vacância e Aluguel Médio



Fonte: Autor (2018). Dados: BR Properties (2018)⁵ / CBRE

No Gráfico 9, apresentado acima, são ilustradas a curva da decisão de novo estoque, de preço médio e de vacância. O novo estoque é representado com uma defasagem de 2 anos, de modo a se visualizar momento de decisão de investimentos. Observa-se que os tomadores de decisão

⁵Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

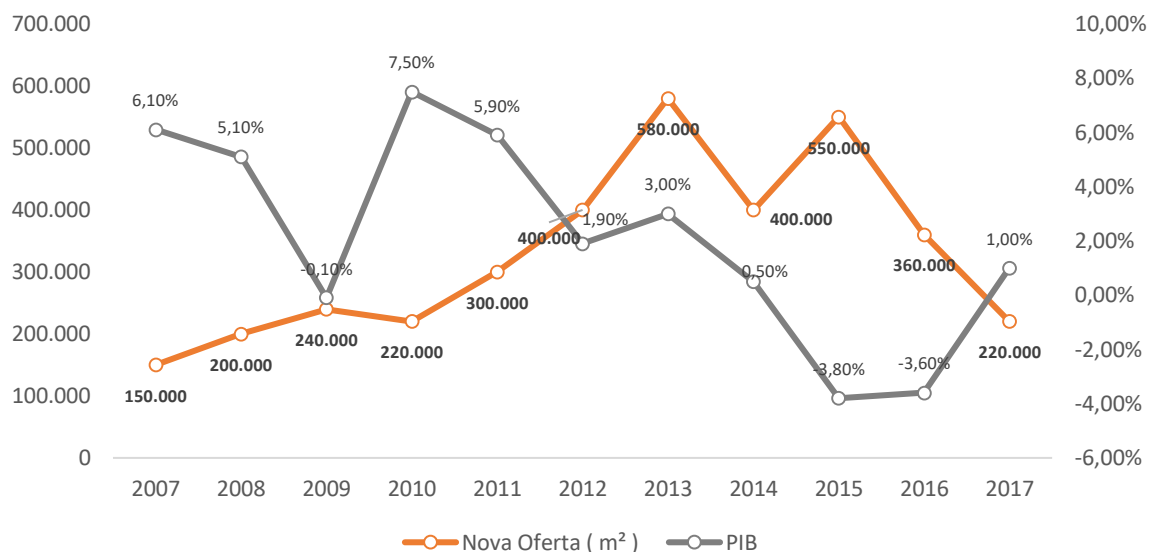
geralmente decidem por produzir novo estoque quando as condições do mercado são favoráveis, ou seja, preços de aluguel altos e taxas de vacância baixas.

Em 2005, a taxa de vacância estava em 16,7%, enquanto o novo estoque estava em 160.000 m². A vacância então, vai diminuindo, até chegar ao valor de 5% em 2011. As baixas taxas de vacância são acompanhadas de preços de aluguel mais altos, que tornam o mercado atrativo para investidores. Nota-se que em 2011 o novo estoque está em seu nível mais elevado, de 580.000 m², ou seja, o bom momento do mercado, em que ocorrem preços de aluguel atrativos, influencia os agentes tomadores de decisão a iniciarem novos empreendimentos. A partir daí as taxas de vacância voltam a aumentar, chegando a 17,8% em 2015, de modo que os preços de aluguel estão menores e, portanto, o mercado está menos atrativo. Nesse ano o novo estoque chega a 230.00 m², ou seja, as condições de mercado menos atrativas fazem com que uma quantidade menor de empreendimentos seja iniciada.

Nota-se, também, a relação entre crescimento do PIB e novo estoque. Segundo Sartori, em entrevista citada em Cesar (2007), “o PIB consiste em um indicador com um impacto de longo prazo e indireto sobre o mercado imobiliário, ou seja, o PIB precisa apresentar uma taxa de crescimento pouco volátil por anos consecutivos para influenciar significativamente as decisões dos incorporadores no longo prazo. Como o reflexo da decisão pela incorporação leva alguns anos para ser medido, existe a possibilidade de o PIB sofrer variações expressivas neste período. Por este motivo, não seria possível citar exemplos diretos de relação entre o PIB e uma decisão de incorporação por novos empreendimentos, contudo, todo incorporador considera indiretamente essa informação”.

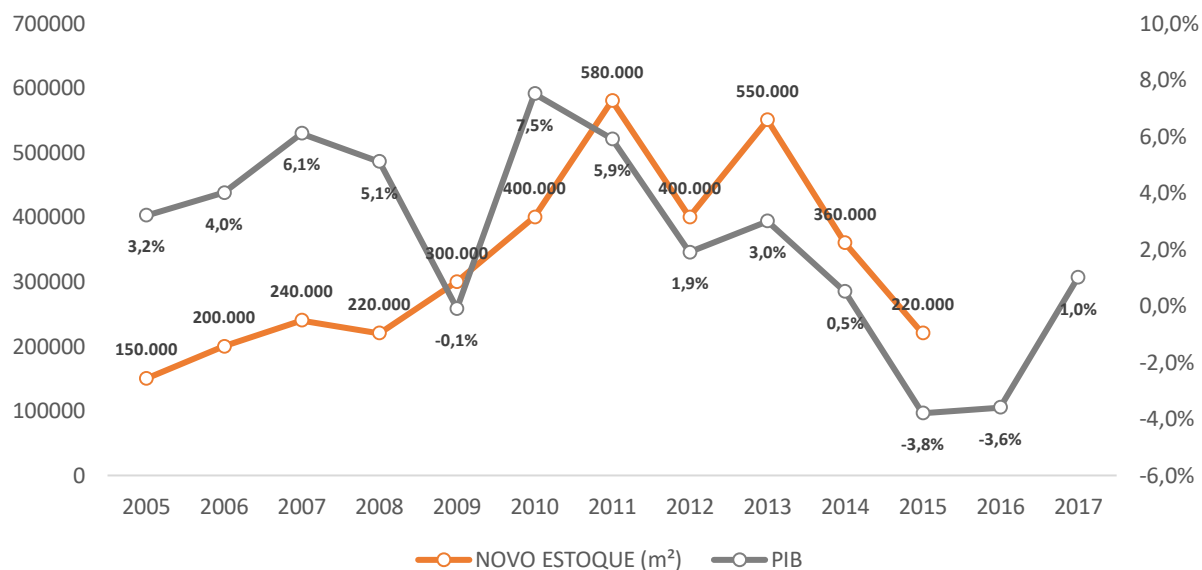
Ao se analisar o gráfico que relaciona a variação do PIB com o Novo Estoque (Gráfico 10), percebe-se semelhanças de comportamentos em alguns períodos. Contudo, quando se compara a variação do PIB com o Novo Estoque defasado de 2 anos (Gráfico 11), pode-se perceber um comportamento mais aderente, sobretudo entre 2009 e 2015.

Gráfico 10 – PIB x Novo Estoque



Fonte: Autor (2018). Dados: Fundação Getúlio Vargas / BR Properties (2018)⁶ / CBRE

Gráfico 11 – PIB x Novo Estoque com defasagem de 2 anos



Fonte: Autor (2018). Dados: Fundação Getúlio Vargas / BR Properties (2018)⁷ / CBRE

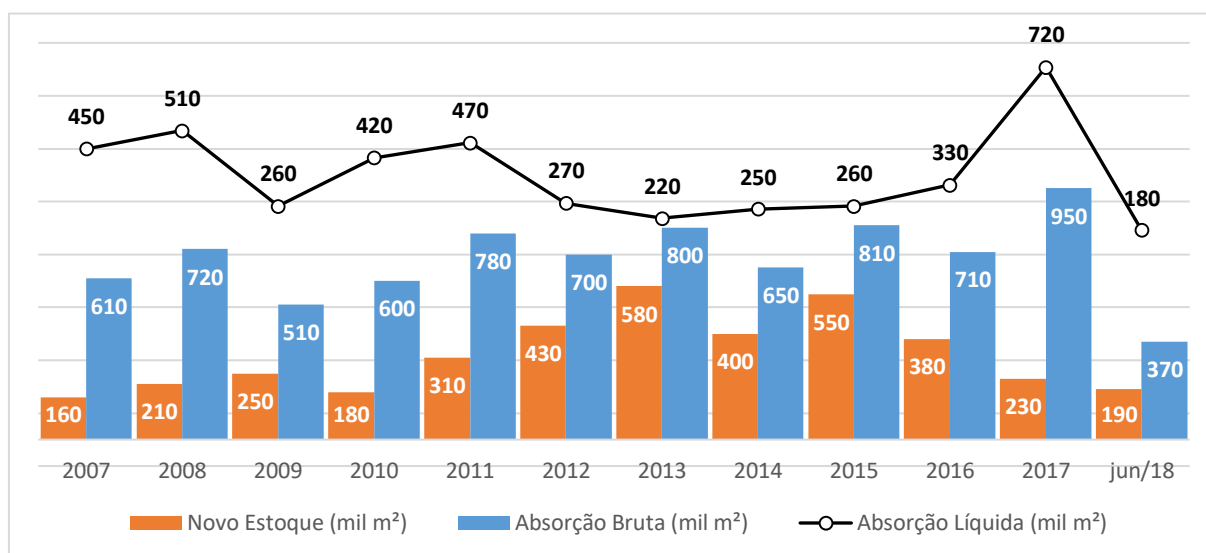
Entre 2009 e 2010, observa-se que o crescimento da curva de novo estoque acompanhou o crescimento da economia, o que indica que os tomadores de decisão decidiram investir em novos empreendimentos nesse período. De 2011 a 2015, a variação do PIB diminuiu de 7,5% em 2010 para -3,8%, e a curva de Novo Estoque também teve queda no período. Essa relação

⁶Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

é reforçada pelo fato de que durante a fase de desaceleração do PIB e queda de novo estoque, no ano de 2013, quando a variação do PIB aumentou de 1,9% no ano anterior para 3,0%, a quantidade de novo estoque também aumentou, de 400.000 m² para 550.000 m².

Além do entendimento e observação do comportamento da vacância e dos preços de aluguel, para se entender em qual fase do ciclo o período observado se encontra, é necessário se analisar diretamente a oferta e demanda, que podem ser representadas pela absorção bruta de imóveis e nova oferta de imóveis, respectivamente. A partir da diferença entre a absorção bruta e da nova oferta, é possível determinar a absorção líquida, que indica se o estoque de imóveis está aumentando ou diminuindo.

Gráfico 12 – Absorção bruta comparado ao novo estoque



Fonte: Autor. Dados: BR Properties (2018)⁷ / CBRE

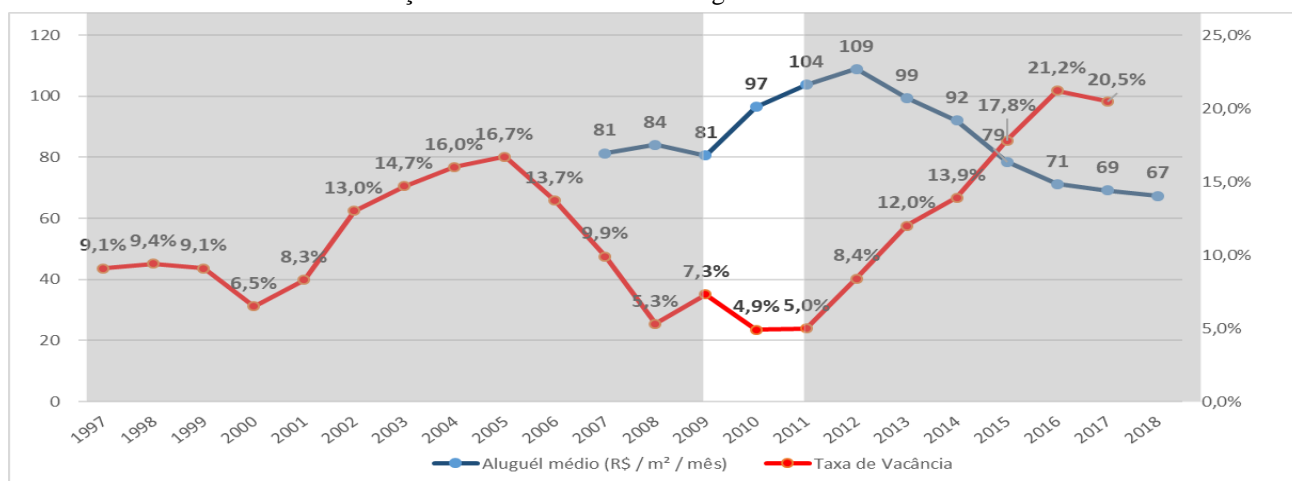
Portanto, a partir do entendimento do ciclo do mercado imobiliário, análises dos indicadores macroeconômico e do setor imobiliário, bem como da relação entre eles, será proposto no 2.2., com base no histórico de indicadores, um recorte das fases do ciclo imobiliário ocorridas no mercado de São Paulo.

⁷Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

2.2.1. Fase de Recuperação

Com base nos valores de preço médio de aluguel, há um indicativo de que o último período no qual o Brasil esteve na fase de recuperação foi entre 2009 e 2011, conforme destacado no Gráfico 13.

Gráfico 13 – Recorte da evolução da taxa de vacância e aluguel médio entre os anos de 2009 e 2011

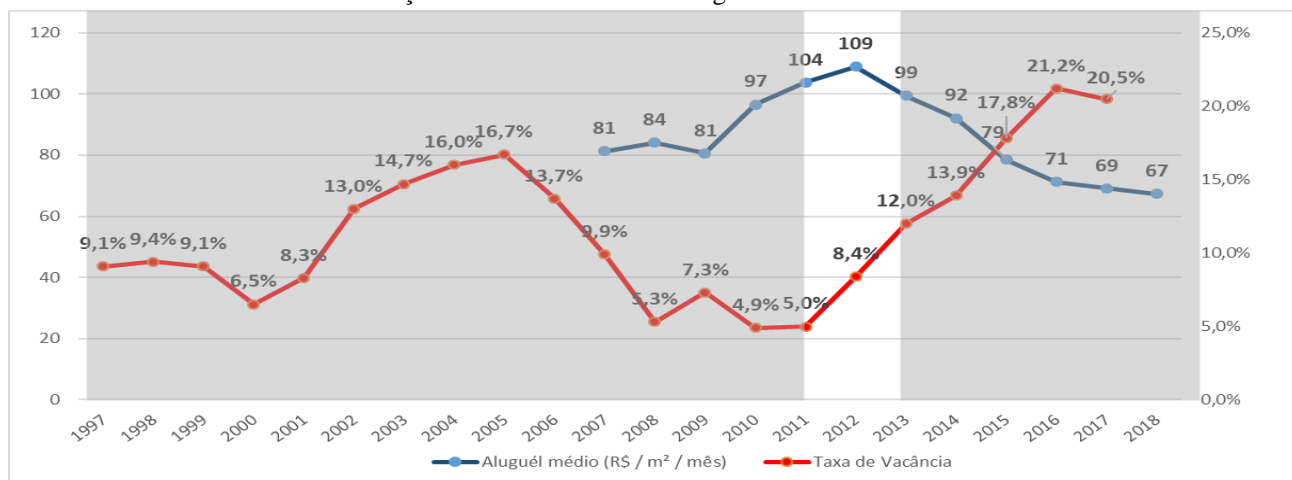


Fonte: Autor. Dados: BR Properties (2018)⁸ / CBRE

2.2.2. Fase de Crescimento

Com base nos valores de preço médio de aluguel, há um indicativo de que o último período o qual o Brasil esteve na fase de crescimento foi entre 2011 e 2013, conforme destacado no Gráfico 14.

Gráfico 14 – Recorte da evolução da taxa de vacância e aluguel médio entre os anos de 2011 e 2013

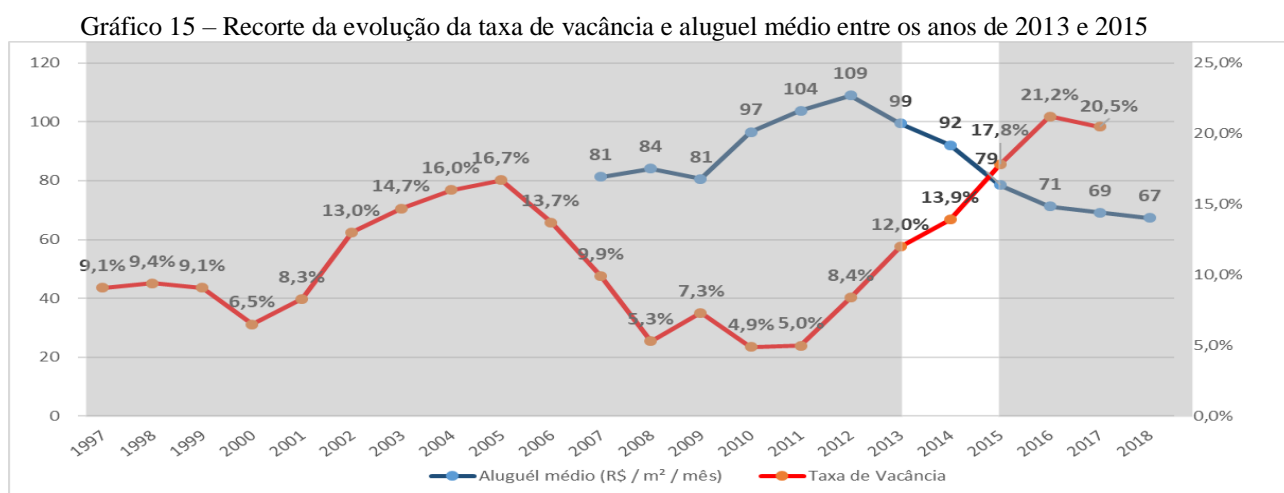


Fonte: Autor. Dados: BR Properties (2018)⁹ / CBRE

⁸Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

2.2.3. Fase de Desaceleração

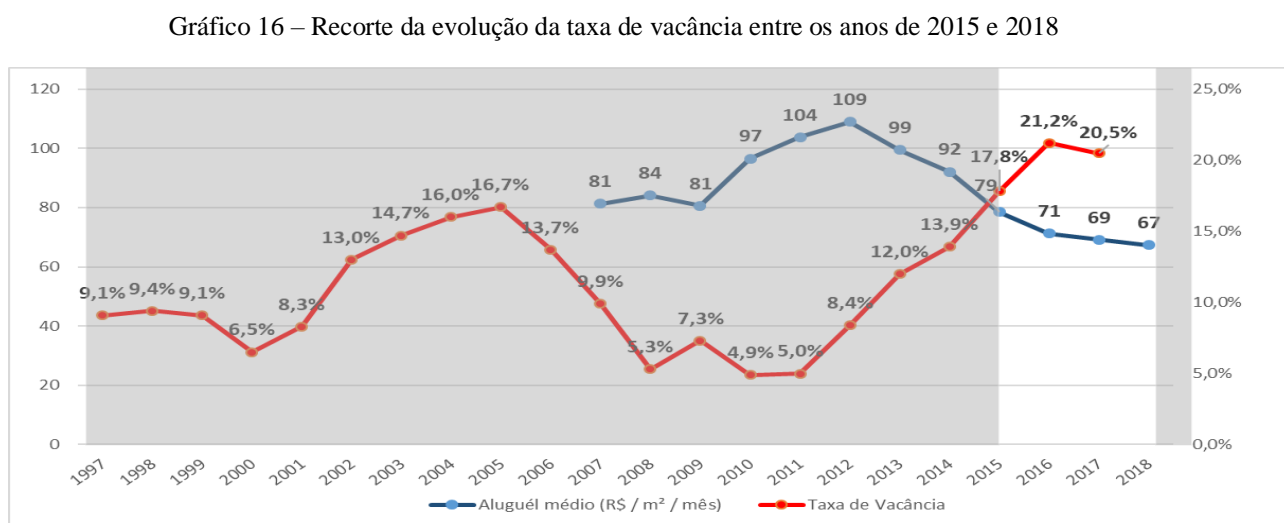
Com base nos valores de preço médio de aluguel, há um indicativo de que o último período o qual o Brasil esteve na fase de crescimento foi entre 2013 e 2015, conforme destacado no Gráfico 15.



Fonte: Autor. Dados: BR Properties (2018)¹⁰ / CBRE

2.2.4. Fase de Recessão

Com base nos valores de preço médio de aluguel, há um indicativo de que o último período no qual o Brasil esteve na fase de recessão foi entre 2015 e 2018, conforme destacado no Gráfico 16.



Fonte: Autor. Dados: BR Properties (2018)¹⁰ / CBRE

¹⁰Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

Dessa forma, pode-se observar que as fases do ciclo do mercado imobiliário, de modo geral, têm, em média, 3 anos. Além disso, nos últimos 11 anos (2007 a 2018), ao se aproximar o perfil da curva de preço médio de aluguel ao perfil de uma onda senoidal, nota-se um comprimento de onda que ocorre em um intervalo aproximado de 10 anos, representando um ciclo completo de mercado imobiliário.

Quando se observam os valores mínimos de preço médio de aluguel do histórico em 2007 (R\$ 85 / m² / mês) e, em 2016 (R\$ 130 / m² / mês), tem-se um intervalo de tempo de 11 anos. O mesmo ocorre com a curva da taxa de vacância, se forem considerados os picos de taxa de vacância em 2005 (16,7%) e, em 2016 (21,2%). Agora, quando são considerados os valores mínimos da taxa em 2000 (6,5%) e 2010 (4,9%), tem-se um intervalo de tempo de 10 anos.

No capítulo 5, em que será feita uma análise crítica do Fundo selecionado, serão utilizados os recortes de fases do ciclo propostos neste item para analisar o posicionamento dos ativos do portfólio do Fundo. Entretanto, para isso, primeiramente será feito um estudo dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil, para permitir entendimento e contextualização acerca das questões nas quais esse instrumento está envolvido.

3. FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

A contextualização e síntese sobre Fundos de Investimentos Imobiliários foi feita tendo como base o Caderno nº 6 de Fundos de Investimento Imobiliário da Comissão de Valores mobiliários (2010), Leis nº 8.668/93, nº 11.196/05, instruções da CVM nº 205, nº 206, nº472, nº 478, nº 498, nº 528, nº 554, nº 571, nº 580, bem como o Manual de Definições e Procedimentos dos índices (2014), a Metodologia do Índice de Fundos de Investimento Imobiliários – IFIX (2015), o Guia do Investidor: Fundo de Investimento Imobiliário da UQBAR (2012) e o Boletim do Mercado Imobiliário (Setembro de 2018) da B3.

3.1. Características gerais

Um Fundo de Investimento Imobiliário (FII) é uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários, segundo Instrução nº 472/08 da Comissão de Valores Mobiliários. O Fundo é constituído sob a forma de condomínio fechado, na qual o resgate de cotas não é permitido. Assim, por meio de um FII, os investidores conseguem investir seus recursos em diversos segmentos do mercado imobiliário, sendo eles imóveis destinados à renda, desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, construção de imóveis, aquisição de imóveis prontos, ações de companhias do setor imobiliário, Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), Letras de Crédito Imobiliário (LCI), Letras Hipotecárias (LH), entre outros.

O investimento na aquisição de cotas de FII apresenta algumas vantagens quando comparado ao investimento direto em imóveis, sendo elas:

- a) Acesso ao Mercado Imobiliário: como resultado do volume de recursos envolvidos em um FII, o investidor consegue ter acesso a alternativas de investimentos em ativos do setor imobiliário de melhor qualidade;
- b) Ganhos de Escala: o pequeno investidor, por meio do FII, consegue condições de negociação melhores. Além disso, os custos de administração do Fundo são diluídos proporcionalmente sua participação;
- c) Diversificação: a diversificação de alocação do Fundos, dependem do seu perfil, mas são, muitas vezes, pulverizados em diversos ativos dentro do setor imobiliário, evitando assim, riscos concentrados ao investidor;

- d) Simplificação: Ao adquirir cotas de um FII, o investidor fará diretamente a gestão patrimonial, mas sim contará com a gestão, administração e as recomendações de especialistas envolvidos com esses ativos;
- e) Liquidez: caso o investidor queira parte dos seus recursos, ele não precisará liquidar todo o investimento, como teria que fazer caso tivesse investido diretamente em um imóvel, para isso, basta liquidar apenas a quantidade de cotas suficientes no mercado secundário.
- f) Tributação: a distribuição de rendimentos de um FII são isentos de impostos desde que:
 - As cotas sejam negociadas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado;
 - O Fundo tenha mais de 50 cotistas;
 - O investidor seja Pessoa Física e possua menos que 10% das cotas do Fundo;
 - 95% do resultado do FII seja distribuído semestralmente;

Apesar das diversas vantagens que o investimento em FII possui quando comparado ao investimento direto em imóveis, deve-se observar que, como todo investimento, ele possui riscos associados, como:

- a) Riscos Macroeconômicos: Alguns eventos de natureza política, econômica ou financeira podem afetar a taxas de juros, moeda e mudanças legislativas e impactar negativamente os ativos que compõem a carteira do Fundo;
- b) Riscos associados a liquidez: Como os FII não admitem resgate de suas cotas, pois são constituídos de condomínios fechados, os titulares das cotas podem ter dificuldade em realizar a venda delas no mercado secundário;
- c) Riscos Relativos ao Mercado Imobiliário: A retração da economia pode reduzir a ocupação dos imóveis. Dessa forma, a vacância refletirá em menores receitas para o Fundo e na redução no valor do aluguel. Um outro fator a ser considerado é o potencial econômico da região sob a qual o imóvel da carteira do Fundo está inserido. Isso será fator determinante para uma potencial valorização/desvalorização do imóvel;

Além disso, os Fundos de Investimentos Imobiliários possuem dois documentos principais que os caracterizam. Tais documentos devem seguir as diretrizes regulamentadas pela legislação brasileira por meio da Lei nº 8.668/93, estando normatizado pela Instrução nº 472/08 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), são eles o Regulamento do Fundo, que é o documento onde estão estabelecidas as regras básicas de funcionamento do Fundo, e o Prospecto, que é o documento que apresenta as informações para o investidor relativas à política

de investimento do Fundo e aos riscos envolvidos, bem como dos principais direitos e responsabilidades dos cotistas e do Administrador.

3.2. Legislação e Regulamentação

Os Fundos de Investimentos Imobiliários (FII) foram concebidos no Brasil seguindo como referência os REIT (Real Estate Investment Trust) da economia norte americana. A Lei nº 8.668 de 25 de junho de 1993 instituiu tal instrumento no Brasil, determinando que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) seria responsável por autorizar, disciplinar e fiscalizar a constituição, o funcionamento e a administração destes Fundos.

No ano seguinte, em 14 janeiro de 1994, a CVM publicou a instrução nº 205 (ICVM 205), que passou a regulamentar os FII no Brasil, e a instrução nº 206 (ICVM 206), que dispõe sobre normas contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras dos FII.

Em 19 de janeiro de 1999 foi promulgada a Lei nº 9.779, que modifica a tributação dos FII. A partir desse momento, ficou estabelecido que os rendimentos e ganhos líquidos de capital auferidos por estes Fundos em aplicações financeiras sujeitam-se à incidência do imposto de renda.

O próximo passo rumo ao estímulo do FII no Brasil, em 21 de novembro de 2005, foi a Lei nº 11.196, que isentou de imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas os rendimentos distribuídos pelos FII desde que: (I) as cotas dos FII fossem negociadas exclusivamente em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado; (II) existam, no mínimo, 50 cotistas no FII; e (III) o cotista seja pessoa física e tenha menos de 10% das cotas emitidas pelo FII.

Em 31 de outubro de 2008, em substituição a ICVM 205, a CVM publicou a Instrução nº 472 (ICVM 472), que incorpora características de outros tipos de Fundos e permite que o FII possa investir em valores mobiliários e outros ativos listados ao setor imobiliário.

Um outro fator regulamentar que afetou os FII ocorreu em 24 de setembro de 2009, quando o Conselho Monetário Nacional aprovou novas diretrizes para as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC). Assim, a resolução CMN nº 3.792 estabeleceu novas diretrizes que tirou os FII do segmento de imóveis passando a ser do segmento de investimentos

estruturados. Dessa forma, o limite individual para o total dos recursos dos Fundos de pensão investidos em cotas de FII passa de 8% para 10,0%.

A partir de 2009, visando aprimorar a ICVM 472, a CVM publicou as Instruções nº 478 (11 de setembro de 2009), nº 498 (13 de junho de 2011), nº 528 (23 de outubro de 2012) e nº 554 (17 de dezembro de 2014), que modificaram, corrigiram e inseriram características pontuais.

Entretanto, a instrução publicada que trouxe a maior quantidade de mudanças para a ICVM 472 foi a nº 571 (ICVM 571), ocorrida em 25 de novembro de 2015. Por meio dessa instrução, a CVM altera aspectos normativos quanto à divulgação de informações periódicas e eventuais pelos administradores de FII. Além disso, aprimora a regulamentação pertinente à governança do Fundo.

Em 15 de setembro de 2016, a CVM edita a Instrução nº 580, que inclui como passíveis de aprovação em assembleia atos que caracterizem conflito de interesse entre o FII e o seu consultor especializado, sendo assim a última modificação desde então para a ICVM 472.

3.3. Gestão de FII

A gestão de FII consiste nas decisões de investimento em diversos tipos de ativos financeiros que estejam alinhados com a estratégia do Fundo descrita em seu regulamento e tem como objetivo o retorno financeiro decorrente dos seus investimentos.

Existem dois tipos de gestão de portfólio dos Fundos. A primeira é a Gestão Ativa, na qual o desempenho do Fundo vai depender das decisões de investimento tomadas pelo gestor. Na gestão ativa o portfólio não é estático e a sua reciclagem ocorre periodicamente. Nesse segmento o gestor busca no mercado as melhores opções disponíveis, sempre seguindo a estratégia de investimentos do Fundo. O segundo tipo é a Gestão Passiva, na qual o Fundo é constituído para administrar uma carteira específica de ativos, essencialmente de propriedades, com o objetivo de obtenção de renda. Dessa forma, essa modalidade de gestão busca reproduzir a rentabilidade de referência e não superar um índice de referência como ocorre na gestão ativa. Numa gestão passiva se observa uma imobilidade do portfólio original, não havendo alterações dele ao longo do ciclo de operação.

Ainda no que diz respeito a estratégia de investimento do Fundo, segundo Rocha Lima (2011) o FII pode ser nobre ou pobre. Um Fundo é nobre quando possui um conjunto de propriedades

com foco em um segmento específico, de modo que distúrbios no comportamento de uma propriedade não impacte o portfólio como um todo, ou seja, é um portfólio diversificado, no qual um empreendimento não é responsável por grande parte do patrimônio ou renda e, assim, distúrbios no mesmo não afetam o portfólio de maneira significativa, mantendo o padrão de renda homogênea e estável. Um FII é pobre quando a captação de recursos é destinada a um único imóvel ou a um conjunto pequeno de imóveis, aumentando a exposição do investidor a cada um dos imóveis e prejudicando a continuidade da renda, a manutenção e eventuais trocas no portfólio.

Dessa forma, ao se transpor o conceito de FII nobre para diversificação, não somente entre propriedades, mas também incorporando cotas de outros Fundos e títulos de renda fixa como CRI, LCI e, títulos públicos (limitando-se a 25% do Patrimônio Líquido para ativos não ligados ao setor) se tem, como consequência, uma pulverização do portfólio de forma a manter um nível de renda estável menos suscetível a distúrbios do mercado.

A observação empírica do comportamento do mercado de *real estate* nos autoriza reconhecer que a concentração do investimento pode até favorecer os resultados, mas em detrimento da geração de renda regular e harmônica. A dispersão do investimento por vários ativos de *real estate*, por outro lado, tende a favorecer a regularidade da geração de renda porque a probabilidade de flutuação, ou mesmo de interrupção da renda de um conjunto de ativos é menor do que a de um único ativo em carteira. (ALENCAR, 2018, p. 9).

Como já citado, numa gestão ativa o desempenho do Fundo vai depender das decisões de investimento tomadas pelo gestor. Quanto às decisões de investimento, Markowitz (1952), ao introduzir a Teoria do Portfólio, justifica que as decisões relacionadas à seleção de investimentos devem ser tomadas com base na relação risco e retorno.

O princípio é que um investidor, ao ter duas opções de portfólio com o mesmo retorno, preferirá o de risco menor, em sua percepção.

Segundo a Teoria do Portfólio, é melhor analisar um ativo não só de acordo com seu risco percebido e retorno esperado, mas também como ele contribui para o risco e o retorno da carteira como um todo. Um gestor pode reduzir a exposição de seu portfólio a um determinado tipo de risco através da diversificação, ou seja, possuir ativos que estejam expostos a níveis de riscos diferentes.

No entanto, na gestão de um FII, além de se levar em conta os diversos aspectos ligados essencialmente aos diferentes ativos, as decisões de investimento também consideram diversos fatores econômicos. As variações na economia, no que diz respeito ao PIB, nível de emprego, à inflação e, essencialmente, à taxa de juros influenciam no custo do capital e, portanto, na decisão de investimento. Cada investimento tem uma capacidade de retorno e os investidores decidem com base no nível risco que estão dispostos a se expor.

Dessa forma, por meio dos conceitos explorados, é possível entender como é feita a gestão dos FII e quais fatores influenciam a tomada de decisão do gestor, o que permitirá entender e analisar as estratégias de posicionamento de portfólio seguidas pelo Fundo eleito no capítulo 5.

3.4. Evolução dos FII no Brasil

Desde o surgimento da regulamentação de Fundos de Investimentos Imobiliários no Brasil, em 1993, esse instrumento era visto como uma alternativa de investir no setor imobiliário. Contudo, ao longo do tempo, algumas instruções da Comissão de Valores Mobiliários foram adaptando e ajustando esse instrumento de investimento no mercado de capitais.

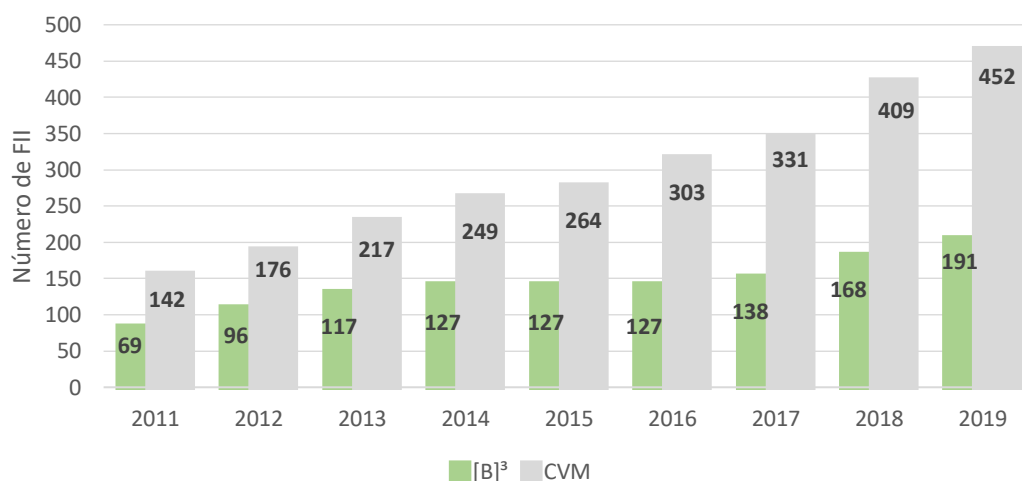
Algumas instruções marco, essencialmente conteúdo incentivos fiscais e de investimento, foram entrando em vigor e fizeram com que os FII fossem ganhando destaque. A primeira delas ocorreu em 2005, a Lei nº 11.196, na qual isentou o Imposto de Renda os Investidores Pessoa Física, desde que o Fundo cumprisse alguns requisitos. Em seguida, em 2008, a ICVM 472 ampliou a possibilidade de investimento dos Fundos em títulos do mercado imobiliário, o que ampliou o leque de investimentos possíveis e flexibilizou os FII. Nesse sentido, houve uma gradual maturação do mercado, impulsionada pelos ganhos regulamentares que fez com que os FII fossem evoluindo gradativamente no Brasil.

Atualmente, a configuração dos impostos incidentes nos FII ainda é fator determinante no incentivo desse instrumento financeiro, ainda mais ao se olhar do ponto de vista do empreendedor quando ele está analisando a viabilidade financeira de um empreendimento ao fazer uma Análise de Qualidade do Investimento (AQI).

O imposto incidente em um empreendimento para renda no ambiente da Sociedade de Propósito Específico (SPE) de 14,53% passa a ser 0% no FII e, ao se analisar um empreendimento com as mesmas características nesses dois instrumentos, tem-se que o FII apresenta maior resultado operacional disponível dentro do ciclo de operação.

Segundo o Boletim do Mercado Imobiliário de agosto de 2019 (B3), quando se analisa a evolução dos FII registrados no Brasil nos últimos 9 anos, há um total de 452 FII registrados na CVM, o que corresponde a um Patrimônio Líquido (PL) de R\$ 111,3 bilhões, sendo que 191 desses Fundos estão listados na B3 e possuem juntos um PL de R\$ 66,23 bilhões.

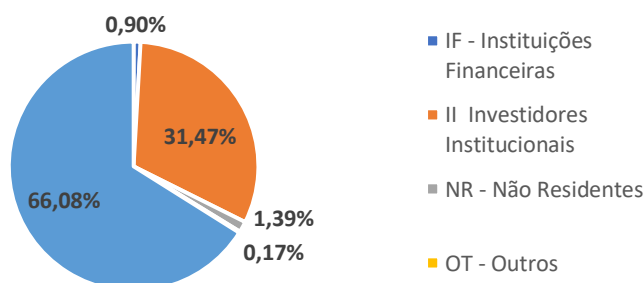
Gráfico 17 - Evolução dos FII nos últimos 9 anos



Fonte: Autor. Dados: B3 (2019).

Atualmente, há um total de 431.330 investidores de diversos tipos e perfis que são proprietários de cotas de Fundos de Investimentos Imobiliários listados na B3. O montante de negociações feitas por partes desses investidores representa, de janeiro de 2019 a setembro, um volume de R\$ 15,3 bilhões.

Gráfico 18 - Participação por tipo de investidor



Fonte: Autor. Dados: B3 (2019).

3.5. Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários B3 - IFIX

O Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX) é um índice reflexo de uma carteira teórica de ativos que, segundo a B3 (2015, p. 2), tem o objetivo de “ser o indicador do desempenho médio das cotações dos Fundos imobiliários negociados nos mercados de bolsa e de balcão organizado da B3”.

Os ativos elegíveis que podem compor a carteira do IFIX são as cotas dos Fundos imobiliários listados na B3 e, segundo a B3 (2015, p. 2), serão incluídas apenas as cotas que atendam cumulativamente critérios abaixo:

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 99% (noventa e nove por cento) do somatório total desses indicadores;
2. ter presença em pregão de 60% (sessenta por cento) no período de vigência das 3 (três) carteiras anteriores.
3. não ser classificadas como “Penny Stock”.
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 60% (sessenta por cento) de presença desde seu início de negociação;
 - c. atenda cumulativamente aos critérios 1 e 3.

O IFIX é um índice de retorno total que, segundo B3 (2014, p. 20):

É um indicador que procura refletir não apenas as variações nos preços dos ativos integrantes do índice no tempo, mas também o impacto que a distribuição de proventos por parte das companhias emissoras desses ativos teria no retorno do índice.

Para tanto:

- São incorporados, na carteira do índice, os valores referentes a:
 - dividendos;
 - juros sobre capital próprio e rendimentos (pelo valor líquido de imposto);
 - direitos de subscrição (preço com direito descontado do preço ex-teórico);
 - valor de qualquer ativo recebido que seja diferente dos ativos originalmente possuídos;

- valor de quaisquer direitos de subscrição de ativos diferentes dos ativos originalmente possuídos.
- São mantidos na carteira do índice os ativos recebidos a título de bonificação ou desdobramento.
- São incorporados na carteira os ativos, na mesma espécie e classe, decorrentes de subscrições consideradas economicamente vantajosas para os investidores.
- Após o encerramento do último pregão “com-direito”, o provento, em dinheiro, é incorporado em todos os demais ativos integrantes da carteira, na proporção de suas respectivas participações.

O índice é calculado seguindo uma ponderação na qual:

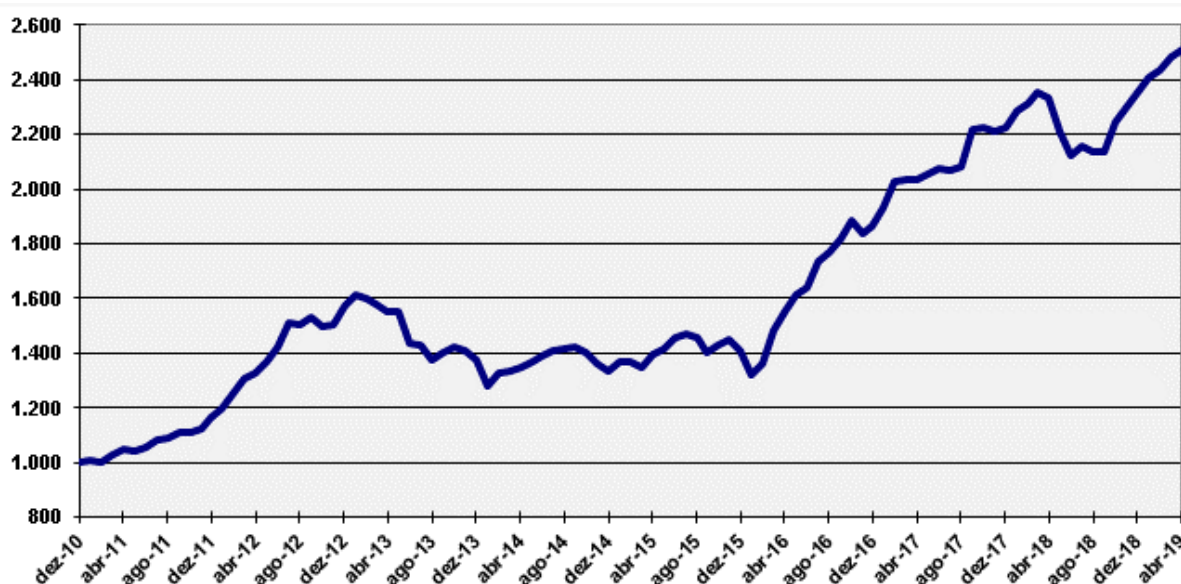
os ativos são ponderados pelo valor de mercado da totalidade das cotas emitidas pelo Fundo Imobiliário.

Ressalta-se que a participação de um Fundo no índice não poderá ser superior a 20% (vinte por cento), quando de sua inclusão ou nas reavaliações periódicas.

Caso isso ocorra, serão efetuados ajustes para adequar o peso do Fundo a esse limite, redistribuindo-se o excedente proporcionalmente aos demais ativos da carteira. (B3, 2015, p. 3)

Lançado pela B3 em setembro de 2012, o índice foi calculado retroativamente desde o final de dezembro de 2010, com valor base de 1.000 pontos. O Gráfico 3 ilustra o perfil histórico do IFIX, demonstrando as suas variações e comportamento ao longo de sua vida.

Gráfico 19 - Perfil histórico do IFIX

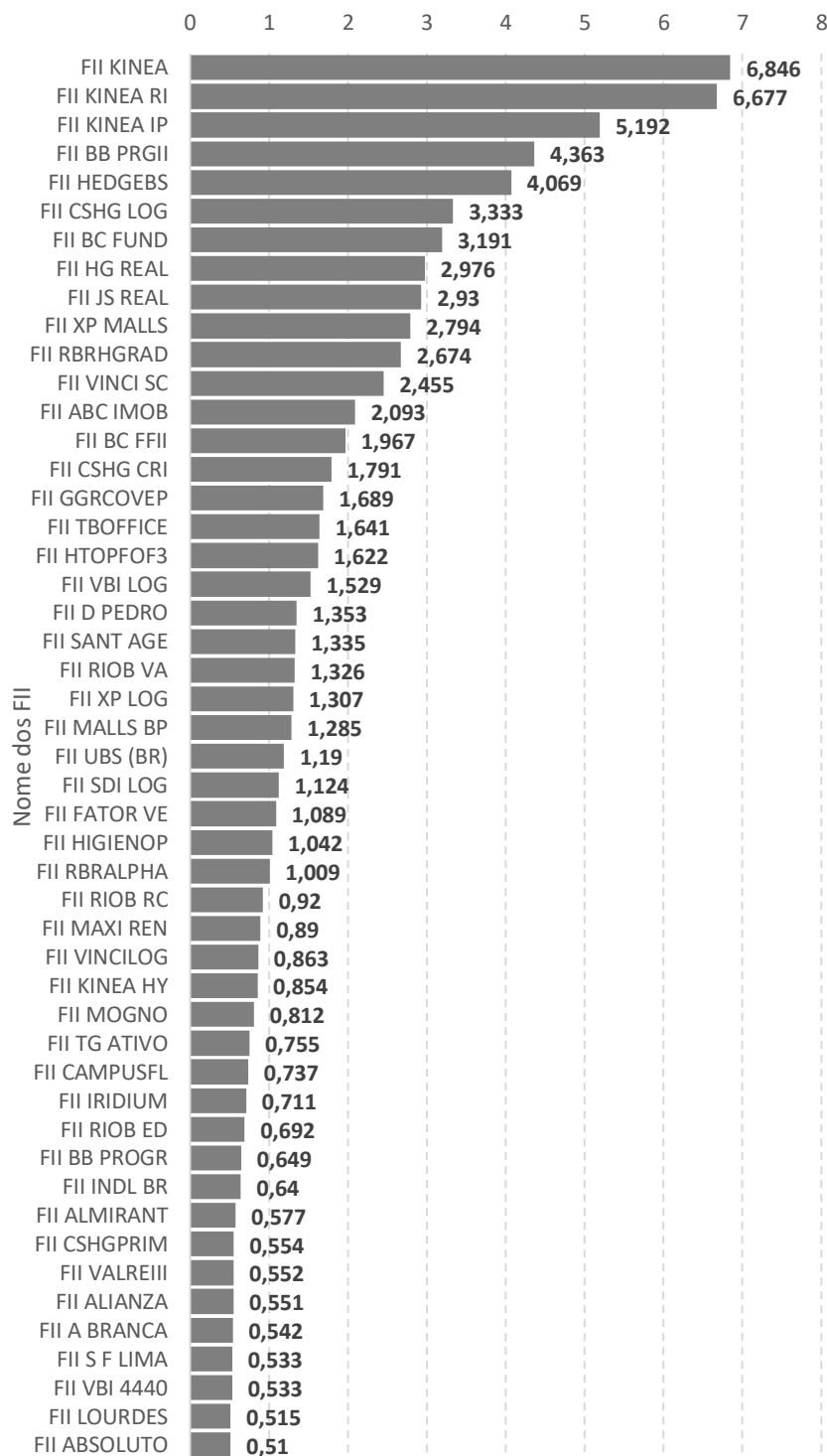


Fonte: B3 (2019).

Segundo o Boletim do Mercado Imobiliário de setembro de 2019 da B3, em 30 de setembro de 2019, existiam 191 Fundos de Investimentos Imobiliários listados, dos quais 100 compuseram

a carteira do IFIX na data. O Gráfico 20 ilustra um recorte contendo os FII listados que detêm mais que 0,5% (meio por cento) de participação no cálculo do índice.

Gráfico 20 - Fundos com maiores participações no IFIX (%)



Fonte: Autor (2019), dados: B3 (2019).

A partir dos conceitos e características sobre os ciclos do mercado imobiliário (explorados no capítulo anterior) e sobre os Fundos de Investimentos Imobiliários (explorados neste capítulo), tem-se a base conceitual necessária para entendimento dos FII e de suas estratégias.

Desse modo, como forma de atingir o objetivo do trabalho (analisar o portfólio de um FII), serão elaborados no capítulo seguinte alguns critérios de elegibilidade para a seleção do FII foco de estudo.

4. SELEÇÃO DO FUNDO PARA ANÁLISE

De acordo com o que foi relatado no capítulo 3, em abril de 2018 existiam 353 FII registrados na CVM, sendo que 145 destes estavam listados na B3. Além disso, dos 145 FII listados, apenas 81 deles compunham a carteira teórica de ativos do IFIX em 13 de abril de 2018.

Como o IFIX é o índice que mede o desempenho médio das cotações dos Fundos imobiliários negociados no mercado organizado da B3 (B3, 2015), um FII com uma grande proporção no cálculo do índice possui, dentre os FII que compõem a carteira teórica, maior volume de transações de cotas e patrimônio líquido.

Nesse sentido, é inquestionável a relevância que os Fundos com grande participação na carteira teórica do IFIX possuem. E é por esse motivo que o primeiro critério de elegibilidade seleciona os Fundos com maior participação no IFIX.

I. Maior proporção no IFIX:

Como forma de realizar um recorte na carteira do IFIX, dos 81 Fundos que compõem o IFIX em 13 de abril de 2018 (representados no Anexo 1), foram considerados os FII que tem participação maior ou igual a 1% (um por cento). Dessa forma, a primeira filtragem resultou em 21 FII elegíveis, indicados na tabela 1.

Tabela 1 - FII com participação maior ou igual a 1% no IFIX

Nome do Fundo	Código	Participação no IFIX (%)	Gestor	Segmento de Atuação
FII KINEA RI	KNCR11	9,557	Intrag DTVM	Títulos e Val. Mob.
FII KINEA	KNRI11	7,667	Intrag DTVM	Híbrido
FII BB PRGII	BBPO11	6,676	Votorantim Asset	Lajes Corporativas
FII KINEA IP	KNIP11	5,753	Intrag DTVM	Títulos e Val. Mob.
FII BC FUND	BRCR11	5,284	BTG Pactual	Híbrido
FII CSHGSHOP	HGBS11	3,699	Credit Suisse Hedging-Griffo	Shoppings
FII JS REAL	JSRE11	3,282	Safra Asset Management	Híbrido
FII CSHG LOG	HGLG11	3,233	Credit Suisse Hedging-Griffo	Logística
FII HG REAL	HGRE11	2,988	Credit Suisse Hedging-Griffo	Lajes Corporativas
FII ABC IMOB	ABCP11	2,896	Rio Bravo	Shoppings
FII VINCI SC	VISC11	2,584	BRL Trust Investimentos	Shoppings
FII TBOFFICE	TBOF11	2,466	BTG Pactual	Lajes Corporativas
FII D PEDRO	PQDP11	2,211	BTG Pactual	Shoppings
FII SANT AGE	SAAG11	2,122	Rio Bravo	Outros
FII TORRE NO	TRNT11	2,108	BTG Pactual	Lajes Corporativas
FII HIGIENOP	SHPH11	1,953	Rio Bravo	Shoppings
FII GGRCOVEP	GGRC11	1,487	CM CAPITAL MARKETS	Logística
FII BC FFII	BCFF11	1,453	BTG Pactual	Títulos e Val. Mob.
FII AG CAIXA	AGCX11	1,421	Rio Bravo	Outros
FII RIOB RC	FFCI11	1,103	Rio Bravo	Lajes Corporativas
FII CAMPUSFL	FCFL11	1,028	BTG Pactual	Outros

Fonte: Autor. Dados: B3 (2018)

Outro fator importante a ser observado é a interrelação entre a atividade econômica e o setor imobiliário. Conforme ilustrado no capítulo 2, pode-se perceber ainda mais a relação quando se compara o momento econômico aos níveis do preço de locação que, dentro do contexto de FII, são representadas pelas lajes corporativas.

Como forma de analisar e estudar o reflexo do contexto econômico do país no mercado de FII, tendo como base as fases do ciclo do mercado imobiliário, foi estabelecido o segundo critério de seleção do Fundo baseado na possibilidade de possuir lajes corporativas em seu portfólio.

II. FII que podem investir em lajes corporativas:

Assim, filtrando os FII com segmentos Híbrido e de Lajes Corporativas, existem 8 FII elegíveis para a análise, ilustrados na Tabela 2.

Tabela 2 – Fundo dentro do IFIX com segmento híbrido e de lajes corporativas.

Nome do Fundo	Código	Participação no IFIX (%)	Gestor	Segmento de Atuação	Ativos
FII KINEA	KNRI11	7,667	Intrag DTVM	Híbrido	Lajes Corporativas (7) , Centros de distribuição (7), Tít. e Val. Mob.
FII BB PRGII	BBPO11	6,676	Votorantim Asset	Lajes Corporativas	Agências Banco do Brasil
FII BC FUND	BRCR11	5,284	BTG Pactual	Híbrido	Lajes corporativas (11) , Títulos Priv., Fundos de Renda Fixa, FII, CRI, LCI
FII JS REAL	JSRE11	3,282	Safra Asset Management	Híbrido	Lajes corporativas (2) , CRI, FII, Títulos Públicos
FII HG REAL	HGRE11	2,988	Credit Suisse Hedging-Griffo	Lajes Corporativas	Lajes corporativas (19) , Fundos de Renda Fixa, FII, CRI, LCI
FII TBOFFICE	TBOF11	2,466	BTG Pactual	Lajes Corporativas	Laje corporativa (1) , Títulos Priv., Fundos de Renda Fixa
FII TORRE NO	TRNT11	2,108	BTG Pactual	Lajes Corporativas	Laje corporativa (1) , Títulos Priv., Fundos de Renda Fixa
FII RIOB RC	FFCI11	1,103	Rio Bravo	Lajes Corporativas	Lajes corporativas (8) , Fundos de Renda Fixa, LCI

Fonte: Autor. Dados: B3 (2018)

Além disso, do ponto de vista de gestão ativa da carteira é fundamental que o Fundo tenha a possibilidade de investimento em diferentes ativos, pois, assim, tem-se um instrumento resiliente que possibilita uma diversificação da carteira e mitigação de riscos.

Nesse contexto, como forma de realizar uma análise mais abrangente com relação ao portfólio e gestão do Fundo que será estudado, foi elaborado o terceiro e último critério de elegibilidade, no qual seleciona, dentre os FII listados e que investem em lajes corporativas, os que possuem maior pulverização da carteira.

III. FII com maior pulverização da carteira:

Ao se investigar individualmente a carteira de ativos dos 8 FII elegíveis pelo critério II, pode-se notar que muitos deles possuem poucos empreendimentos de lajes corporativas e possuem pouca quantidade e variabilidade de ativos em sua carteira, tornando-se, assim, inadequados ao estudo.

Nesse sentido, filtrando os Fundos seguindo o terceiro critério, tem-se como resultado o FII representado na tabela 3.

Tabela 3 - FII com maior pulverização de ativos

Nome do Fundo	Código	Participação no IFIX (%)	Gestor	Segmento de Atuação	Ativos
FII BC FUND	BRCR11	5,284	BTG Pactual	Híbrido	Lajes corporativas (11), Títulos Priv., Fundos de Renda Fixa, FII, CRI, LCI

Fonte: Autor. Dados: B3 (2018)

Por fim, o Fundo FII BC FUND tendo a maior participação no IFIX, portfólio investido em 11 empreendimentos de lajes corporativas, além de diferentes ativos financeiros, foi o Fundo selecionado pelos critérios elegibilidade e, dessa forma, será o Fundo alvo de estudo de gestão de portfólio.

4.1. Análise do Fundo: FII BC Fund

Segundo BTGPactual¹⁰ (2018) o FII BC Fund (Fundo) é um Fundo de investimento imobiliário de lajes corporativas que obteve sua autorização de constituição e funcionamento pela CVM concedida em junho de 2007, sendo que suas cotas estão sendo negociadas em mercado organizado da B3 desde dezembro de 2010, após *Inicial Public Offering* (IPO), sob o código de negociação BRCR11.

O BC Fund possui gestão ativa de carteira e tem como objetivo principal investir em escritórios comerciais de laje corporativa com renda, estrategicamente localizados nas principais cidades do Brasil. Dentre os ativos-alvo investidos estão imóveis comerciais ou direitos relativos a esses imóveis, seja pronto ou em fase final de construção.

¹⁰BTGPactual (2018). **Fundo Imobiliário BTGPactual Corporate Office Fund**. Site oficial do Fundo <http://www.bcfund.com.br> acesso em 20 de junho de 2018.

Além do investimento em lajes corporativos, o Fundo também investe em cotas de outros Fundos de Investimento Imobiliário (FII), Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), cujos rendimentos também são isentos de tributação ao Fundo.

Suas principais características e envolvidos no Fundo estão ilustrados na tabela 4.

Tabela 4 - Características principais do Fundo

Denominação	FII BTGPactual Corporate Office Fund
CNPJ	08.924.783/0001-01
Código de Negociação	BRCR11
Tipo de Fundo	Fundo Fechado
Administradora do Fundo	BTGPactual Serviços Financeiros S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários
Escriturador/instituição Depositária	Itaú Unibanco Banco Múltiplo S.A.
Auditor Independente	Price QaterhouseCoopers
Período de Duração do Fundo	Prazo Indeterminado
Taxa de Administração	0,250% a.a

Fonte: Autor. Dados: BTGPactual (2018).

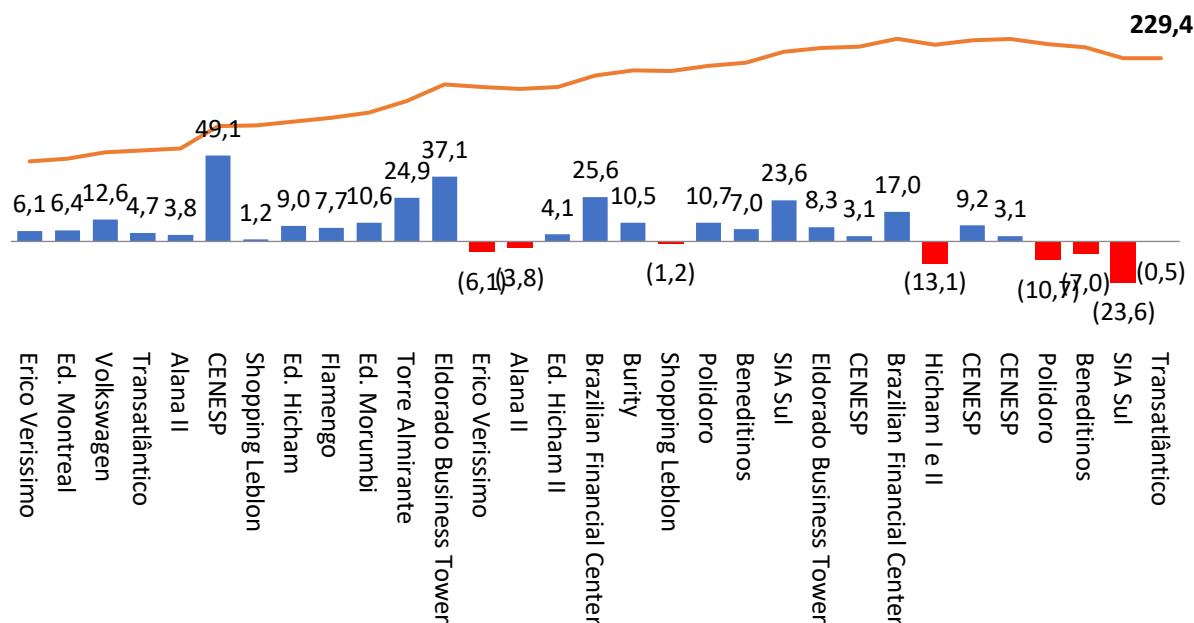
Segundo informativo mensal de junho de 2018, o portfólio do BC Fund é composto por 10 empreendimentos de lajes corporativas localizados em São Paulo e Rio de Janeiro com classificações AAA, A e B.

Tabela 5 – Histórico de compra e venda do BC Fund

Data	Compra/Venda	Imóvel	Cidade	UF	ABL (m²)	ABL Acumulada
dez-07	Compra	Ed. Veríssimo	Porto Alegre	RS	6.104	6.104
dez-07	Compra	Ed. Montreal	Rio de Janeiro	RJ	6.439	12.543
jan-08	Compra	Volkswagen	São Paulo	SP	12.560	25.103
mar-08	Compra	Transatlântico	São Paulo	SP	4.734	29.837
mar-08	Compra	Alana II	São Paulo	SP	3.809	33.646
jun-08	Compra	Shopping Leblon	Rio de Janeiro	RJ	1.249	34.895
jul-08	Compra	CENESP	São Paulo	SP	49.129	84.024
set-08	Compra	Ed. Hichan	Campinas	SP	9.039	93.063
out-08	Compra	Flamengo Park Towers	Rio de Janeiro	RJ	7.670	100.733
dez-08	Compra	Cargil	São Paulo	SP	10.626	111.359
fev-09	Compra	Torre Almirante	Rio de Janeiro	RJ	24.881	136.240
abr-09	Compra	Eldorado Business Towers	São Paulo	SP	37.124	173.364
set-09	Venda	Erico Veríssimo	Porto Alegre	RS	(6.104)	167.260
out-09	Venda	Alana II	São Paulo	SP	(3.809)	163.451
dez-09	Compra	Ed. Hichan II	Campinas	SP	4.080	167.531
mar-10	Compra	Brasilian Financial Center	São Paulo	SP	25.567	193.099
abr-11	Compra	Burity	São Paulo	SP	10.550	203.648
mai-12	Venda	Shopping Leblon	Rio de Janeiro	RJ	(1.249)	202.399
dez-12	Compra	Ed. Beneditinos	Rio de Janeiro	RJ	6.971	209.370
dez-12	Compra	Ed. General Polidoro	Rio de Janeiro	RJ	10.660	220.030
dez-12	Compra	Complexo Sia Sul	Brasília	DF	23.637	243.667
jun-13	Compra	Eldorado Business Towers	São Paulo	SP	8.276	251.943
jul-13	Compra	CENESP	São Paulo	SP	3.070	255.014
out-13	Compra	Brasilian Financial Center	São Paulo	SP	17.045	272.058
set-14	Venda	Hicham I e II	Campinas	SP	(13.119)	258.940
dez-14	Compra	CENESP	São Paulo	SP	9.210	268.150
mar-15	Compra	CENESP	São Paulo	SP	3.070	271.220
dez-15	Venda	Ed. General Polidoro	Rio de Janeiro	RJ	(10.660)	260.560
dez-15	Venda	Ed. Beneditinos	Rio de Janeiro	RJ	(6.971)	253.589
dez-15	Venda	Complexo Sia Sul	Brasília	DF	(23.637)	229.952
set-16	Venda	Transatlântico	São Paulo	SP	(526)	229.426

Fonte: Autor. Dados: BTGPactual (2018).

Gráfico 21 – Histórico de compra e venda do BC Fund (em mil m² de ABL)



Fonte: BTGPactual (2018).

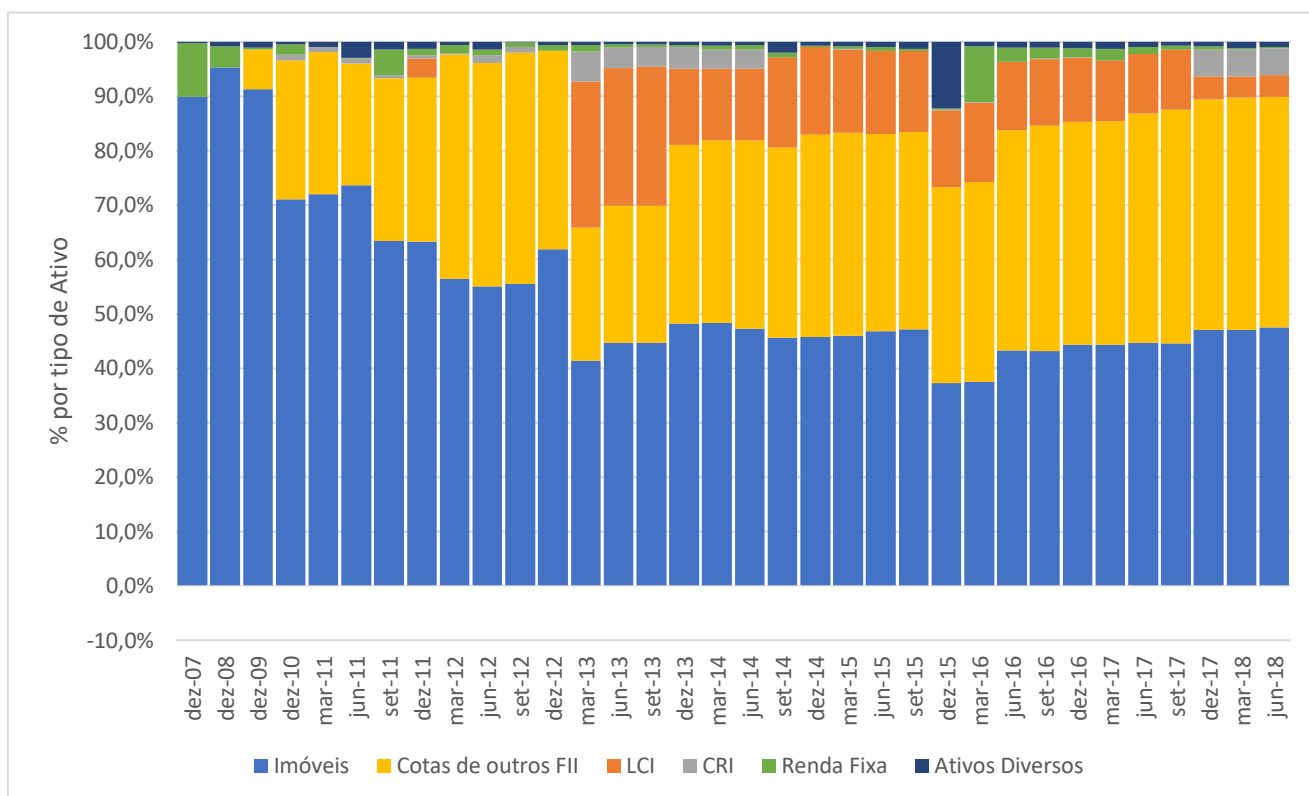
O BC Fund busca, em seus investimentos, a participação de controle nos empreendimentos, o que lhe permite atuar na gestão dos referidos imóveis, com objetivo de torná-los adequados à ocupação de atuais e futuros inquilinos.

Segundo o informativo mensal de junho de 2018, o Fundo tinha, nesta data, 86,3% dos ativos em imóveis e o restante investido, essencialmente em cotas de outros Fundos de Investimento Imobiliário (FII), Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI).

Entretanto, para estudar a evolução histórica do Fundo, foram coletados todos os relatórios trimestrais de auditoria financeira¹¹ disponíveis. Dessa forma, consegue-se analisar, de forma geral, a porcentagem de cada um dos tipos de ativos presentes no portfólio do Fundo ao longo de sua história. O Gráfico 22, ilustra a concentração de cada ativo, indicado por sua respectiva cor na legenda, ao longo da história do Fundo.

¹¹BTGPactual (2018). **Fundo Imobiliário BTG Pactual Corporate Office Fund**. Relatórios Trimestrais de Auditoria Financeira disponível no Site Oficial do Fundo <http://www.bcfund.com.br> acesso em 20 de junho de 2018.

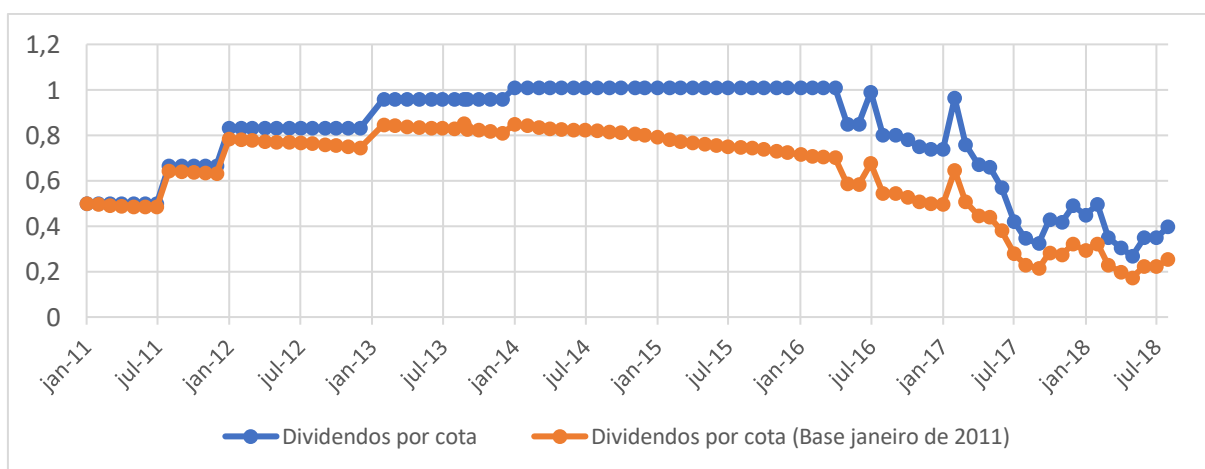
Gráfico 22 - Composição do portfólio do FII BC Fund ao longo de sua história



Fonte: Autor. Dados: BTGPactual (2018).

Além disso, como forma de entender melhor o comportamento do Fundo, foi coletado o histórico de dividendos pago por cota, após abertura de capital do Fundo, ocorrida em dezembro de 2010, conforme representado no Gráfico 23.

Gráfico 23 – Distribuição de dividendos por cota do BC Fund



Fonte: Autor. Dados: Bloomberg (2019)¹²

¹²Dados coletados do Terminal Bloomberg. Acesso em 1 de julho de 2019.

O capítulo seguinte pretende explorar, em detalhes, os tipos e percentuais dos ativos ilustrados no gráfico 20, para analisar criticamente o posicionamento deles no portfólio do Fundo em diferentes fases do ciclo imobiliário, com base em todo o desenvolvimento de conteúdo até agora explorados no trabalho.

4.2. Ativos Financeiros

O Regulamento do BC Fund permite aos gestores investir em diversos tipos de ativos. Nesse item, são abordadas características e riscos dos ativos financeiros que o Fundo possuiu em seu portfólio no período analisado, que são cotas de outros Fundos, CRI e LCI.

4.2.1. Cotas de outros FII

Cotas de FIIs possuem como vantagem seu baixo valor unitário, o que permite ao gestor rentabilizar montantes pequenos quando não há capital disponível para realizar um investimento maior como a compra ou construção de um novo edifício. Entretanto, não é a única alternativa de investimento para montantes pequenos, já que há outros ativos com baixo valor de entrada, além da possibilidade de comprar apenas parte de empreendimentos imobiliários.

Outra característica positiva de cotas de outros FIIs é que os mesmos podem ser listados e, nesse caso, suas cotas podem ser negociadas no mercado secundário, o que permite que o gestor compre e venda em um intervalo curto de tempo. É importante ressaltar, também, que os preços de compra e venda das cotas estão sujeitos ao risco de mercado e podem divergir da avaliação patrimonial do Fundo, de acordo com as expectativas dos tomadores de decisão e percepção de risco. Assim, a compra e venda de cotas pode gerar ganhos ou perdas para o Fundo.

Como as do próprio BC Fund, as cotas de outros FIIs podem distribuir dividendos mensais ou em periodicidade maior, o que contribui para a capacidade do Fundo de distribuir dividendos constantes, mas também possuem custos como a taxa de administração cobrada por seu gestor. Assim, ao adquirir cotas de outros FIIs, o BC Fund está pagando esses custos, e o cotista final, que detém as cotas do BC Fund, paga dois níveis de custos de administração: Fundos comprados pelo BC Fund e a do próprio BC Fund.

4.2.2. Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)

Os CRI são títulos de renda fixa lastreados em créditos imobiliários como contratos de compra e venda de imóveis, de locação convencional ou *Built-to-Suit*. O fluxo de caixa proveniente dos contratos imobiliários é usado para o pagamento das obrigações das CRI antes de ser disponibilizado ao devedor.

As emissões de CRI são feitas por instituições específicas, as securitizadoras de crédito imobiliário, que são instituições não financeiras que têm por finalidade vincular os créditos imobiliários ao CRI por meio de um processo de securitização estruturando, emitindo e gerindo esses ativos financeiros.

Existem diversas estruturas de CRI no mercado, pois os créditos imobiliários gerados por transações de venda e locação são decorrentes de diferentes tipos de imóveis, como lotes, casas, edifícios residenciais e comerciais. Além disso, as CRI podem ser prefixadas, com uma taxa fixa de juros, ou pós-fixadas, com uma taxa que acompanha algum indicador, como o IPCA. Também podem pagar juros e amortizações em diferentes periodicidades ou apenas no vencimento.

Um ponto positivo ao se investir em títulos de dívida imobiliária, o que inclui as CRI e as LCI, é que a Lei nº 12.024/09 isenta os Fundos imobiliários de imposto de renda sobre rendimentos em aplicações nesses títulos.

Outro ponto positivo de se investir em um CRI é a visibilidade do fluxo de caixa futuro, ou seja, a previsibilidade do retorno do investimento, desde que não haja nenhum evento de crédito, como inadimplência. Dessa maneira, gestores podem optar por adquirir CRI quando querem garantir uma determinada rentabilidade, o que os CRI proporcionam desde que não sejam vendidos no mercado secundário antes do seu vencimento.

Segundo Mafra (2006) os Certificados de Recebíveis Imobiliários possuem uma série de riscos que devem ser observados no relatório de *rating*, bem como no termo de securitização do CRI, riscos estes que envolvem fatores de crédito, mercado, ambiente econômico, legal e jurídico, relacionados tanto com os devedores do financiamento imobiliário, a incorporadora/loteadora que está levantando recursos via securitização, bem como a companhia securitizadora que estrutura e emite a operação.

Além dos fatores macroeconômicos e de mercado, o risco do CRI é composto pelo risco de inadimplência dos contratos associados ao papel, uma vez que o fluxo de recebíveis dos contratos é utilizado para pagar os juros, além do risco de crédito do próprio devedor, que é responsável por cumprir com as obrigações do papel caso o fluxo de caixa dos contratos associados não seja suficiente. É necessário ressaltar que os CRI não possuem cobertura do Fundo Garantidor de Crédito (FGC)

4.2.3. Letras de Crédito Imobiliário (LCI)

As LCI são papéis de renda fixa emitidos por instituições financeiras autorizadas, geralmente bancos, que tem como objetivo captar recursos para o setor imobiliário. Tais instituições utilizam parte de suas carteiras de crédito imobiliário já existente ou que pretende compor como lastro para uma LCI que pode ser oferecida a seus clientes.

Os bancos utilizam os recursos levantados como forma de estimular a disponibilidade de crédito ao setor imobiliário. E tais créditos usualmente possuem garantias de hipotecas ou alienação fiduciária de um bem imóvel.

A LCI, semelhante a um CDB (Certificado de Depósito Bancário), é um título que o banco emite para levantar recursos e, depois, emprestar com certo spread. Nesse sentido, os riscos da LCI estão atrelados, essencialmente, ao risco de crédito do banco emissor.

Devido ao fato de as LCI serem títulos de dívida imobiliária, como os CRI, segundo a lei 12.024 de 2009 os Fundos imobiliários são isentos de imposto de renda para aplicação nesses ativos.

Como os CRI, há diversos tipos de LCI com juros prefixados, pós-fixados e com diferentes curvas de pagamento de juros e amortização. Por se tratar de um papel de renda fixa, o principal ponto positivo, assim como no caso dos CRI, é a previsibilidade dos fluxos de caixa futuros. Assim, também são uma alternativa aos gestores para garantir uma rentabilidade determinada se não forem vendidas antes do vencimento. As principais diferenças são que no caso das LCI o risco de crédito é atrelado ao risco do banco emissor e que possuem garantia do Fundo Garantidor de Crédito (FGC).

4.2.4. Títulos Públicos

Os títulos públicos são ativos de renda fixa que são emitidos pelo governo e estão sujeitos ao risco país. Esses títulos têm a finalidade de captar recursos para financiar a dívida pública e as

atividades do Governo Federal. Os preços unitários dos títulos públicos são baixos e o investidor pode escolher títulos de curto, médio e longo prazo.

Na esfera federal, a emissão e controle dos títulos públicos fica sobre responsabilidade da Secretaria do Tesouro Nacional. Os títulos públicos federais disponíveis para negociação são:

- Tesouro Prefixado;
- Tesouro Selic;
- Tesouro IPCA +;

Como exposto acima, os títulos podem ser prefixados ou pós-fixados, e cada série possui indexações e periodicidades diferentes de pagamento de juros.

A menos que autorizado pela CVM mediante justificativa do administrador do Fundo, os FII não podem possuir mais de 25% de seu patrimônio líquido investido em títulos de renda fixa de ativos não imobiliários, portanto, os títulos públicos não podem representar mais de 25% do portfólio.

Normalmente, os títulos públicos são utilizados para a rentabilização de caixa, seja através de operações compromissadas que buscam remunerar o caixa do Fundo do CDI do dia ou por LFTs, que são títulos pós-fixados mais conhecidos como Tesouro Selic, que rentabilizam o investimento pela taxa de mesmo nome.

5. ANÁLISE CRÍTICA DO BC FUND

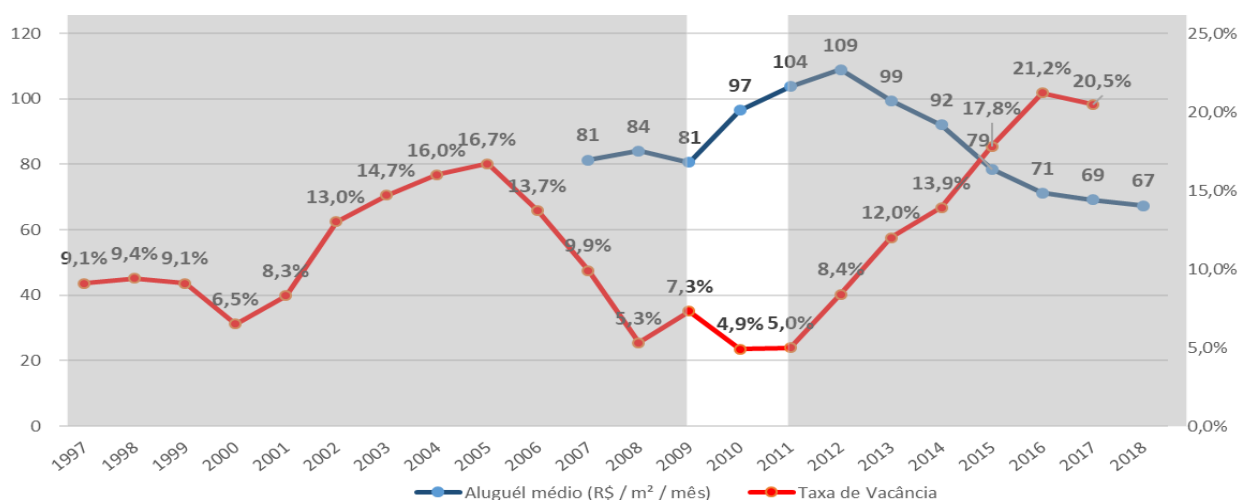
Tendo como plano de Fundo as discussões sobre as fases do ciclo do mercado imobiliário feitas no capítulo 2, os conceitos sobre Fundos de Investimentos Imobiliários explorados no capítulo 3, bem como o histórico da composição do portfólio do FII BC Fund ao longo dos anos, será analisado, neste capítulo, a estratégia de posicionamento dos ativos dentro do portfólio do Fundo em cada fase do ciclo do mercado imobiliário, ilustrando o reflexo da composição do portfólio por ciclo, essencialmente, no indicador que ilustra o pagamento de dividendos por cota realizado pelo Fundo ao longo do tempo.

De forma análoga a simplificação adotada no item 2.2. com relação ao mês de junho como sendo a data de transição das fases do ciclo, será considerado o mesmo mês para o recorte dos dados do balanço patrimonial do Fundo. Vale ressaltar que não estão disponíveis todos os relatórios trimestrais do Fundo desde a sua abertura.

5.1. Fase de Recuperação

De acordo com o recorte ilustrado pelo gráfico, a fase se inicia em junho de 2009 e acaba em junho de 2011. Neste período, a taxa de vacância está em queda, iniciando a fase com valor de 7,3% em 2009 e, ao final, em 2011, apresenta valor de 5%. Os preços de aluguel, pressionados pela baixa vacância, estão subindo.

Gráfico 24 – Recorte da evolução da taxa de vacância e aluguel médio entre os anos de 2009 e 2011

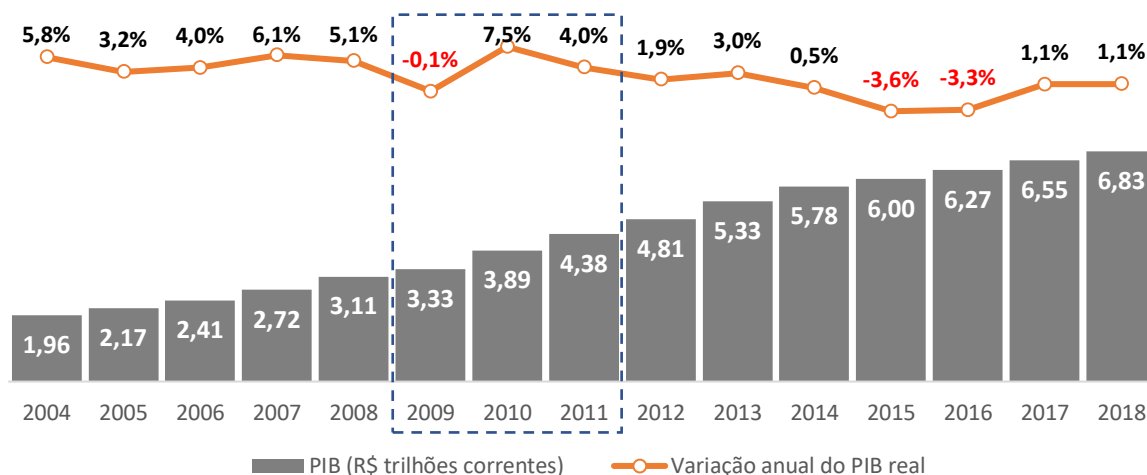


Fonte: Autor. Dados: BR Properties (2018)¹³ / CBRE

¹³Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

O período começa com retração do PIB de 0,1% em 2009. Porém, já em 2010 tem crescimento de 7,8%, o mais alto dos últimos anos. Em 2011 o crescimento é menor, de 4%. O cenário de crescimento pode potencializar o movimento de queda da vacância, uma vez que nesse cenário as empresas tendem a crescer e, desse modo, buscar novos espaços para ocupar, aumentando o crescimento da demanda.

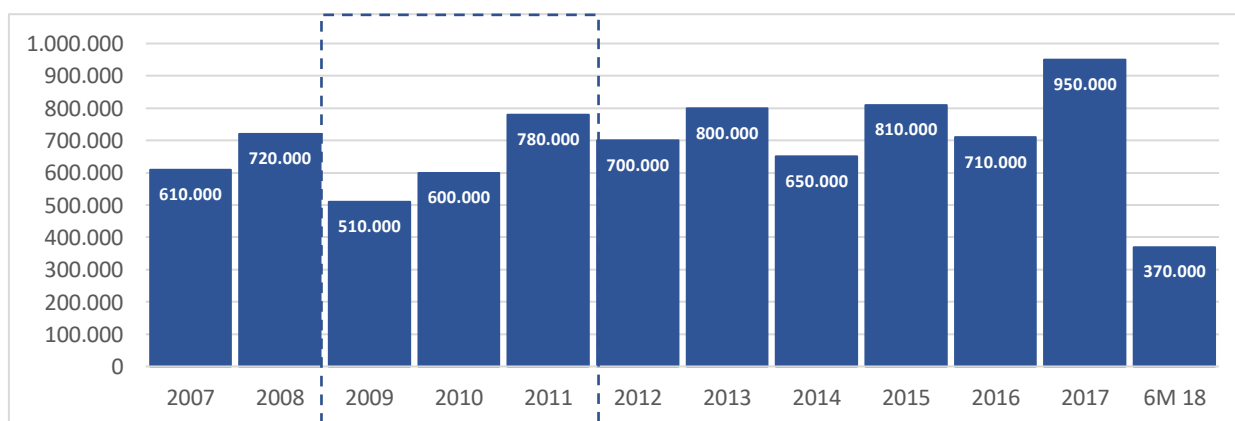
Gráfico 25 - Recorte da evolução do PIB entre os anos de 2009 e 2011



Fonte: Autor. Dados: Fundação Getúlio Vargas (2018)

Nessa fase, a absorção bruta apresenta valores crescentes, como ilustrado no gráfico 26. O indicador passa de cerca de 510.000 m² em 2009 para 780.000 m² em 2011. Observa-se, desse modo, valores crescentes da demanda.

Gráfico 26 – Absorção bruta

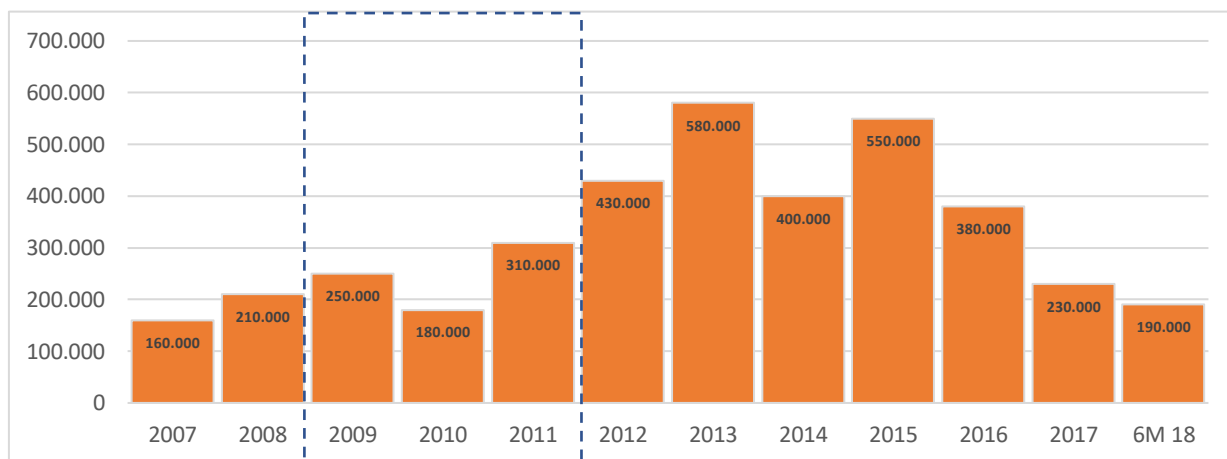


Fonte: Autor. Dados: BR Properties (2018)¹⁴ / CBRE

¹⁴Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

O novo estoque lançado no período, como pode se observar no gráfico 27, é baixo se comparado com a absorção bruta. Considerando-se que a fase anterior, de recessão, é caracterizada por alta vacância e valores baixos de aluguel e, desse modo, não é um cenário atrativo para novas construções, a quantidade de ABL lançada nos anos seguintes é baixa. Tem-se, desse modo, um ritmo de crescimento da oferta menor que o da demanda.

Gráfico 27 – Nova oferta



Fonte: Autor. Dados: BR Properties (2018)¹⁵ / CBRE

Assim, o espaço disponível vai sendo consumido, de modo que a taxa de vacância diminui ao longo da fase. Os preços de aluguel, então, vão sendo pressionados para cima.

O início de uma fase de crescimento, portanto, pode ser um bom momento para a compra de ABL já que após uma fase recessiva, os preços muito provavelmente estão em patamares mais baixos. Como os aluguéis tendem a aumentar durante a fase, o valor presente líquido deles tende a ser alto.

Ao se analisar a Tabela 6, observa-se que no início da fase o Fundo realizou duas vendas de ABL. Em setembro de 2009, foram vendidos 6.104 m² e, em 2010, 3.809 m². Porém, já em dezembro, o Fundo comprou 4.080 m² ABL. Em 2010 e 2011 o Fundo comprou mais 25.567 m² e 10.555 m², respectivamente. Desse modo, ABL total do Fundo, que em abril de 2009 era de 173.364 m², aumentou durante a fase, chegando a 203.648m².

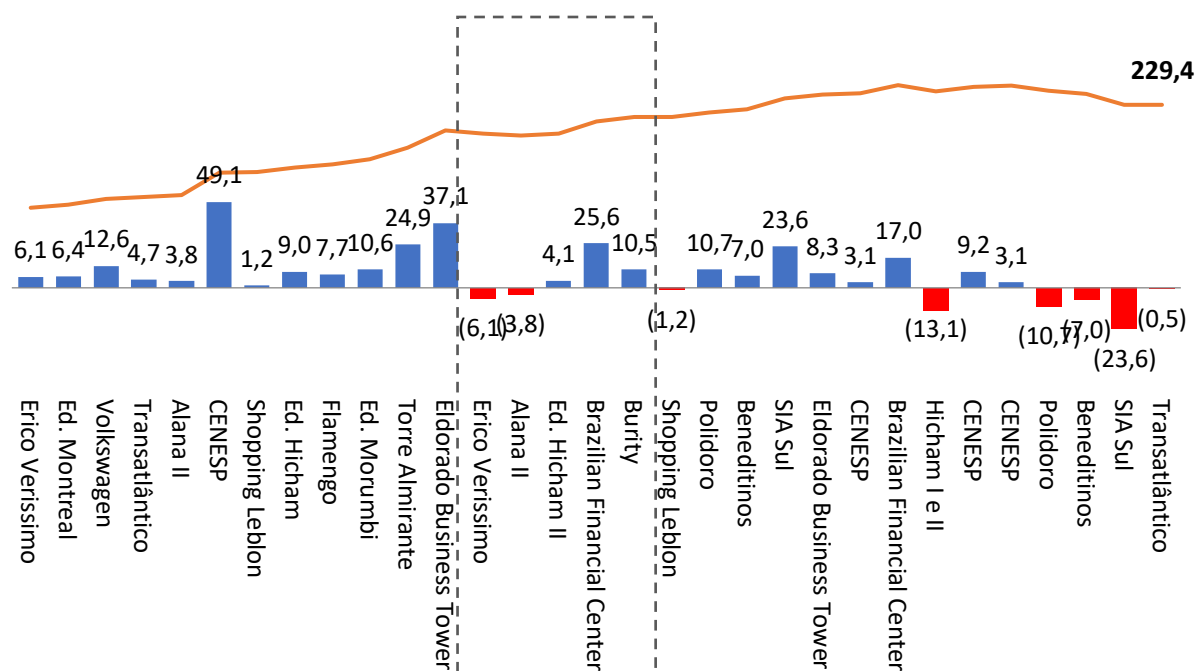
¹⁵Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

Tabela 6 – Transações imobiliárias entre 2009 e 2011

Data	Compra/Venda	Imóvel	Cidade	UF	ABL (m²)	Acumulado
set-09	Venda	Erico Veríssimo	Porto Alegre	RS	(6.104)	167.260
out-09	Venda	Alana II	São Paulo	SP	(3.809)	163.451
dez-09	Compra	Ed. Hichan II	Campinas	SP	4.080	167.531
mar-10	Compra	Braslian Financial Center	São Paulo	SP	25.567	193.099
abr-11	Compra	Burity	São Paulo	SP	10.550	203.648

Fonte: Autor. Dados: BTGPactual (2018).

Gráfico 28 – Histórico de compra e venda do BC Fund (em mil m² de ABL) – Recorte de 2009 a 2011



Fonte: BTGPactual (2018).

Tabela 7 - Reavaliações e Aportes do Fundo

Data	Movimentação	Obs
dez-09	Integralização de cotas	R\$ 76.000 ao longo de 2009
mai-09	Subscrição de cotas	R\$ 67.000 integralizadas ao longo de 2009
dez/09	Compra de cotas de FII	CSGH Recebíveis Imobiliários R\$ 52.038
out/10	Reavaliação do Portfólio	
jun/10	Compra de cotas de FII	100% do FII Prime Portfólio (60% Torre Almirante e 60% do BFC)
set/10	Subscrição de cotas	R\$ 300.000 integralizados até dez/10 R\$ 220.190
mai/11	Reavaliação do Portfólio	
jun/11	Compra de cotas de FII	Vendeu CENESP e comprou 69,4% do FII CENESP

Fonte: Autor. Dados: BR Properties (2018)¹⁶ / CBRE

¹⁶Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

Ao se analisar a tabela 8, que mostra o patrimônio do Fundo entre 2007 e 2011, bem como os gráficos 29 e 30, percebe-se que as captações do Fundo foram alocadas principalmente em imóveis. Ao final da fase, a participação em imóveis e cotas de FII era de 94,63%.

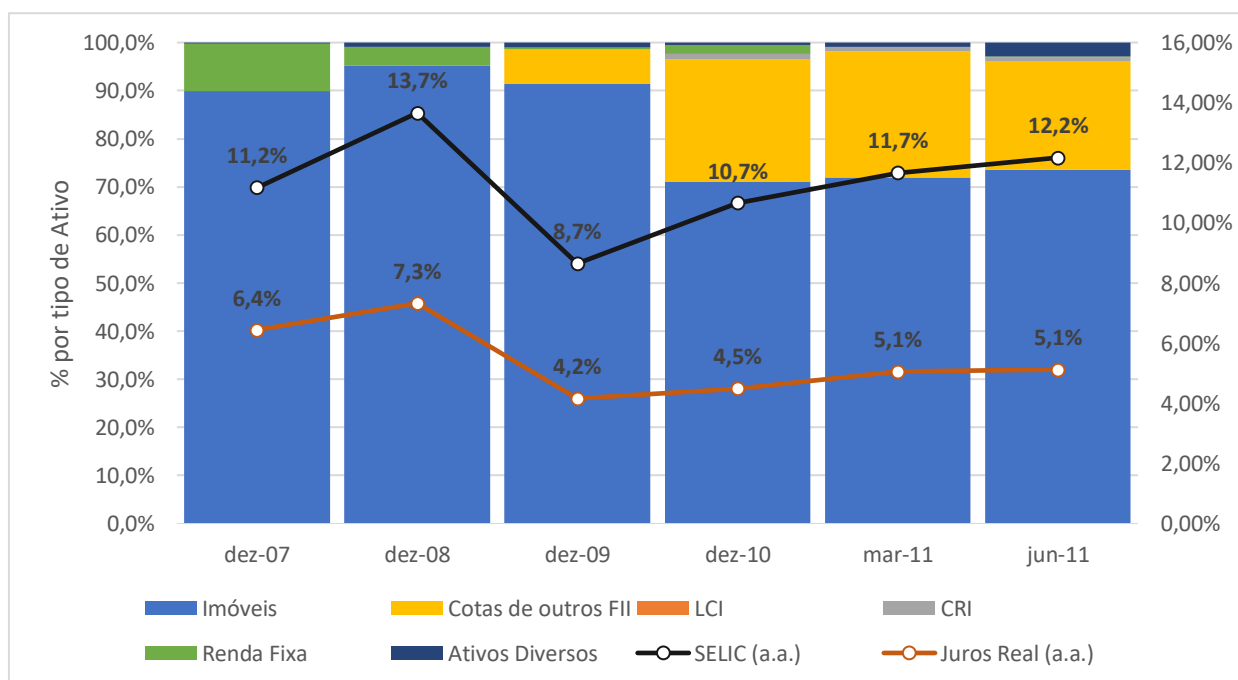
Tabela 8 - Recorte do patrimônio do FII BC Fund entre dezembro de 2007 e 2011

Balço Patrimonial R\$ mil					
	dez-07	dez-08	dez-09	dez-10	jun-11
Ativo	141.345	424.958	719.781	887.835	1.082.813
Imóveis	127.049	404.980	657.358	630.550	1.020.672
LCI	-	-	-	-	19.146
CRI	-	-	-	9.536	8.107
Cotas de outros FII	-	-	52.038	226.819	4.023
Títulos de Renda Fixa	13.990	16.428	3.284	16.398	4.952
Ativos Diversos	24	751	792	1.660	17.269
Passivo	41.519	12.076	162.346	231.159	435.106
Patrimônio Líquido	99.826	412.882	557.435	656.676	647.707

Ativos [%]					
Ativo	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Imóveis	89,9%	95,30%	91,33%	71,02%	94,26%
LCI	0,0%	0,00%	0,00%	0,00%	1,77%
CRI	0,0%	0,00%	0,00%	1,07%	0,75%
Cotas de outros FII	0,0%	0,00%	7,23%	25,55%	0,37%
Títulos de Renda Fixa	9,9%	3,87%	0,46%	1,85%	0,46%
Ativos Diversos	0,0%	0,18%	0,11%	0,19%	1,59%

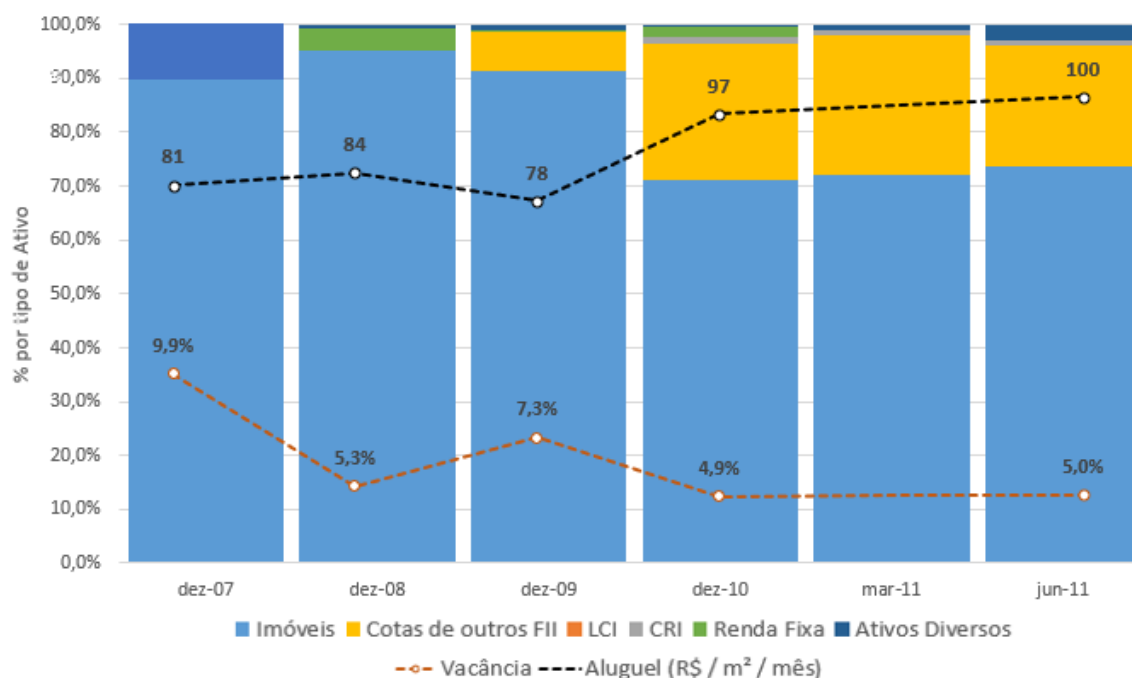
Fonte: BTGPactual (2018).

Gráfico 29 – Composição do portfólio e taxa de juros entre dezembro de 2007 e junho de 2011



Fonte: Autor. Dados: BTGPactual (2018).

Gráfico 30 - Composição do portfólio e aluguel médio entre dezembro de 2007 e junho de 2011



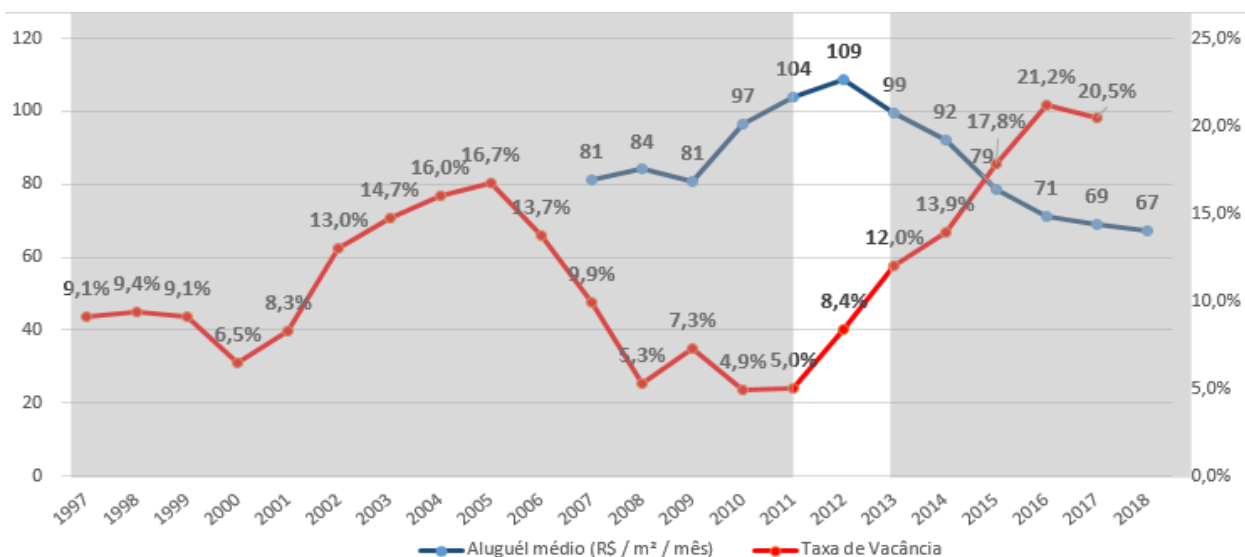
Fonte: Autor. Dados: BTGPactual (2018).

A estratégia adotada é positiva para a rentabilidade do Fundo. A compra de ABL no início da fase de recuperação é interessante, uma vez que se vem de uma fase com altas taxas de vacância e, desse modo, preços ainda baixos. Os aluguéis tendem a subir e gerar uma boa renda por um longo período. É também interessante se chegar à fase de crescimento com o portfólio com alta exposição a imóveis, visto a baixa disponibilidade de espaço que pressiona os aluguéis para cima.

5.2. Fase de Crescimento

De acordo com o recorte ilustrado no Gráfico 31, a fase de crescimento inicia-se em junho de 2011 e persiste até junho de 2013. Nesse período, observa-se um crescimento da taxa de vacância, que volta a subir depois de atingir seus níveis mínimos na fase anterior, indo de 5,0% para 12,0%. O preço de aluguel atinge seu patamar mais alto em 2012 e inicia um movimento de queda que persiste nos anos seguintes.

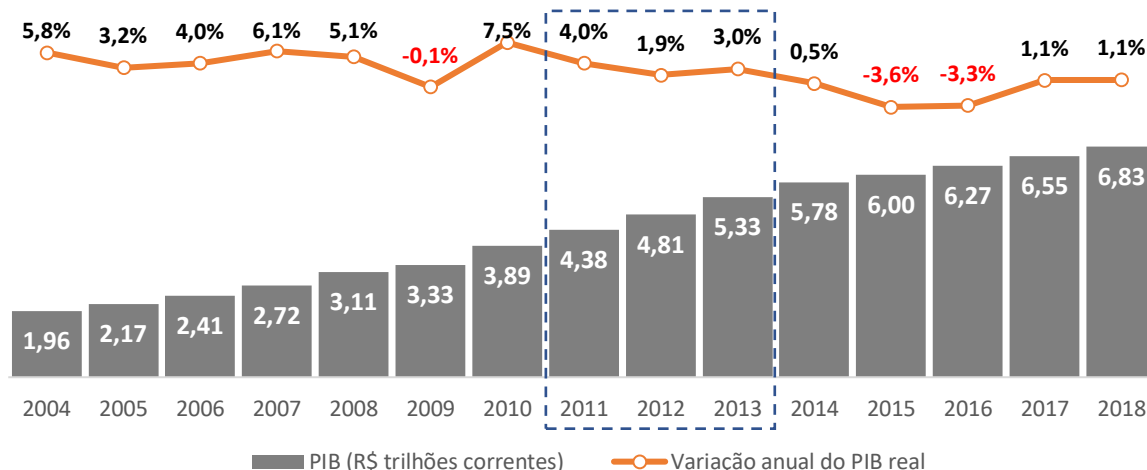
Gráfico 31 – Recorte da evolução da taxa de vacância e aluguel médio entre os anos de 2011 e 2013



Fonte: Autor. Dados: BR Properties (2018)¹⁷ / CBRE

Nesse período, conforme ilustrado no Gráfico 32, observam-se crescimentos do PIB de 4,0%, 1,9% e 3,0% nos anos de 2011, 2012 e 2013 respectivamente, o que representa uma desaceleração em relação a 2010, quando a economia cresceu mais de 7,0%. Portanto, foi um período de desaceleração do crescimento, mas no qual o país ainda crescia, o que é positivo para a demanda por área, o que ajuda a suportar os preços.

Gráfico 32 - Recorte da evolução do PIB entre os anos de 2011 e 2013

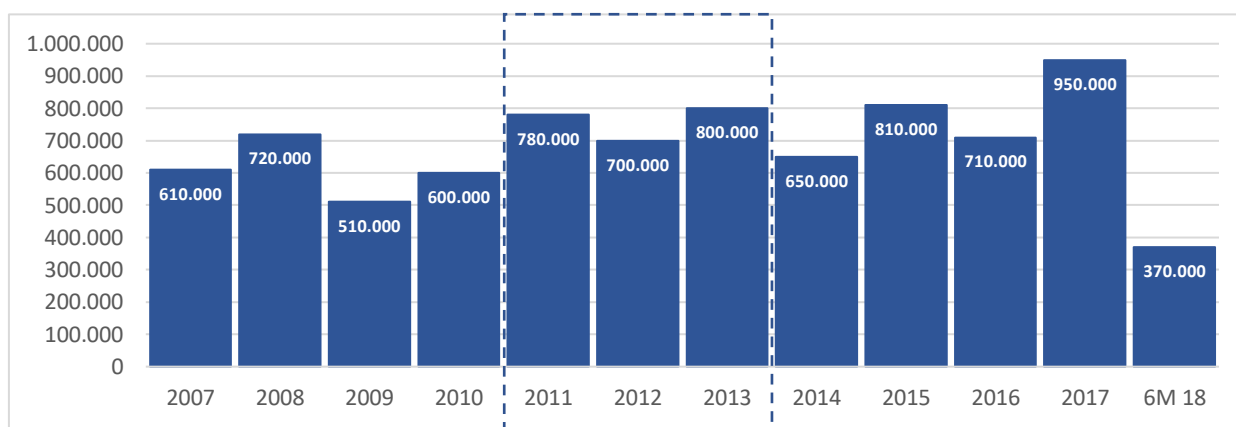


Fonte: Autor. Dados: Fundação Getúlio Vargas (2018)

¹⁷Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

De fato, como observado no gráfico 33, a absorção bruta do mercado imobiliário paulista (utilizado como parâmetro para o BC Fund pois a maior parte da ABL se localiza em São Paulo) se mantém relativamente constante, entre 700 mil e 800 mil m² por ano, o que mostra que houve demanda por área durante o período.

Gráfico 33 – Absorção bruta

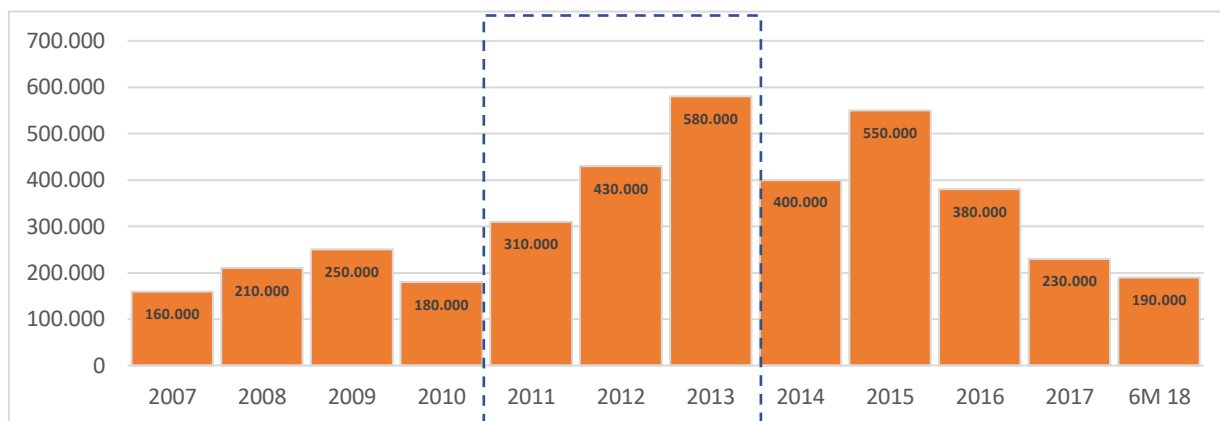


Fonte: Autor. Dados: BR Properties (2018)¹⁸ / CBRE

Entretanto, muito novo estoque foi adicionado durante a fase, como pode-se observar no Gráfico 34. Em 2010 houve adição de menos de 200 mil m² de ABL enquanto em 2013 houve adição de quase 600 mil m². Essa grande entrega de ABL foi responsável pelo início da queda nos preços de aluguel. Como mencionado no capítulo 2, há uma defasagem entre a decisão de investimento na produção de novo estoque e entrega do mesmo de entre 2 e 4 anos, o que significa que o processo de produção do estoque entregue entre 2011 e 2013 foi iniciado de 2007 a 2011. Nesse período observam-se taxas de juros em queda, taxas de vacância em forte queda de 16,7% em 2002 para 5,0% em 2011 e preços em alta de 81 reais por m² em 2007 para 104 reais por m² em 2011. Os juros mais baixos diminuem a taxa de atratividade e os aluguéis altos e vacâncias baixas melhoram o fluxo de caixa futuro, aumentando o valor presente líquido de novos empreendimentos, o que aumenta sua atratividade.

¹⁸Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

Gráfico 34 – Nova oferta



Fonte: Autor. Dados: BR Properties (2018)¹⁹ / CBRE

Quanto às transações realizadas pelo Fundo durante o período, foram feitas 4 aquisições de ABL e uma venda. O BC Fund foi comprador líquido de imóveis e adicionou 48.295 m² de ABL ao portfólio, sendo 20.855 m² no Rio de Janeiro, 23.637 m² em Brasília e 8.276 m² em São Paulo, como observado na tabela a seguir.

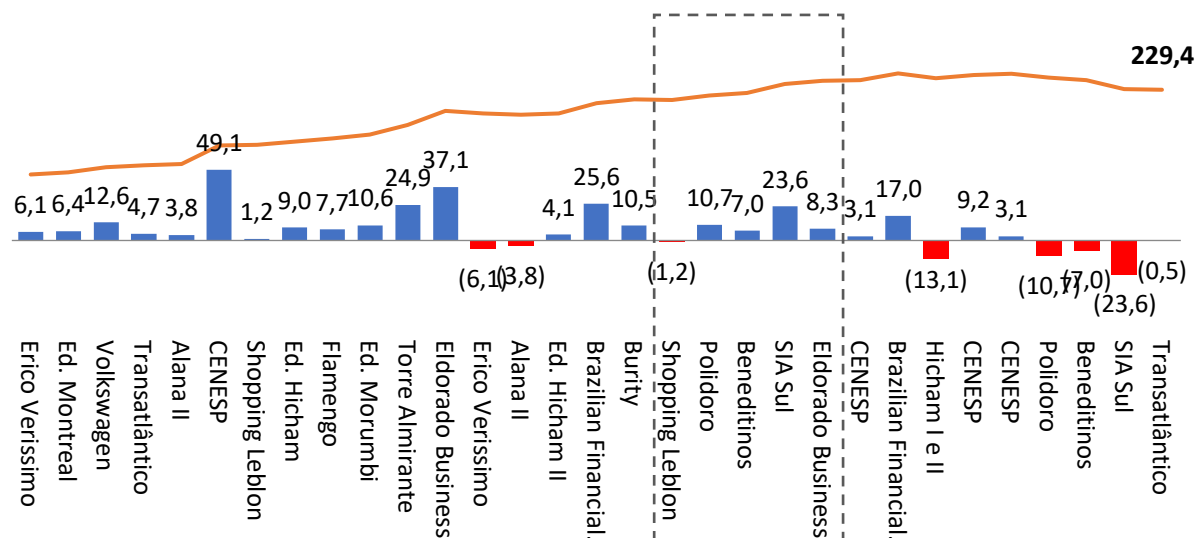
Tabela 9 – Transações imobiliárias

Data	Compra/Venda	Imóvel	Cidade	UF	ABL (m ²)
mai-12	Venda	Shopping Leblon	Rio de Janeiro	RJ	(1.249)
dez-12	Compra	Ed. Beneditinos	Rio de Janeiro	RJ	6.971
dez-12	Compra	Ed. General Polidoro	Rio de Janeiro	RJ	10.660
dez-12	Compra	Complexo Sia Sul	Brasília	DF	23.637
jun-13	Compra	Eldorado Business Towers	São Paulo	SP	8.276

Fonte: Autor. Dados: BTGPactual (2018).

¹⁹Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

Gráfico 35 – Histórico de compra e venda do BC Fund (em mil m² de ABL) – Recorte de 2012 a 2013



Fonte: BTGPactual (2018).

De acordo com a resolução CVM nº 516, a partir de 1º de janeiro de 2012 investimentos em instrumentos financeiros passam a ser classificados consoante os mesmos critérios definidos para as companhias abertas: em ativos financeiros pelo valor justo por meio do resultado, investimentos mantidos até o vencimento ou empréstimos e recebíveis. Estes dois últimos avaliados ao valor de custo amortizado. Além disso, pela resolução, o imóvel classificado como propriedade para investimento deve ser reconhecido inicialmente pelo valor de custo e, depois deve ser continuamente mensurado pelo valor justo. A tabela abaixo, extraída dos demonstrativos financeiros do primeiro trimestre de 2012, ilustra as variações de patrimônio decorrentes da resolução, onde o PL aumenta consideravelmente devido ao ajuste ao valor justo de imóveis de 519,794 milhões e de cotas de FII de 522,147 milhões.

Tabela 10 – Variações de patrimônio líquido do BC Fund decorrentes da resolução CVM nº 516

	(Não auditado)
Patrimônio Líquido em 31 de dezembro de 2011	649.960
Ajustes de implantação de novas práticas contábeis	
(+) Ajuste ao valor justo imóveis para renda	519.794
(-) Ajuste ao valor justo CRI's	(615)
(-) Equalização da prática contábil para reconhecimento de cessões de recebíveis com retenção de riscos	(12.486)
(+) Aluguéis securitizados a receber dez/11	3.389
(+) Ajuste em fundo imobiliário investido - BM Cenesp	94.605
(+) Ajuste em fundo investido - Prime	427.542
Patrimônio Líquido ajustado em 02 de janeiro de 2012	1.682.189

Fonte: BTGPactual (2012).

Ao se analisar a composição do portfólio ilustrada na tabela 11 e nos gráficos 36 e 37, a seguir, em termos de porcentagem, observa-se que a alocação em imóveis no início da fase, em junho de 2011, é de 94,26%, e que no primeiro trimestre de 2012 cai para 56,47%, mesmo período em que o patrimônio praticamente dobra devido ao método de cálculo decorrente da resolução da CVM nº 516 e o Fundo apresenta em seu balanço 795,574 milhões de reais em cotas de outros FII. Essas cotas, na verdade, são de FII de tijolo completamente ou majoritariamente de propriedade do BC Fund, o FII Prime e FII BM Cenesp.

Dessa maneira, é possível considerar, como o Fundo também faz em seus relatórios mensais, essas cotas como exposição a imóveis. Assim, em março de 2012, tem-se que a exposição a imóveis do Fundo é de 96,09%.

Tabela 11 - Recorte do patrimônio do FII BC Fund entre dezembro de 2011 e 2013

Balanço Patrimonial | R\$ mil |

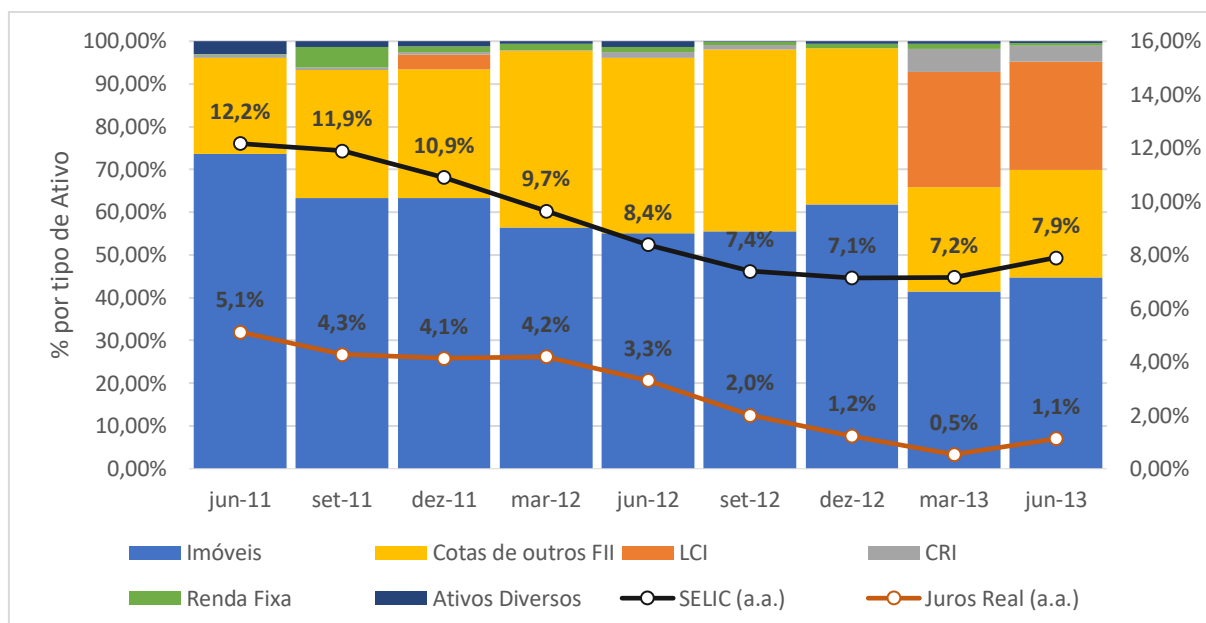
	jun-11	set-11	dez-11	mar-12	jun-12	dez-12	mar-13	jun-13		
Ativo	1.082.813	1.086.172	1.074.690	1.928.919	2.003.696	2.443.882	3.652.703	3.927.968		
Imóveis	1.020.672	1.058.923	1.050.111	1.089.173	1.103.710	1.512.026	1.512.033	1.754.957		
LCI	19.146	49.904	51.183	-	17.927	-	982.830	994.896		
CRI	8.107	6.092	5.559	3.886	28.486	-	199.973	145.835		
Cotas de outros FII	4.023	5.889	5.883	795.574	821.710	892.263	893.702	990.371		
Títulos de Renda Fixa	4.952	21.496	16.058	28.099	4.635	24.128	45.323	23.611		
Ativos Diversos	17.269	-	64.341	-	62.094	4.200	18.685	5.112	6.933	13.347
Passivo	435.106	430.734	424.730	221.819	215.623	507.014	492.219	638.429		
Patrimônio Líquido	647.707	655.438	649.960	1.707.100	1.788.073	1.936.868	3.160.484	3.289.539		

Ativos | % |

Ativo	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Imóveis	94,26%	97,49%	97,71%	56,47%	55,08%	61,87%	41,39%	44,68%
LCI	1,77%	4,59%	4,76%	0,00%	0,89%	0,00%	26,91%	25,33%
CRI	0,75%	0,56%	0,52%	0,20%	1,42%	0,00%	5,47%	3,71%
Cotas de outros FII	0,37%	0,54%	0,55%	41,24%	41,01%	36,51%	24,47%	25,21%
Títulos de Renda Fixa	0,46%	1,98%	1,49%	1,46%	0,23%	0,99%	1,24%	0,60%
Ativos Diversos	1,59%	-5,92%	-5,78%	0,22%	0,93%	0,21%	0,19%	0,34%

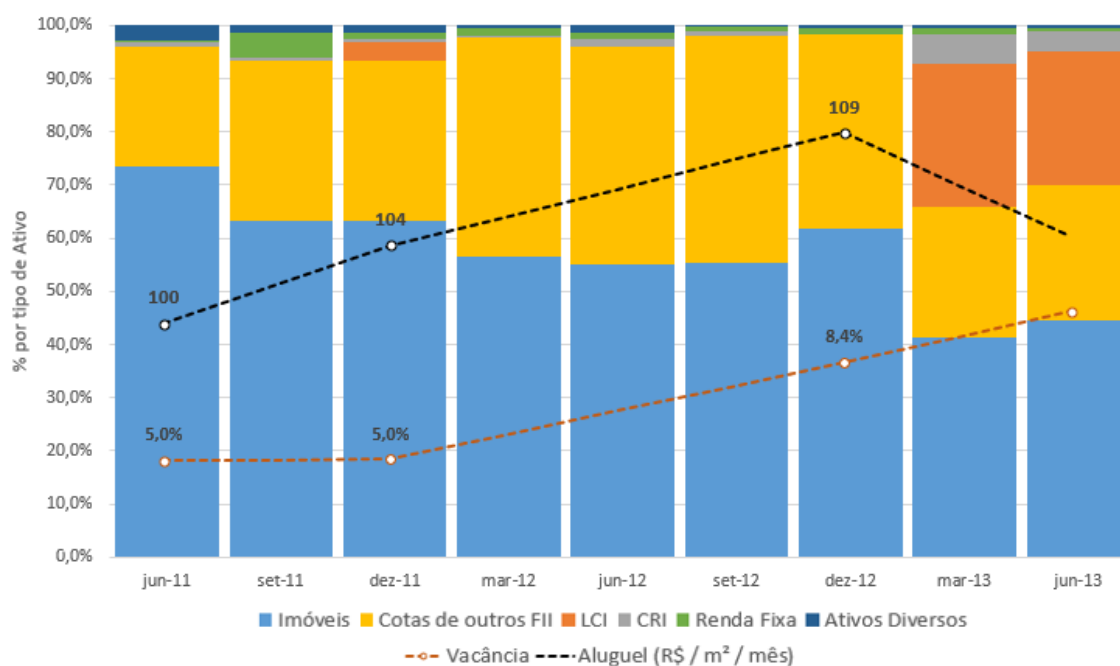
Fonte: Autor. Dados: BTGPactual (2018).

Gráfico 36 – Composição do portfólio e taxa de juros entre jun-2011 e jun-2013



Fonte: Autor. Dados: BTGPactual (2018).

Gráfico 37 – Composição do portfólio e Aluguél médio entre jun-2011 e jun-2013



Fonte: Autor. Dados: BTGPactual (2018).

Nos semestres seguintes até o fim do ciclo, o Fundo adquire os 48.295 m² de ABL mencionados na tabela 12 e em março de 2013 realiza uma captação de R\$1,3 bilhão. Então, o Fundo investe 982,83 milhões de reais dos recursos captados em CRI e 199,97 milhões em LCI. Assim, o

Fundo fechou o primeiro semestre de 2013 com 32,38% em dívida imobiliária e 65,86% em imóveis, como pode-se observar nos gráficos acima.

A captação representou 53% do patrimônio do Fundo no final de 2012, que era de 2.443,882 milhões de reais. Na fase, com a mudança contábil e a captação, o Fundo quase quadruplicou seu patrimônio, que aumentou de 1.108,813 milhões de reais em junho de 2011, reavaliado para 1.682,189 milhões em dezembro do mesmo ano, para 3.927,968 milhões em junho de 2013. Como exposto no gráfico 37, na data da captação a taxa Selic era de 7,2%, caindo 5% desde junho de 2011. A queda na taxa facilita a captação dos recursos, pois os investimentos em renda fixa, como o tesouro direto, remuneram menos o investidor, que busca melhores retornos em outros ativos, como os FII.

Tabela 12 – Reavaliações e Aportes do Fundo

Data	Movimentação	Observação
mai/11	Reavaliação do Portfólio	
jun/11	Compra de cotas de FII	Vendeu CENESP e comprou 69,4% do FII CENESP
nov/11	Reavaliação do Portfólio	
mai/12	Reavaliação do Portfólio	Valorização de 39% em relação ao IPO
nov/12	Reavaliação do Portfólio	
fev/13	Oferta pública	Distribuição secundária e primária de R\$ 1,3 bilhões
mai/13	Reavaliação do Portfólio	

Fonte: Autor. Dados: BTGPactual (2018).

Até a captação realizada em 2013, o Fundo realizou a aquisição de imóveis durante o ano de 2012 exatamente quando os preços de aluguel estavam em seu pico e a vacância havia começado a aumentar, dada a absorção bruta estabilizada e a nova oferta crescente. Consequentemente, o preço de compra do edifício é elevado quando comparado a outros momentos do ciclo, pois ao se calcular o potencial de geração de renda, o preço alto de aluguel aumenta o fluxo de recebíveis do edifício, o que aumenta seu valor presente líquido.

Além disso, a partir daquele ano, os preços de aluguel iniciaram uma trajetória de queda e as taxas de vacância uma trajetória de alta, dado que de junho de 2013, final da fase de crescimento proposta, até o momento final analisado, em 2018, o mercado passou pelas fases de desaceleração e recessiva do ciclo, o que prejudica a geração de caixa do edifício nesses anos, que são justamente os primeiros anos após a aquisição.

Dessa maneira, o Fundo adquiriu imóveis caros e que nas fases seguintes tiveram seu potencial de geração de caixa reduzido, o que pode ter prejudicado a rentabilidade do Fundo e, consequentemente, sua capacidade de pagamento de dividendos.

O 1,3 bilhão que foi captado em 2013 foi investido em dívida imobiliária, mais especificamente em CRI e LCI. No ano, a vacância já havia aumentado 42,9% em relação ao ano anterior, saltando de 8,4% para 12% e os preços de aluguel já haviam caído em relação ao pico do ano anterior. Portanto, o posicionamento tomado pelo Fundo é defensivo, pois ao se comprar esses ativos, que são de renda fixa, a rentabilidade esperada é mais previsível e mais constante, pois fluxos de caixa de papéis de renda fixa já são prefixados, múltiplos de um índice ou consistem em um spread sobre um índice. Assim, desde que não haja um evento de crédito, a rentabilidade desses ativos não sofre com o aumento das taxas de vacância ou com a queda dos preços de aluguel. Entretanto, as LCIs compradas em março de 2013 eram pós-fixadas e venciam em 12 de março de 2014, o que protege a rentabilidade por apenas um ano.

Portanto, dado que foi realizada a captação, a alocação dos recursos captados em papel pode ter sido positiva para a rentabilidade do Fundo, já que ele deixou de comprar ativos em tijolo que se desvalorizariam, posicionando-o melhor para as fases seguintes do ciclo. Entretanto, caso fossem comprados papéis com vencimento de mais longo prazo, o impacto na rentabilidade poderia ter sido melhor, pois os juros pagos pelas CRI ou LCI seriam recebidos por mais tempo, sem ser prejudicados pela piora nos preços e aumento nas vacâncias por um período prolongado.

A escolha de ativos leva a crer que o Fundo buscava liquidez nos mesmos e que, como indicado em diversos relatórios mensais, que o BC Fund acreditava em uma retomada nos preços que não ocorreu. Assim, os gestores aproveitaram os juros relativamente baixos para captar recursos, mas os deixaram rendendo pouco em dívidas imobiliárias de curto prazo provavelmente para, em um curto espaço de tempo poder ter liquidez disponível para investir em imóveis ou comprar papéis novamente caso o *valuation* dos imóveis não seja atrativo. Têm-se uma indicação dessa interpretação no comentário do gestor extraído dos resultados do terceiro trimestre de 2013, quando o Fundo ainda tinha as LCI em carteira e os preços já haviam deteriorado ainda mais desde a captação realizada 7 meses antes:

“Estamos otimistas com as oportunidades de aquisição nos próximos meses. Após a conclusão da aquisição do BFC, contamos ainda com uma posição de caixa superior a R\$ 1 bilhão para fazer frente às novas aquisições. O caixa atualmente está aplicado em títulos imobiliários com

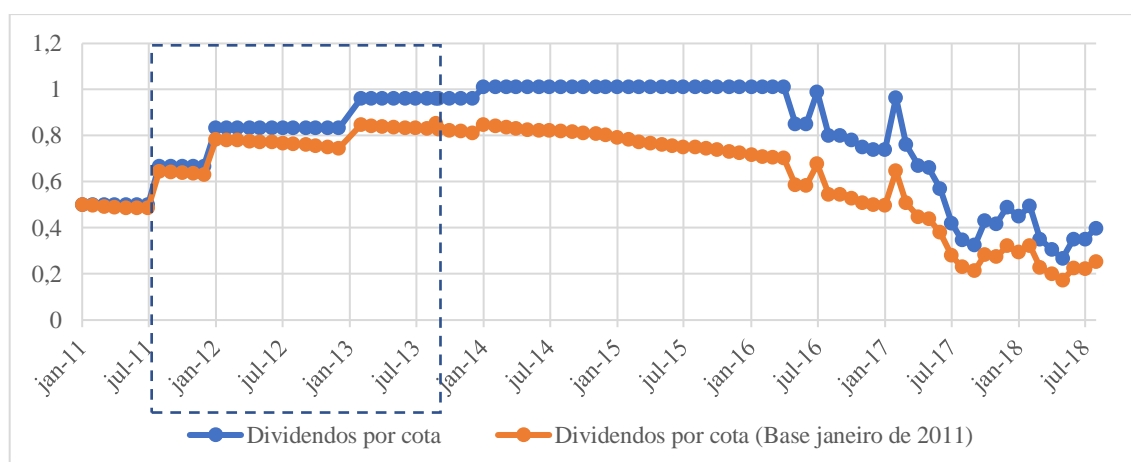
liquidez de curto prazo e cujos rendimentos são isentos de tributação para o Fundo”. (BC Fund - Divulgação de Resultados, 2013, p. 5).

Essa estratégia pode ser válida e melhor do que comprar imóveis caros, mas é ideal para um cenário de retomada rápida de preços, pois ao se comprar dívida curta se está abrindo mão da rentabilidade da dívida longa, mas se tem liquidez para investir mais rapidamente em imóveis. Além disso, questiona-se o quanto a liquidez provida por LCI é suficiente para a compra de imóveis pois muitas vezes os negócios têm de ser fechados rapidamente, em períodos inferiores a 1 mês.

Independente do uso dos recursos, a captação de 1,3 bilhões do Fundo, que no início da fase possuía patrimônio de pouco mais de 1 bilhão de patrimônio, foi realizada no pior momento possível, ou seja, no último semestre da fase de crescimento. É importante ressaltar que a análise aqui feita é posterior e que a gestão do Fundo provavelmente, como indicado nas cartas, acreditava que os preços de aluguel ainda iriam subir, cenário no qual faz sentido uma captação. Ao se captar no final da fase de crescimento, os imóveis, como mencionado anteriormente, estão avaliados em seu maior preço e a alternativa é investir em papel, o que foi feito pelo BC Fund, mas que não apresenta a mesma rentabilidade que imóveis quando adquiridos em outros momentos do ciclo, principalmente se for uma dívida de curto prazo, como a que o Fundo adquiriu.

Assim, o Fundo estava mal posicionado e com uma percepção equivocada quanto ao momento do ciclo. O posicionamento só seria pior se o Fundo houvesse investido todo o capital levantado em imóveis imediatamente.

Gráfico 38 – Distribuição de dividendos por cota do BC Fund – Recorte entre 2011 e 2013

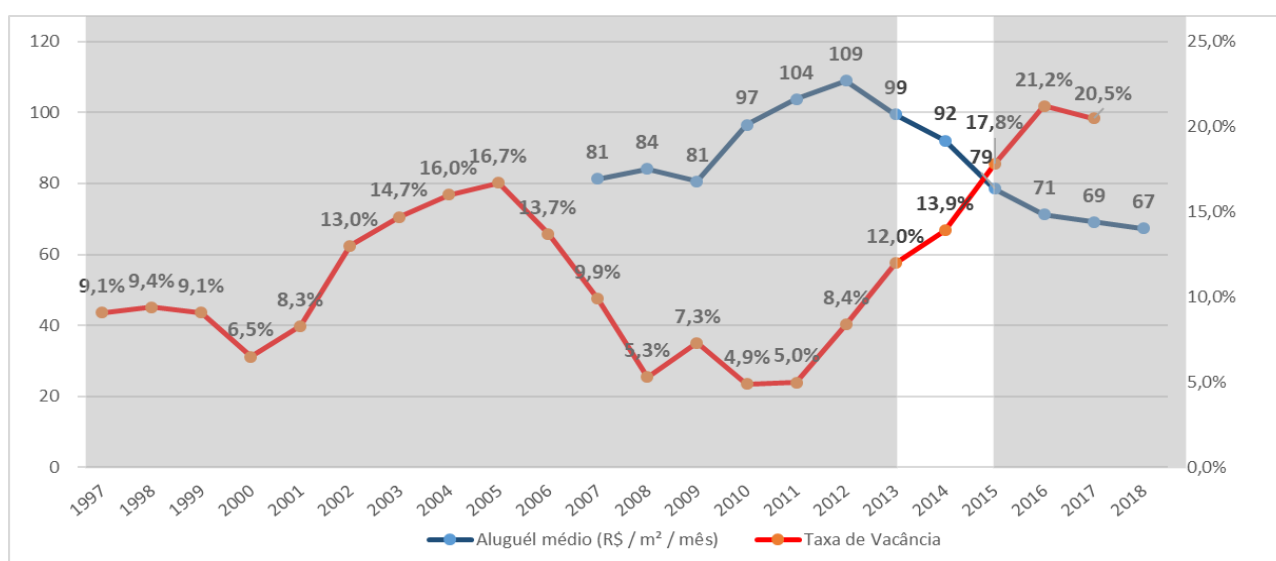


Fonte: Autor. Dados: Bloomberg (2019)²⁰

5.3. Fase de Desaceleração

De acordo com o recorte ilustrado pelo Gráfico 39, a fase se inicia em junho de 2013 e acaba em junho de 2015. Neste período, a taxa de vacância aumenta, indo de 12,0% em 2013 para 17,8% em 2016. Os preços de aluguel, elevados no período anterior, mas que haviam começado a cair, continuam em queda.

Gráfico 39 - Recorte da evolução da taxa de vacância e aluguel médio entre os anos de 2013 e 2015

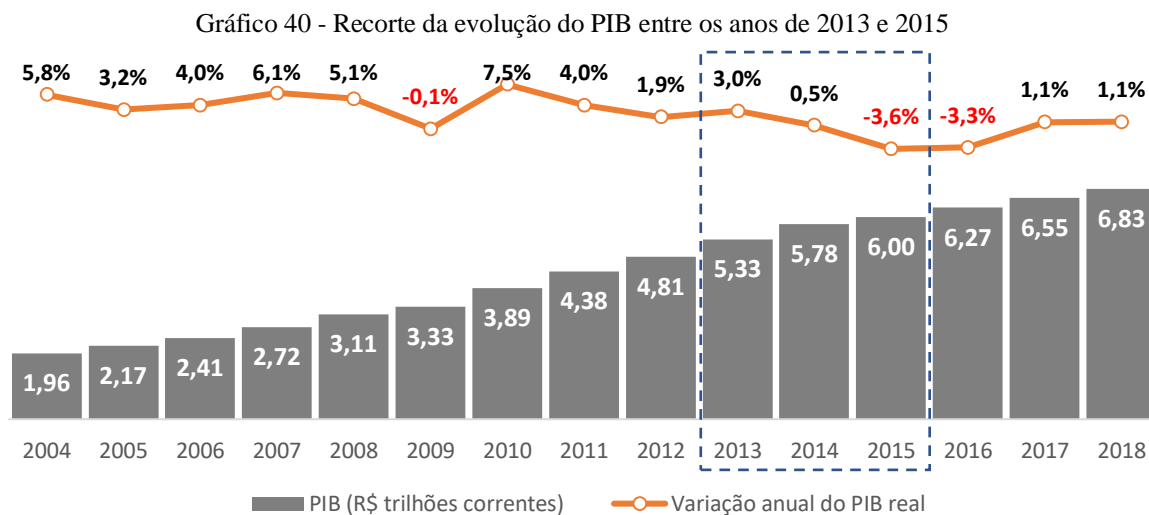


Fonte: Autor. Dados: BR Properties (2018)²¹ / CBRE

Conforme ilustrado no gráfico 40, no início do período, em 2013, o crescimento econômico apresenta um nível de 3%. Em 2014 diminui para 0,5% no ano seguinte apresenta retração de 3,8%. Em 2014, apesar de apresentar variação positiva, o crescimento foi o menor dos últimos 5 anos. O baixo crescimento do PIB pode potencializar o comportamento da fase de desaceleração, em que o crescimento da demanda por espaços diminui até ela se estabilizar.

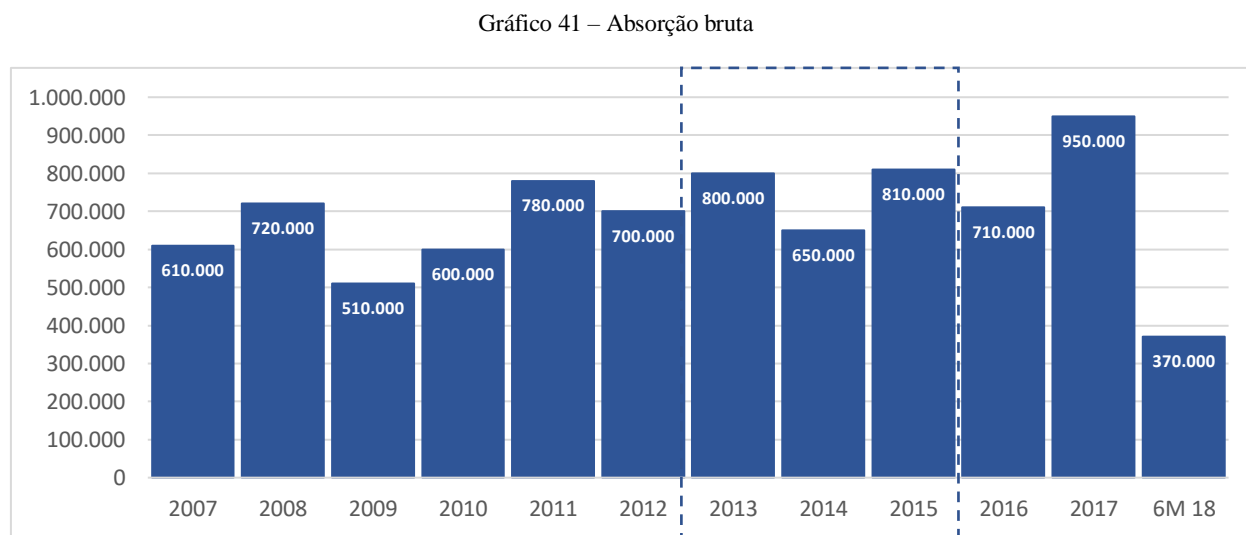
²⁰Dados coletados do Terminal Bloomberg. Acesso em 1 de julho de 2019.

²¹Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.



Fonte: Autor. Dados: Fundação Getúlio Vargas (2018)

Durante essa fase a absorção bruta, um indicador de demanda, cresce pouco em relação ao final do período anterior, como pode observar no Gráfico 41. Nesse período então, a demanda não está acelerando e, portanto, a busca por espaços disponíveis também não.



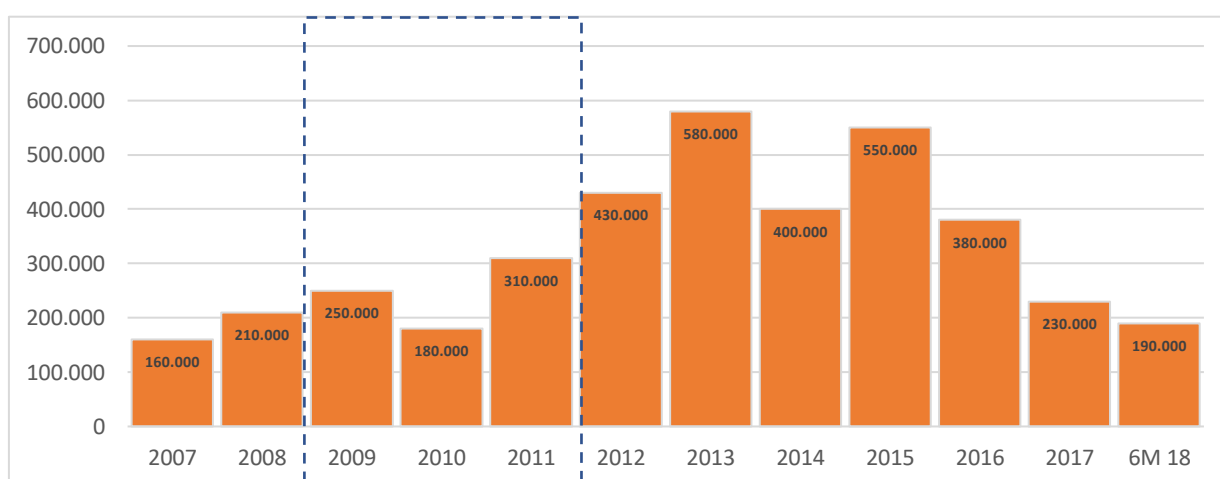
Fonte: Autor. Dados: BR Properties (2018)²² / CBRE

²²Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

Ao mesmo tempo, quando se analisa o novo estoque, mostrado no Gráfico 42, percebe-se que este indicador atinge seus picos nessa fase.

Esse cenário tem relação com o período anterior, quando a alta dos preços de locação aumentava o valor presente líquido dos imóveis e deixava o mercado mais atrativo. Desse modo, muitos empreendedores foram estimulados a construir. Levando em conta a defasagem entre o momento em que o empreendedor toma a decisão de construir e o momento em que o empreendimento é lançado no mercado, muitos dos empreendimentos cuja decisão de construir foi tomada no período anterior são lançados nessa fase. Desse modo, o espaço disponível passa a aumentar. A vacância, baixa na fase anterior, aumenta, uma vez que a demanda estabilizada não consegue absorver os altos níveis de oferta. Assim, os preços são pressionados para baixo.

Gráfico 42 – Nova oferta



Fonte: Autor. Dados: BR Properties (2018)²³ / CBRE.

Nessa fase, então, as vacâncias continuam a trajetória de alta e os preços continuam a trajetória de queda, iniciados ao final da fase anterior. Ao se analisar os movimentos de compra e venda, no início da fase, em 2013, o Fundo adiciona 28.391 m² de ABL ao seu portfólio, ao comprar espaços no Eldorado Bussiness Towers, no Brazilian Financial Center e no CENESP, através do FII CENESP, Fundo do qual detém 77% das cotas. Em setembro de 2014 vende 13.119 m² de ABL do Hicham I e II e, em seguida, no final de 2014 e começo de 2015, adiciona mais ABL ao seu portfólio, comprando parte do CENESP através mais uma vez do FII CENESP.

²³Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

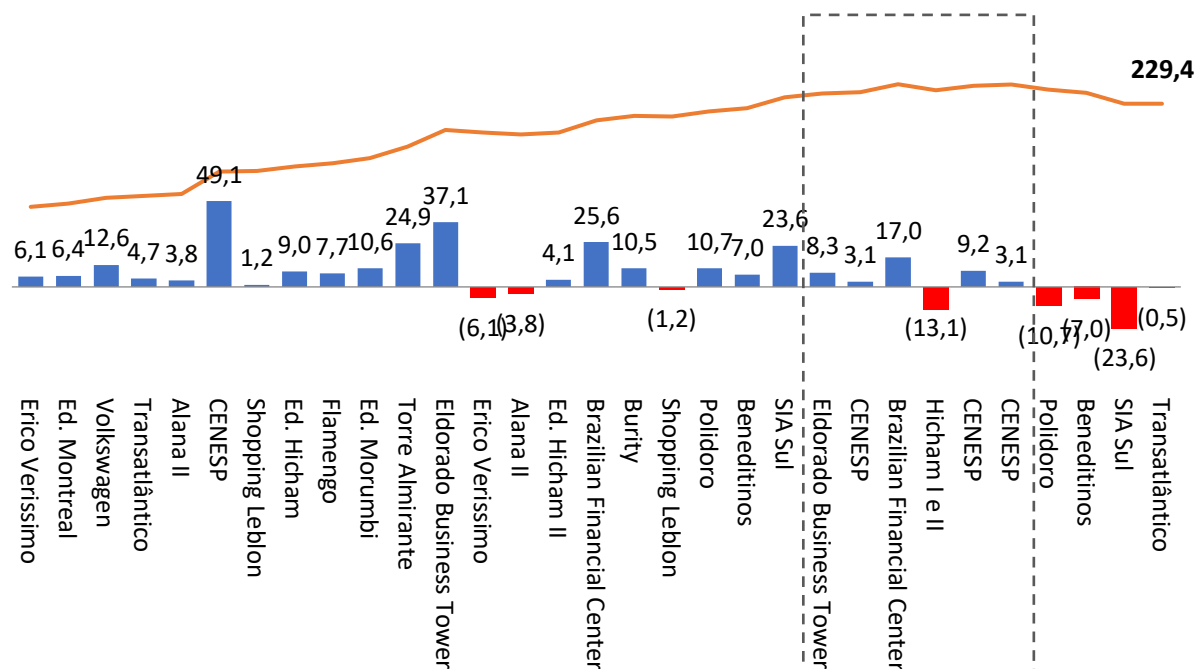
Tabela 13 – Transações imobiliárias do Fundo

Data	Compra/Venda	Imóvel	Cidade	UF	ABL (m²)
jun-13	Compra	Eldorado Business Towers	São Paulo	SP	8.276
jul-13	Compra	CENESP	São Paulo	SP	3.070
out-13	Compra	Braslian Financial Center	São Paulo	SP	17.045
set-14	Venda	Hicham I e II	Campinas	SP	(13.119)
dez-14	Compra	CENESP	São Paulo	SP	9.210
mar-15	Compra	CENESP	São Paulo	SP	3.070

Fonte: Autor. Dados: BTGPactual (2018).

Pode-se observar o aumento de ABL do Fundo no gráfico a seguir. No final da fase anterior o Fundo possuía 243.700 m² de ABL, enquanto no final da fase de desaceleração esse valor aumentou para 271.200m².

Gráfico 43 – Histórico de compra e venda do BC Fund (em mil m² de ABL) – Recorte de 2013 a 2015



Fonte: BTGPactual (2018).

No período o Fundo passou por 3 reavaliações, em junho e em novembro de 2014 e em junho de 2015, com reduções mostradas na Tabela 14.

Tabela 14 – Reavaliações do Fundo entre junho de 2013 e junho de 2015

Data	Movimentação	Observação
jun/14	Reavaliação do Portfólio	Redução de R\$ 65,1 milhões
nov/14	Reavaliação do Portfólio	Redução de R\$ 13,1 milhões
jun/15	Reavaliação do Portfólio	Redução de R\$ 115,4 milhões

Fonte: Autor. Dados: BTGPactual (2018).

Como já mencionado, o Fundo terminou a fase de crescimento com uma exposição a imóveis de 65,86%, considerando imóveis e cotas de outros FII, e com 32,38% em participação de dívida imobiliária. A estratégia do Fundo aparentemente foi a aquisição de dívida imobiliária de curto prazo, de modo a ter liquidez para investir em ativos imobiliários.

Entre setembro de dezembro de 2013 o Fundo diminui sua exposição a LCI de 25,44% para 14,01%. Os valores em LCI diminuem de R\$ 496,7 milhões. O Fundo paga parte das dívidas, com passivo diminuindo R\$ 611 milhões, e aumenta a participação em imóveis, com aquisição de 40% do Brazilian Financial Center. A exposição a imóveis, no final de 2013, é de 81,06%. Vale ressaltar que em novembro de 2013 houve reavaliação do portfólio, com impacto negativo de R\$ 19,9 milhões no valor das propriedades.

No segundo semestre 2014, o Fundo diminui a participação em imóveis, vendendo ABL do Hicham I e II e aumenta sua exposição em LCI, que passa em setembro para 16,06%. No final de 2014 e início de, quando se aproxima o final da fase, adquire mais ABL através do FII CENESP. Ao final da desaceleração, a exposição a imóveis é de 83,06%.

Tabela 15 - Recorte do patrimônio do FII BC Fund entre dezembro de 2013 e 2015

Balanco Patrimonial | R\$ mil |

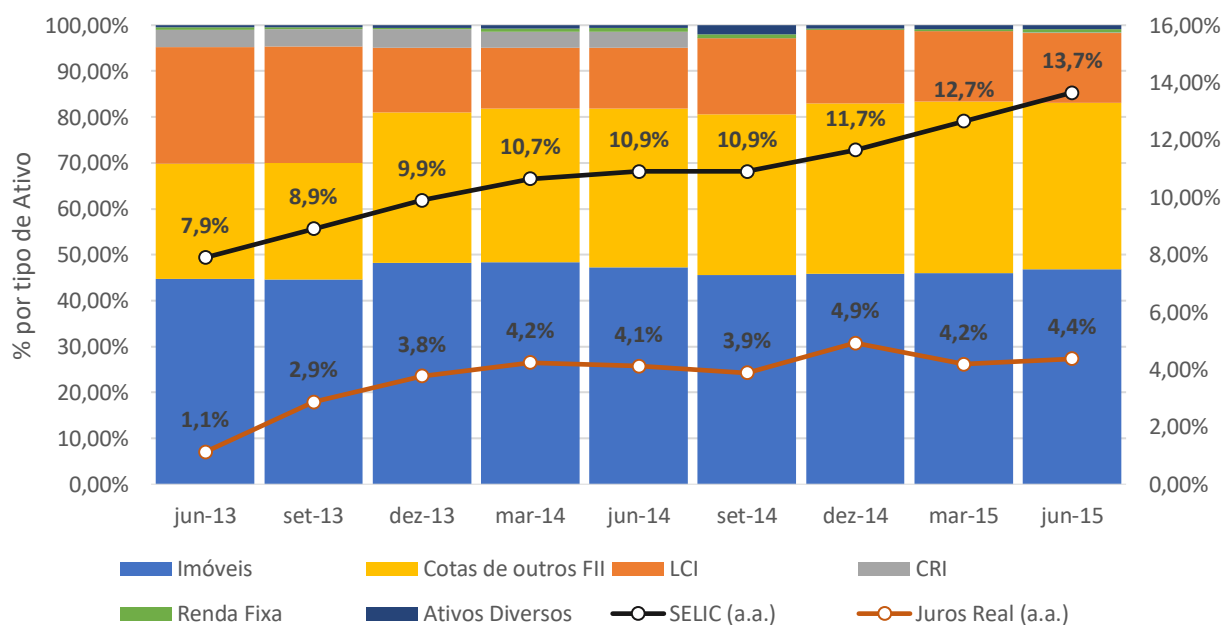
	jun-13	set-13	dez-13	mar-14	jun-14	set-14	dez-14	mar-15	jun-15
Ativo	3.927.968	3.930.816	3.592.426	3.587.950	3.526.025	3.494.194	3.466.327	3.449.207	3.329.015
Imóveis	1.754.957	1.755.301	1.733.100	1.733.546	1.665.900	1.592.300	1.587.200	1.587.200	1.557.000
LCI	994.896	999.986	503.259	474.726	466.332	580.060	557.223	528.082	509.552
CRI	145.835	145.471	143.495	124.155	125.225	982	971	975	976
Cotas de outros FII	990.371	993.700	1.179.086	1.204.512	1.220.111	1.224.217	1.287.975	1.287.522	1.208.071
Aluguéis a Receber	4.951	12.293	12.700	13.959	13.143	11.164	11.464	11.345	10.624
Renda Fixa	23.611	18.134	11.905	24.374	26.476	25.370	8.283	16.648	24.472
Ativos Diversos	13.347	5.931	8.881	12.678	8.838	60.101	13.211	17.435	18.320
Passivo	638.429	643.878	332.871	329.647	326.656	312.293	308.013	304.732	303.399
Rendimentos a Distribuir	18.455	18.456	19.421	19.455	19.424	19.423	19.423	19.423	20.770
Obrigações por Aquisição de	586.098	591.556	279.306	275.898	272.597	269.393	265.966	262.364	259.028
Outros Passivos	33.876	33.866	34.144	34.294	34.635	23.477	22.624	22.945	23.601
Patrimônio Líquido	3.289.539	3.286.938	3.259.555	3.258.303	3.199.369	3.181.901	3.158.314	3.144.475	3.025.616

Ativos | % |

Ativo	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Imóveis	44,68%	44,65%	48,24%	48,32%	47,25%	45,57%	45,79%	46,02%	46,77%
LCI	25,33%	25,44%	14,01%	13,23%	13,23%	16,60%	16,08%	15,31%	15,31%
CRI	3,71%	3,70%	3,99%	3,46%	3,55%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%
Cotas de outros FII	25,21%	25,28%	32,82%	33,57%	34,60%	35,04%	37,16%	37,33%	36,29%
Aluguéis a Receber	0,13%	0,31%	0,35%	0,39%	0,37%	0,32%	0,33%	0,33%	0,32%
Renda Fixa	0,60%	0,46%	0,33%	0,68%	0,75%	0,73%	0,24%	0,48%	0,74%
Ativos Diversos	0,34%	0,15%	0,25%	0,35%	0,25%	1,72%	0,38%	0,51%	0,55%

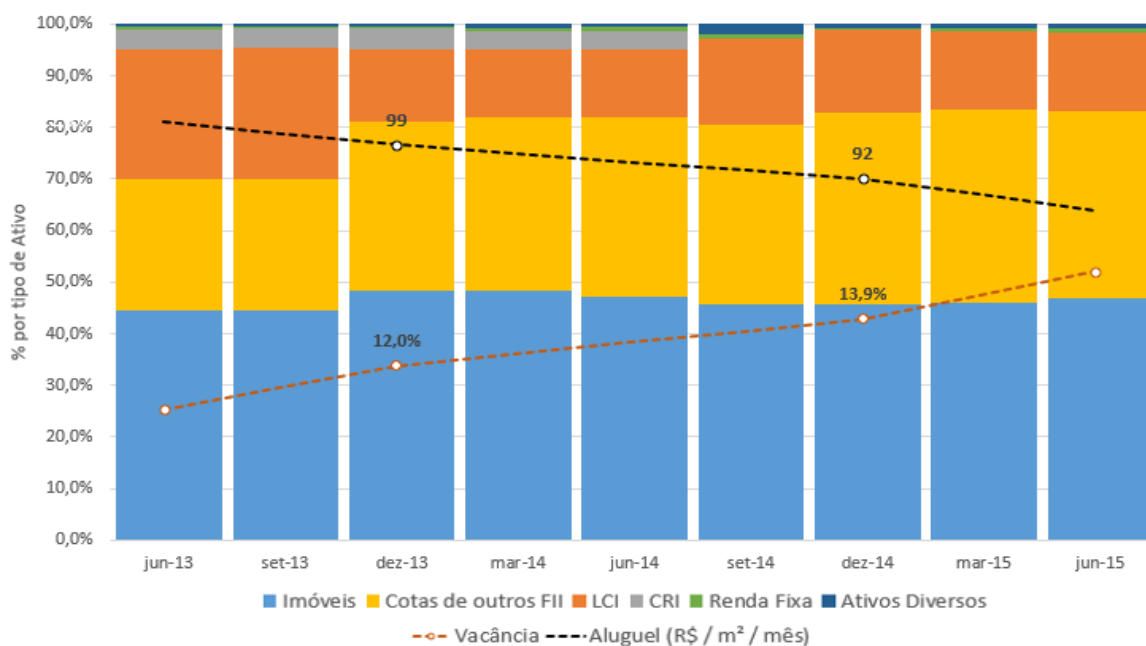
Fonte: BTGPactual (2018).

Gráfico 44 – Composição do portfólio e taxa de juros entre jun-2013 e jun-2015



Fonte: Autor. Dados: BTGPactual (2018).

Gráfico 45 – Composição do portfólio e Aluguél médio entre jun-2013 e jun-2015



Fonte: Autor. Dados: BTGPactual (2018).

Como observado, o Fundo aumenta a exposição a imóveis já no início do período, passando de 65,86% para 81,6% em dezembro de 2013. Alguém que decida comprar ABL no início dessa fase, contudo, provavelmente encontra preços maiores de aquisição, uma vez que os aluguéis praticados no mercado tendem a estar elevados. O valor presente dos aluguéis futuros, contudo, é baixo, uma vez que o aumento da vacância pressiona os mesmos para baixo ao longo da fase, ou seja, o investidor corre o risco de pagar caro por um ativo que terá baixa rentabilidade. A decisão de compra de imóveis nessa fase, portanto, pode contribuir negativamente para a rentabilidade do Fundo.

Outro ponto importante a se observar é a diminuição da exposição a CRI e LCI no início da fase. Esses ativos podem ser de renda fixa prefixada ou pós-fixada e têm uma rentabilidade esperada e mais previsível. A não ser que ocorra um evento de crédito, a rentabilidade desses ativos não sofre com o aumento das taxas de vacância ou com a queda dos preços de aluguel. Investir nesses ativos, portanto, é uma forma de se proteger.

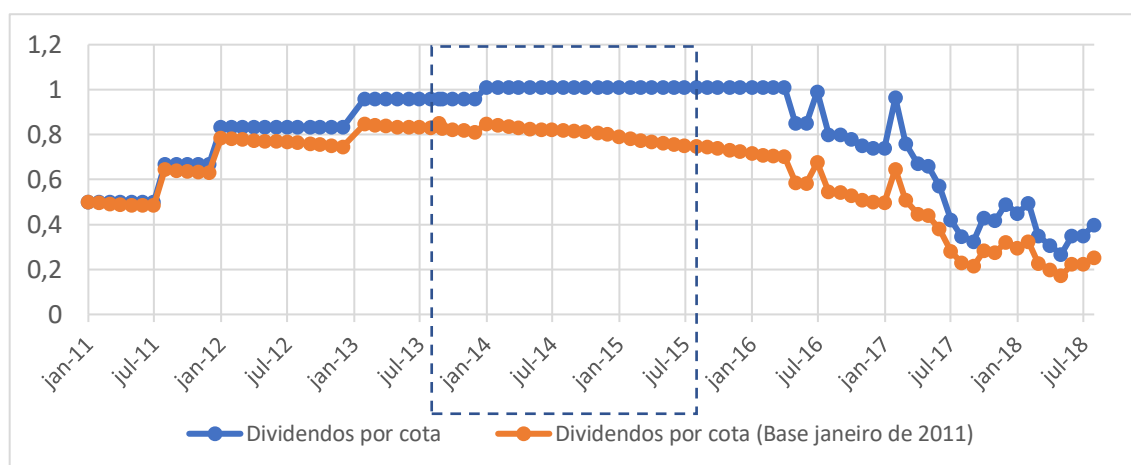
No final da fase anterior o Fundo havia aumentado a exposição a esses ativos, o que é positivo ao se entrar numa fase de desaceleração, em que taxa de vacância está aumentando e os aluguéis, caindo. Contudo, ainda em 2013, a exposição a LCI cai de 25% para 14%. A participação nesses ativos fecha 2013 em 18%, de modo que o Fundo diminuiu sua proteção

justo num momento em que os aluguéis estão caindo, o que leva a crer, como já mencionado, que a estratégia do Fundo não era investir em dívidas imobiliárias como forma de proteção, mas sim possuir liquidez por investir posteriormente em imóveis.

Portanto, o aumento da exposição a imóveis no início da fase de desaceleração pode impactar negativamente a rentabilidade, uma vez que os imóveis adquiridos provavelmente serão caros devido aos preços elevados de aluguel no mercado e os valores dos aluguéis recebidos tendem a diminuir. Ao mesmo tempo, a diminuição da participação em CRI e LCI também é negativa, uma vez que o Fundo perde proteção às condições das fases seguintes ao período de crescimento.

A participação de dívida imobiliária na composição do portfólio ao final do ciclo, ainda assim, é positiva para que o Fundo entre no ciclo seguinte com certa proteção. Contudo, seria ideal maior participação de renda fixa de prazo mais longo no portfólio.

Gráfico 46 – Distribuição de dividendos por cota do BC Fund – Recorte entre 2013 e 2015



Fonte: Autor. Dados: Bloomberg (2019)²⁴

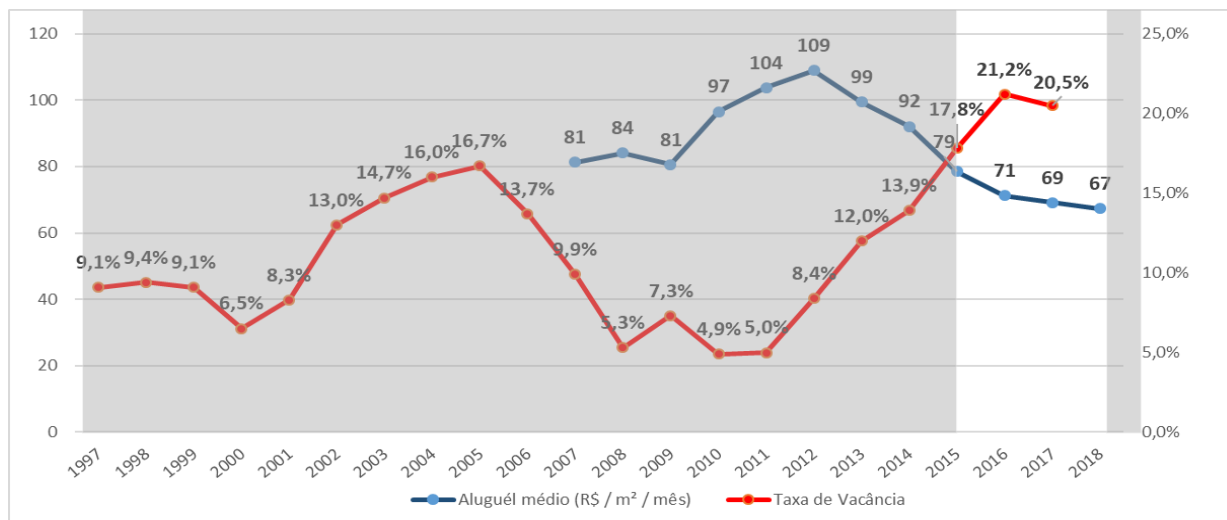
5.4. Fase de Recessão

De acordo com o recorte ilustrado pelo Gráfico 47, a fase inicia-se em junho de 2015 e persiste até junho de 2018, data final da análise. Neste período, a taxa de vacância continua uma trajetória de alta, inicia a fase, em 2015, em 7,8% e atinge seu valor máximo de 21,2% em 2016. De 2016 a 2017, há uma queda de 0,7% e a taxa de vacância termina o ano em 20,5%. De acordo com a teoria sobre ciclos de mercado imobiliário exposta no capítulo 2, a taxa de

²⁴Dados coletados do Terminal Bloomberg. Acesso em 1 de julho de 2019.

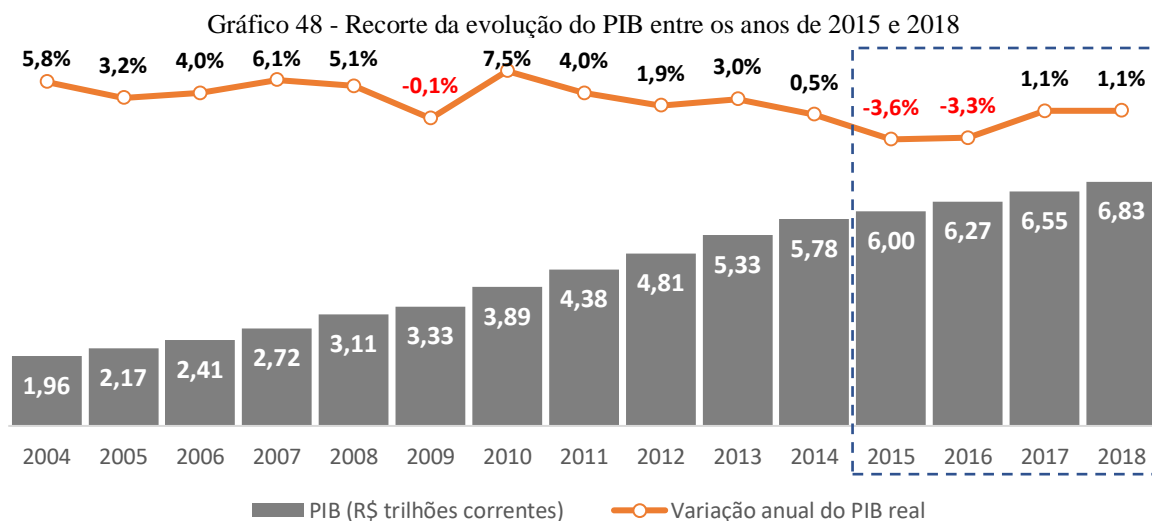
vacância deveria continuar caindo nos anos seguintes até voltar a subir mais adiante no ciclo. Os preços de aluguel continuam em queda, devendo se recuperar apenas na fase seguinte.

Gráfico 47 – Recorte da evolução da taxa de vacância entre os anos de 2015 e 2018



Fonte: Autor. Dados: BR Properties (2018)⁶ / CBRE.

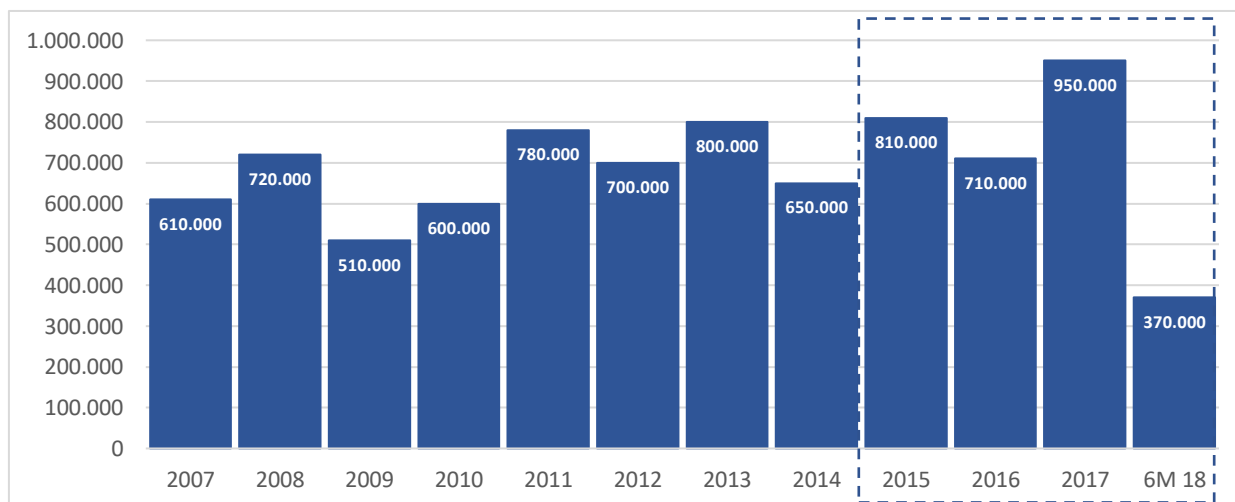
Os indicadores de aluguel e vacância na fase de recessão são influenciados negativamente pelo contexto macroeconômico do período. Conforme ilustrado no Gráfico 48, em 2015 o crescimento econômico apresenta uma variação negativa de -3,8%, maior variação negativa dos últimos 34 anos, sendo um resultado melhor apenas que o de 1981 (-4,39%). Em 2016, o PIB apresenta uma variação ainda negativa (-3,5%) mas que, no entanto, é uma retração menor do que a de 2015. Nos anos seguintes a atividade econômica retoma timidamente o crescimento, com uma variação positiva de 1,0%, em 2017, seguida de uma variação positiva de 1,1%, em 2018.



Fonte: Autor. Dados: Fundação Getúlio Vargas (2018)

Ao se observar os dados de absorção bruta, apresentados abaixo no gráfico 49, percebe-se que em 2015 e 2016 ela se manteve na média dos últimos anos, entre 700 e 800 mil m².

Gráfico 49 – Absorção bruta



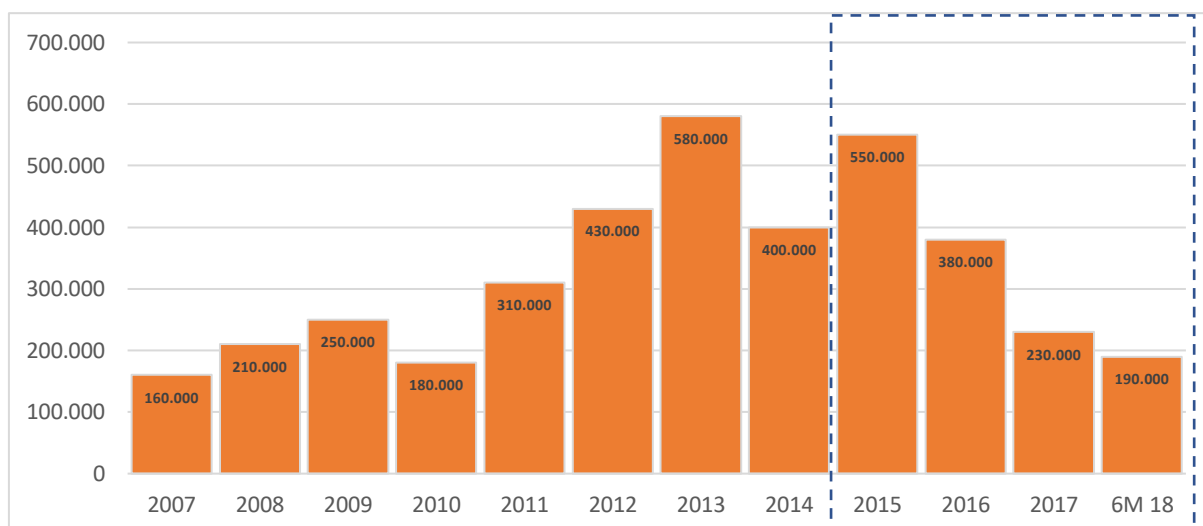
Fonte: Autor. Dados: BR Properties (2018)²⁵ / CBRE.

Como observado no Gráfico 50, a nova oferta continuou a trajetória de queda iniciada na fase de desaceleração. Como mencionado nas fases anteriores, há uma defasagem de 2 a 4 anos entre a decisão pela produção de novo estoque e sua conclusão. Portanto, a decisão pela construção de nova oferta entregue durante a fase foi feita, em média, no final da fase de crescimento e

²⁵Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

durante a fase de recessão, períodos pouco atrativos para a construção de novos imóveis. Logo, a estabilidade da absorção bruta e a queda da nova oferta devem começar uma tendência de aumento de preços e redução de vacância.

Gráfico 50 – Nova oferta



Fonte: Autor. Dados: BR Properties (2018)²⁶ / CBRE.

Ao se observar as transações do Fundo, nota-se que em 2015, ano de transição entre a fase de desaceleração e recessão, foi adquirido um imóvel, adicionando 3.070 m² de ABL ao portfólio. No mesmo ano, como exposto na tabela 16, foram vendidos 4 imóveis, retirando 41.794 m² de ABL do portfólio. Dessa maneira, o Fundo foi um vendedor líquido, justamente na fase do ciclo na qual os preços estão mais baixos. Esse movimento representou uma redução momentânea na exposição a imóveis de, aproximadamente, 10%, de 83,06% em setembro de 2015 para 74,22% em março de 2016.

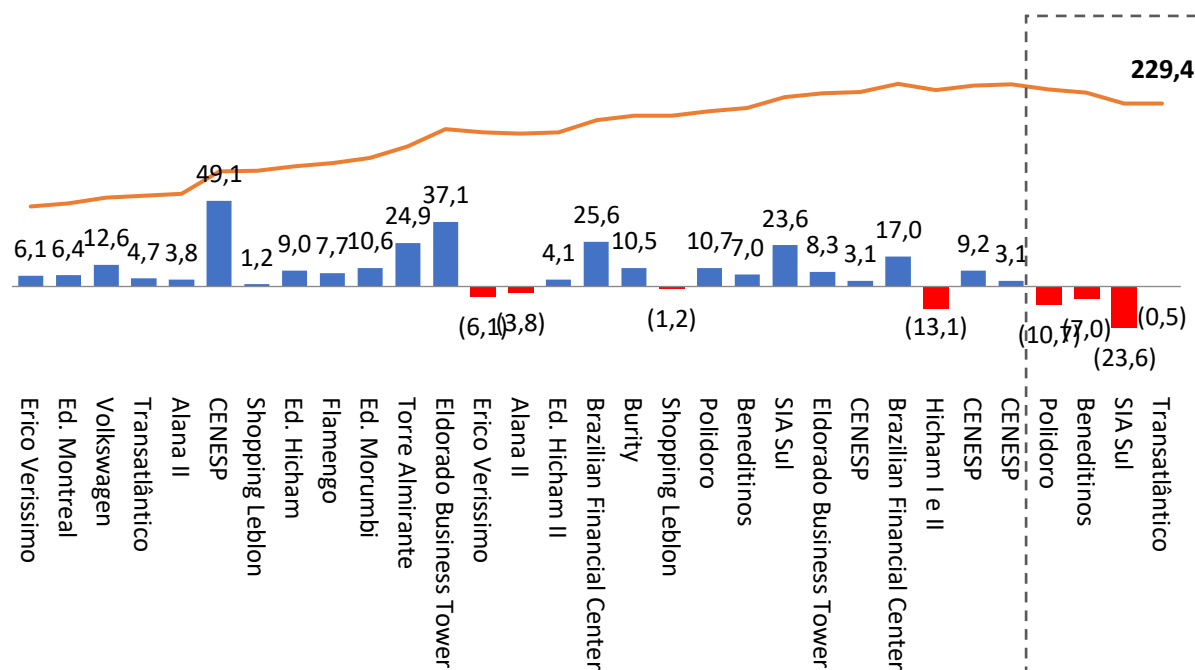
Tabela 16 – Transações imobiliárias do Fundo

Data	Compra/Venda	Imóvel	Cidade	UF	ABL (m ²)
dez-15	Venda	Ed. General Polidoro	Rio de Janeiro	RJ	(10.660)
dez-15	Venda	Ed. Beneditinos	Rio de Janeiro	RJ	(6.971)
dez-15	Venda	Complexo Sia Sul	Brasília	DF	(23.637)
set-16	Venda	Transatlântico	São Paulo	SP	(526)

Fonte: Autor. Dados: BTGPactual (2018).

²⁶Dados coletados da apresentação da Reunião Pública 2018 da BR Properties, São Paulo, 2018.

Gráfico 51 – Histórico de compra e venda do BC Fund (em mil m² de ABL) – Recorte de 2015 a 2016



Fonte: BTGPactual (2018).

As reavaliações dos imóveis do portfólio, mostradas abaixo na tabela 17, mostraram reduções de valor consecutivas semestrais até junho de 2017, evidenciando a falta de potencial de geração de renda dos edifícios e o cenário econômico desafiador no qual o Fundo se desfez de 400 milhões de reais em imóveis.

Tabela 17 – Reavaliações do Fundo

Data	Movimentação	Observação
jun/15	Reavaliação do Portfólio	Redução de R\$ 115,4 milhões
jun/16	Reavaliação do Portfólio	Redução de R\$ 230,7 milhões
dez/16	Reavaliação do Portfólio	Redução de R\$ 163,8 milhões
jun/17	Reavaliação do Portfólio	Redução de R\$ 33,5 milhões
dez/17	Reavaliação do Portfólio	Aumento de R\$ 319,7 milhões
jun/18	Reavaliação do Portfólio	Aumento de R\$ 10,1 milhões

Fonte: Autor. Dados: BTGPactual (2018).

Na tabela 18, abaixo, estão expostos os balanços do Fundo e as alocações do Fundo no período. Em junho de 2015, o portfólio está 83,06% alocado em imóveis, com 15,31% do portfólio alocado em LCI. Como nos anos anteriores, o Fundo utiliza as LCI de curto prazo como rentabilização de caixa livre de impostos, com retorno próximo ao CDI. Na divulgação de resultados do segundo trimestre, o gestor afirma:

“Com relação a novos investimentos, mantemos a defesa da retenção do caixa para esperar por novas oportunidades, uma vez que, na nossa percepção, os preços se mantêm mais atrativos hoje do que meses atrás. O BC Fund tem uma posição de caixa de aproximadamente R\$ 650 milhões para ser investido em oportunidades de aquisição, além do potencial de alavancagem. Estes recursos continuam gerando um retorno próximo ao CDI, líquido de impostos, o que é acima do custo médio da dívida” (BC Fund – Divulgação de Resultados, 2015, p. 8)

Na mesma carta, a gestão reconhece o momento desafiador do mercado e os movimentos da taxa de vacância e dos preços de aluguel, se mantendo aberta a novas aquisições, principalmente em ativos já conhecidos.

Tabela 18 – Recorte do patrimônio do FII BC Fund entre dezembro de 2015 e 2018

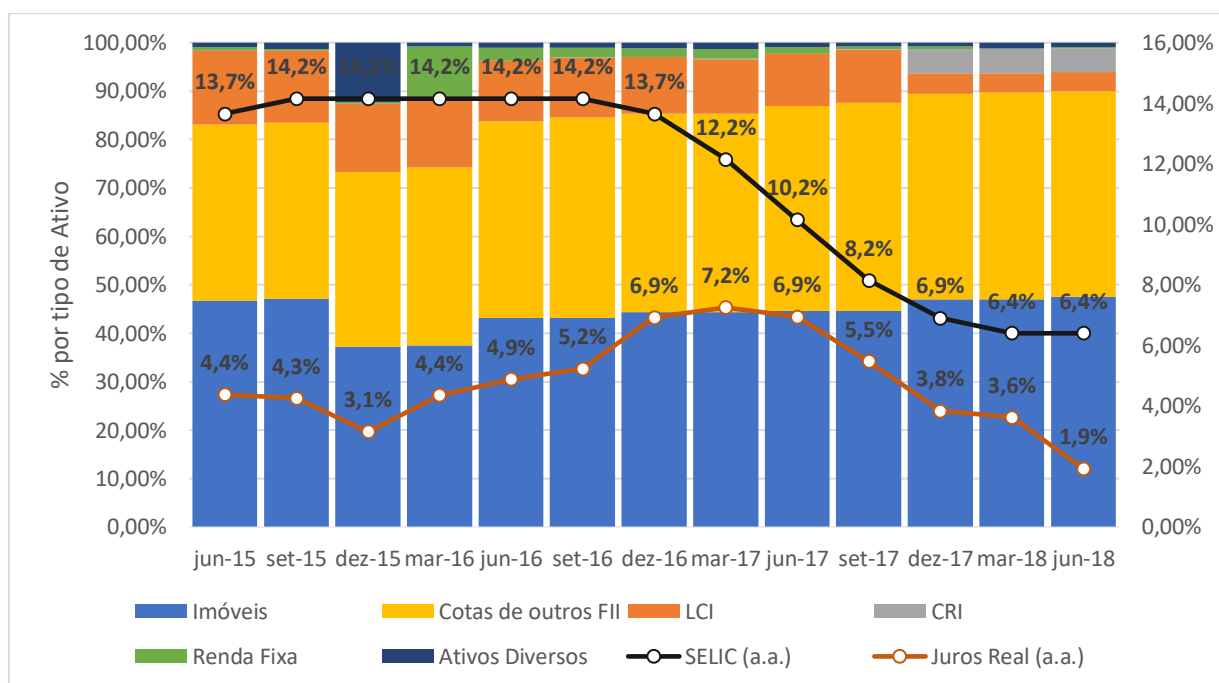
Balanço Patrimonial R\$ mil							
	jun-15	dez-15	jun-16	dez-16	jun-17	dez-17	jun-18
Ativo	3.329.015	3.195.862	2.567.176	2.384.758	2.331.825	2.646.299	2.648.653
Imóveis	1.557.000	1.189.500	1.109.800	1.056.410	1.041.366	1.243.893	1.258.850
Cotas de outros FII	1.208.071	1.153.983	1.041.650	977.198	984.055	1.121.316	1.122.810
LCI	509.552	451.314	321.253	282.396	253.242	114.500	105.906
CRI	976	924	900	872	839	131.098	131.079
Renda Fixa	24.472	8.890	67.987	39.536	31.462	13.173	6.732
Ativos Diversos	28.944	391.251	25.586	28.346	20.861	22.319	23.276
Passivo	303.399	285.137	294.382	285.529	264.465	253.872	241.623
Patrimônio Líquido	3.025.616	2.910.725	2.272.794	2.099.229	2.067.360	2.392.427	2.407.030
Ativos %							
Ativo	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Imóveis	46,77%	37,22%	43,23%	44,30%	44,66%	47,01%	47,53%
Cotas de outros FII	36,29%	36,11%	40,58%	40,98%	42,20%	42,37%	42,39%
LCI	15,31%	14,12%	12,51%	11,84%	10,86%	4,33%	4,00%
CRI	0,03%	0,03%	0,04%	0,04%	0,04%	4,95%	4,95%
Renda Fixa	0,74%	0,28%	2,65%	1,66%	1,35%	0,50%	0,25%
Ativos Diversos	0,87%	12,24%	1,00%	1,19%	0,89%	0,84%	0,88%

Fonte: BTGPactual (2018).

A estratégia proposta pela gestão parece adequada, pois os imóveis estavam baratos e a Selic estava rendendo 14,2%, como exposto no Gráfico 52. O Fundo poderia obter os rendimentos dos papéis (LCI pós-fixadas) no curto prazo e comprar imóveis quando se aproximasse a fase de recuperação.

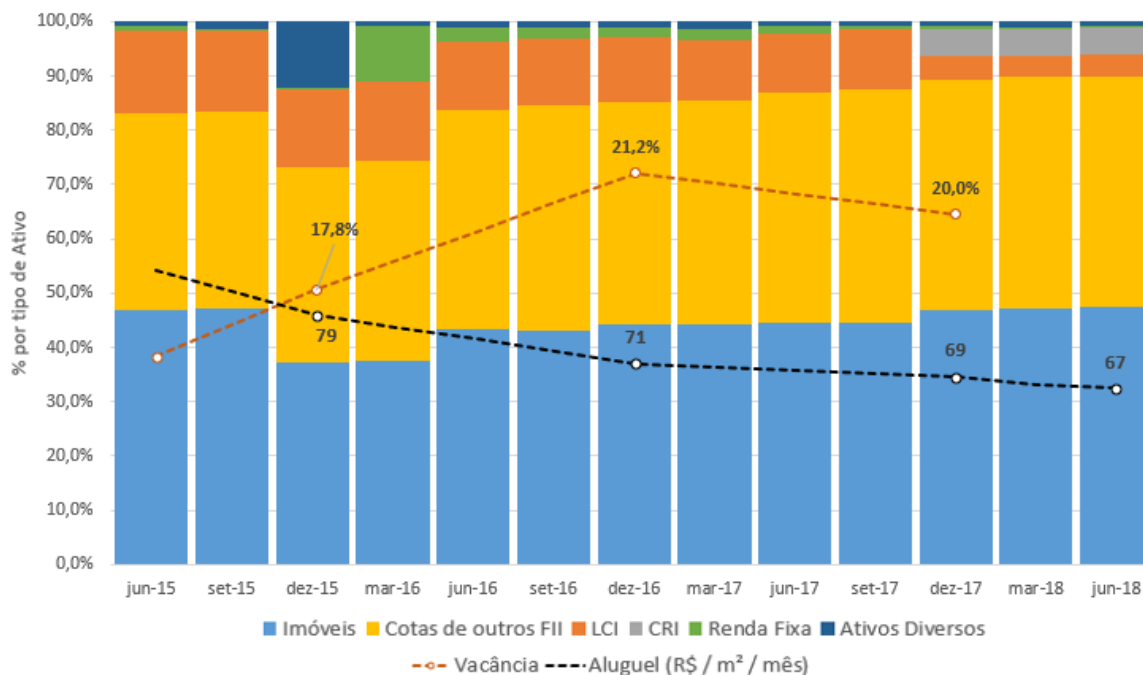
Entretanto, o Fundo vendeu, 41.268 m² de ABL até o final de 2015 por 364,903 milhões de reais. No relatório mensal de janeiro de 2016, a gestão mostra que as vendas ocorridas em dezembro de 2015 resultaram em um valor de financeiro 21% maior que o valor de compra dos imóveis em dezembro de 2012. Entretanto, quando se analisa a taxa de juros acumulada no período (entre dezembro de 2012 e dezembro de 2015), tem-se um retorno nominal de 40,07%, o dobro do que o Fundo obteve com a venda dos imóveis, sendo que estava exposto a um risco maior do que a um título do governo indexado a Selic, por exemplo. Assim, a venda dos imóveis provavelmente não contribuiu positivamente para a rentabilidade do Fundo.

Gráfico 52 – Composição do portfólio e taxa Selic entre jun-2015 e jun-2018



Fonte: Autor. Dados: BTGPactual (2018).

Gráfico 53 – Composição do portfólio e Aluguél médio entre jun-2015 e jun-2018

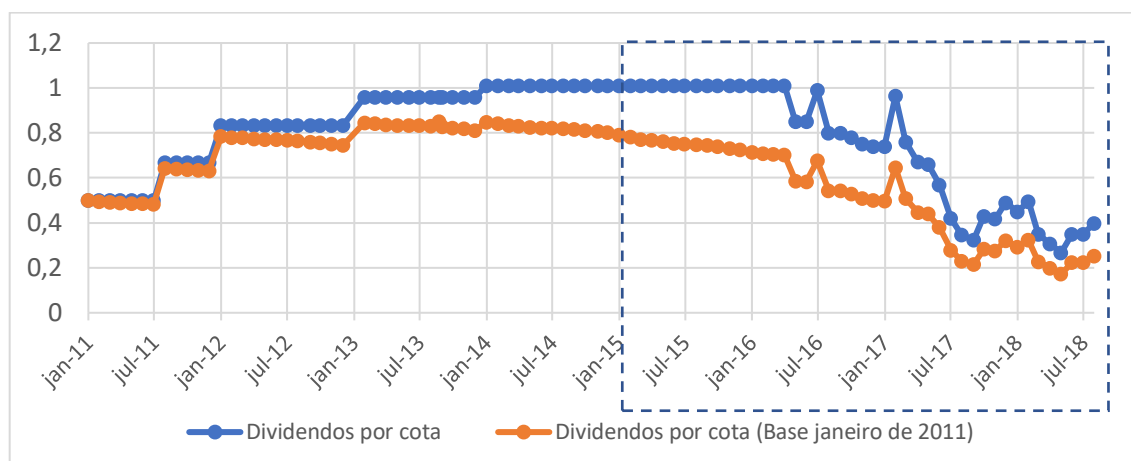


Fonte: Autor. Dados: BTGPactual (2018).

Além de ter vendido os imóveis, em abril de 2016, o Fundo decidiu distribuir 400 milhões de reais aos cotistas, além da rentabilidade do mês na forma de amortização de quotas. Ou seja, o Fundo realizou o prejuízo dos imóveis que foram vendidos com retorno inferior à Selic e devolveu o capital aos cotistas, para investirem em outros ativos de sua escolha.

Também, devido à perda na capacidade de geração de renda do Fundo, ele não conseguiu manter a distribuição de dividendos em R\$ 1,01 por cota, e então os dividendos caíram muito, chegando a ficar abaixo de R\$ 0,20 por quota em 2018, o que indica que o Fundo não possuía rentabilidade suficiente para continuar sustentando os rendimentos que estava pagando até o momento. Esse movimento pode ser observado no gráfico 29, a partir de maio de 2016.

Gráfico 54 - Distribuição de dividendos por cota do BC Fund – Recorte entre 2015 e 2018



Fonte: Autor. Dados: Bloomberg (2019)²⁷

No comunicado em que anuncia o pagamento das amortizações de cota e mudança do cálculo de dividendos, o BC Fund reconhece que “durante esse período, a rentabilidade do caixa contribuiu de forma substancial para a manutenção dos níveis de distribuição que o Fundo praticou. Isso porque, a rentabilidade do caixa cresceu com o aumento de juros, compensando parte do movimento negativo dos imóveis pelo aumento de vacância e reajustes para baixo dos valores de locação do portfólio”

Observa-se nos gráficos 52 e 54 que a taxa Selic entre 2016 e 2018 cai de 14,2% para 6,4%, e a distribuição de dividendos por quota também, de 1,01 para 0,26, o que indica que a distribuição de dividendos provenientes da rentabilidade do caixa pós-fixado citada pelos gestores foi limitada pela queda da taxa de juros. Caso a estratégia de papel fosse no sentido de assegurar rentabilidade futura e não rentabilizar caixa de curto prazo a CDI, esse problema poderia ter sido menor. Isso não significa que a estratégia do gestor seja inadequada para a fase do ciclo, pois é um momento no qual, apesar da queda da taxa de juros, os imóveis estão baratos e os aluguéis estão perto de seus valores mínimos, sendo a próxima fase a de recuperação.

Em 2017, observa-se um salto do valor de Absorção Bruta com relação a 2016, de 950.000 m² para 230.000 m², seguido de uma redução de nova oferta de espaço no período, de 360.000 m² para 230.000 m². Esse movimento gerou um aumento na Absorção Líquida em 2017 e consequente consumo na ABL disponível. É nesse período que se observa o reflexo da retração do lançamento de novo estoque no mercado, consequência da decisão de empreendedores por

²⁷Dados coletados do Terminal Bloomberg. Acesso em 1 de julho de 2019.

não construir, devido ao aumento da taxa de vacância e redução no preço dos aluguéis nos anos anteriores.

Dessa forma, o final da fase de recessão apresenta-se como adequado à adição de ABL no portfólio do Fundo para a obtenção de rentabilidade em imóveis para renda no médio-longo prazo. No entanto, pode-se observar das movimentações de venda do Fundo que ele adotou uma estratégia oposta.

Apesar de ter montado uma posição de caixa pós-fixado de curto prazo via LCI, o Fundo não realizou novas aquisições, apenas vendeu imóveis e repassou os proventos aos cotistas. Como mencionado na página anterior, até 2016, com a taxa Selic a 14,2%, o rendimento de LCI pós-fixadas era bom, mas com a queda na taxa de juros, deixar recursos em caixa pode ter deixado de ser atrativo. Assim, no final do ciclo, o Fundo reduz, ainda mais, a exposição em LCI e aumenta a exposição em CRI, buscando maior rentabilidade.

Nesse momento, os imóveis começaram a ser reavaliados a melhores preços, indicando a chegada de uma possível fase de recuperação. Além da troca de LCI para CRI, o portfólio mantém uma alocação em papel de 2017 a 2018 de 200 a 300 milhões de reais. Com as reavaliações imobiliárias mencionadas anteriormente, o Fundo passa a ter 89,99% de seus ativos em imóveis, 4% em CRI e 4,65% em LCI. Assim, o Fundo está bem posicionado com 8,65% em papel para adquirir novos imóveis na fase de recuperação seguinte.

6. CONCLUSÃO

Primeiramente, vale ressaltar que a análise e conclusões desse trabalho estão restritas ao estudo de caso do BC Fund e às circunstâncias de mercado do período analisado. Além disso, é uma análise feita após o período estudado, ou seja, com todas as informações à mão, enquanto os gestores no passado não possuíam todos os dados a sua disposição, e, portanto, tinham de basear suas decisões em suas expectativas e estimativas do mercado no futuro. Recomenda-se que o leitor tenha cuidado ao utilizar conclusões aqui obtidas em outros cenários e portfólios.

Dito isso, após a análise do fundo é possível chegar a algumas conclusões sobre o impacto das estratégias do FII na rentabilidade do Fundo em diferentes fases do ciclo imobiliário.

Na primeira fase, a de Recuperação, o Fundo é comprador líquido de imóveis, o que o possibilita aumentar a distribuição de dividendos nas fases subsequentes. Nessa fase, pode ter sido positiva para a rentabilidade a compra e alocação em imóveis. Dado que houve as reavaliações positivas de valor dos edifícios, devido à melhora dos indicadores de vacância e aluguel.

Na fase seguinte, a de Crescimento, o BC Fund continuou comprando imóveis, o que provavelmente foi negativo para a rentabilidade do portfólio, pois os mesmos perderam capacidade de geração de renda e três dos imóveis adquiridos em 2012 foram vendidos na fase recessiva por um valor 20% abaixo do retorno da taxa Selic no mesmo período. Assim, levando-se em conta a rentabilidade, a fase de Crescimento não é o momento em que as condições de mercado são ideais para a compra de imóveis, principalmente na segunda metade como fez o fundo.

No último semestre da fase de crescimento, o Fundo realizou uma captação de 1,3 bilhão de reais e alocou praticamente todos os proventos em LCI pós-fixadas de 1 ano de duração que remuneravam perto de Selic. Na divulgação do terceiro trimestre de 2013, 7 meses após a captação os gestores afirmaram:

“Estamos otimistas com as oportunidades de aquisição nos próximos meses. Após a conclusão da aquisição do BFC, contamos ainda com uma posição de caixa superior a R\$ 1 bilhão para fazer frente às novas aquisições. O caixa atualmente está aplicado em títulos imobiliários com liquidez de curto prazo e cujos rendimentos são isentos de tributação para o Fundo”.

Como indica a carta, a estratégia dos gestores provavelmente era de utilizar as LCI de curto prazo pós-fixadas como caixa, ou seja, um investimento de curto prazo com baixa volatilidade

devido ao fato de ser indexado e que remunera perto da taxa livre de risco, a Selic. As LCI, como outras dívidas imobiliárias, podem ser bons instrumentos para isso pois são isentas de tributação para FII, portanto essa é uma estratégia potencialmente válida para rentabilizar o caixa durante um ciclo de aquisições.

Entretanto, há de se notar que apesar de as LCI serem líquidas, operações de compra de imóveis podem às vezes requerer caixa imediatamente, em períodos mais curtos que os resgates de LCI. Nesse caso, a liquidez desses investimentos não é suficiente para garantir a compra de imóveis.

Na análise realizada concluiu-se que a estratégia, apesar de ser boa para as expectativas da gestão do BC Fund, é potencialmente inadequada para a fase de crescimento, principalmente para o final. A dívida imobiliária garante rentabilidade pós-fixada por um curto período e o momento pode não ter sido propício para aquisições pois preço e vacância se deterioram nas fases seguintes, fazendo com que possíveis aquisições perdessem valor e capacidade de geração de caixa, o que prejudicaria a rentabilidade do Fundo.

Uma estratégia que poderia ser mais adequada se a gestão tivesse a percepção de que o mercado entraria na fase de desaceleração seria o uso de dívidas imobiliárias de vencimento mais longo, o que, na ausência de eventos de crédito, garantiria estabilidade de geração de caixa para o fundo, possibilitando o pagamento de dividendos enquanto o fluxo de caixa proveniente de imóveis deteriora.

Na terceira fase, de Desaceleração, o Fundo continuou comprando imóveis, parcialmente pagos pela própria geração de caixa do Fundo e parcialmente pagos por recursos provenientes de vendas de LCI, que também foram realizadas para pagar partes da dívida do Fundo. Conforme comunicado aos cotistas de 2016, os gestores afirmaram, sobre o momento da captação em 2013:

“A nossa leitura era que os preços dos imóveis passariam por uma fase de reajustes, influenciada pela sobre oferta de ativos e aumento de juros, e que assim o preço futuro de aquisições poderia ser mais atrativo. Durante esse período, a rentabilidade do caixa contribuiu de forma substancial para a manutenção dos níveis de distribuição que o Fundo praticou. Isso porque, a rentabilidade do caixa cresceu com o aumento de juros, compensando parte do movimento negativo dos imóveis pelo aumento de vacância e reajustes para baixo dos valores de locação do portfólio”.

A leitura apresentada em 2016 pelos gestores não é exatamente a mesma que eles apresentaram em 2013, mas dessa citação é importante ressaltar que as LCI pós-fixadas foram substanciais

para a manutenção da distribuição de dividendos. Assim, conclui-se que em momentos de deterioração de preços e vacância, instrumentos de dívida imobiliária, não sendo sensíveis aos mesmos, podem auxiliar na manutenção de dividendos. É importante ressaltar que, pelo que dizia a gestão em 2013, o racional das LCI curtas não era proteção contra o deterioramento de preços e vacância nem uma aposta em juros, apenas rentabilização de caixa. Como já mencionado, há outros instrumentos de dívida imobiliária que podem proteger melhor a rentabilidade por maior duração.

Na última fase analisada, a de Recessão, o Fundo não consegue mais manter o nível de pagamento de dividendos, já que a posição em papel perde a capacidade de mitigar as perdas da posição em imóveis, já que era pós-fixada e a taxa de juros caiu para 6,4%. Os imóveis adquiridos em fases de altos preços de aluguel e baixa vacância foram vendidos no momento com os piores indicadores de preço e vacância, e os proventos das vendas foram distribuídos aos cotistas, o que muito provavelmente é negativo na perspectiva da rentabilidade do fundo, já que os recursos não foram mantidos em caixa para comprar mais imóveis no final da fase de Recessão ou início da fase seguinte.

As vendas ocorreram em um momento em que eram necessárias para o Fundo, que estava apresentando baixa rentabilidade e estava recebendo reclamações de cotistas. Pode-se concluir que essa situação foi consequência da aquisição de imóveis em momentos potencialmente inadequados do ciclo, principalmente no final da fase de crescimento quando houve a captação de 1,3 bilhões. Além disso, a posição em dívida imobiliária provavelmente não foi pensada para proteger a rentabilidade, mas para ser líquida o suficiente para custear aquisições, o que ocorreu na fase de desaceleração.

Por fim, não é possível quantificar quão melhor teria sido o resultado do BC Fund, mas pode-se dizer que poderia ter sido melhor se não fossem comprados tantos imóveis em momentos potencialmente inadequados como no final da fase de crescimento e na fase de desaceleração. Também pode-se dizer que a captação pode ter sido realizada em um momento inadequado, pois no momento do ciclo em que foi feita, a aplicação ideal dos recursos seria em papel para proteção da rentabilidade, ou seja, não é um momento que proporciona o melhor retorno para os novos cotistas. Caso o BC Fund tivesse se posicionado dessa maneira, poderia ter tido uma rentabilidade melhor e, talvez, não fossem necessárias as vendas de imóveis durante a fase de recessão.

De qualquer maneira, ressalta-se a importância de o gestor estar atento ao ciclo de mercado, e não apenas a variáveis macroeconômicas ou aos modelos de geração de caixa dos imóveis.

7. BIBLIOGRAFIA

ALENCAR, Claudio T. A reciclagem planejada do portfólio de Fundos de Investimento Imobiliário propicia um melhor desempenho? Uma análise Ex Post de 2010 a 2017. **Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v.51, 9 p, Mar. 2018 – Disponível em: http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/Carta_do_NRE/cartanie51-1-18vsite.pdf. Acesso em: 10 nov. 2018.

AMATO, F. B. **Implantação De Empreendimentos De Base Imobiliária Por Meio De Fundos De Investimento Imobiliário: Critérios De Governança Dos Recursos Financeiros Para Mitigação De Riscos Capaz De Potencializar A Captação De Investimentos Privados Com Característica De Poupança**. 231p. Tese (Doutorado) – Escola Politécnica – Universidade de São Paulo. São Paulo. 2009.

B3: **Boletim do mercado Imobiliário – Agosto de 2019**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/Fundos-de-investimentos/fii/boletim-mensal/ - Acesso em setembro de 2019.

B3: **Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários – Setembro de 2019**. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-segmentos-e-setoriais/indice-Fundos-de-investimentos-imobiliarios-ifix-composicao-da-carteira.htm - Acesso em setembro de 2019

Banco Central do Brasil: **Relatório Focus – Junho de 2018**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20180615.pdf> - Acesso em Junho de 2018

B3. **Fundos de Investimentos Imobiliários Listados**. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/Fundos-de-investimentos/fii/fiis-listados/ - Acesso em abril de 2018.

_____. **Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da B3**. São Paulo, [2014]. 12 p. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/outros-indices/indice-de-Fundos-de-investimentos-imobiliarios-ifix.htm - Acesso em abril de 2018.

_____. **Metodologia do Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX)**. São Paulo, [2015]. 5 p. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/outros-indices/indice-de-Fundos-de-investimentos-imobiliarios-ifix.htm - Acesso em abril de 2018.

_____. **Boletim do Mercado Imobiliário**. São Paulo, Abril de 2018. 12 p. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/Fundos-de-investimentos/fii/boletim-mensal/ - Acesso em junho de 2018.

BRITO, N. G. S. **Identificação de um Conjunto de Informações Mínimas Requeridas para Fundamentar as Decisões de Investimento em Fundos de Investimento Imobiliário com Foco em Edifícios de Escritório para Locação**. Dissertação apresentada à EPUSP para obtenção de título de Mestre em Ciências, São Paulo, 2018. Disponível em: <https://www.realestate.br/site/conteudo/pagina/1,126+DISSERTA%C3%87%C3%95ES-DE-MESTRADO.html>. Acesso em: 5 jan. 2019.

CÉSAR, M.S. **interpretação de ciclos imobiliários em edifícios comerciais de padrão corporativo. Aplicação na cidade de São Paulo durante o período de 1994 a 2004.** 2007. 164p. Dissertação de Mestrado apresentada a Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, CVM. **Caderno nº 6 – Fundos de Investimento Imobiliário**, 2010. Disponível em:

<http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Cadernos/CVM-Caderno-6.pdf> - Acesso em abril de 2018.

____. **Instrução nº 205, de 14 de janeiro de 1994.** Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento Imobiliário. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst205.html> - Acesso em abril de 2018

____. **Instrução nº 391, de 16 de julho de 2003.** Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst391.html> - Acesso em abril de 2018

____. **Instrução 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://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst472.html> - Acesso em abril de 2018

COVANZI, R. S. **Análise dos Fatores Macroeconômicos, de Mercado e dos Empreendimentos que Podem Impactar os Valores de Transação das Cotas dos Fundos de Investimentos Imobiliário – FII: Estudo de Caso do Fundo Imobiliário Edifício Ourinvest.** 108p. Monografia de MBA em Real Estate. Escola Politécnica da USP. São Paulo, 2016.

LEE, C – **They Exist... and are Predictable.** Center for Real Estate Quarterly Journal, 2011. Disponível em: <https://www.pdx.edu/sites/www.pdx.edu.realestate/files/02%20Lee%20Quarterly%20201105.pdf> – Acesso em maio de 2018.

MEDEIROS, Douglas Vulcano - **Comportamento da Oferta e Demanda de Espaços Corporativos na Cidade do Rio de Janeiro. A Revitalização Portuária e Criação do Porto Maravilha.**

PIRES, D. B. R. **A Influência da Macroeconomia no Mercado de Escritórios Corporativos de São Paulo: Um estudo sobre os Ciclos de Oferta e Demanda no Período de 2001 a 2015.**

PORTO, T. P. **Método para gestão de portfólio de investimentos em edifícios de escritórios para locação no Brasil.** 2010. 314 p. Tese (Doutorado) - Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

RAZUK, Fernando C. – **Investimento de Cotas de FII de Shopping Center: Uma rotina de Análise para investidores de Pequeno e Médio Porte.** Disponível em: http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/images/File/arquivosPDF/Mono_Fernando_Razuk.pdf - Acesso em maio de 2018

ROCHA LIMA JUNIOR., João da, ALENCAR, Claudio T., MONETTI, Eliane. **Escritórios de Alto Padrão na Cidade de São Paulo: Cenários para os próximos anos**. EPUSP, 2014 – Disponível em:

http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/Carta_do_NRE/cartanre38_4_14.pdf - Acesso em maio de 2018

____. **Escritórios Corporativos Classe A na Cidade de São Paulo: Cenários para os próximos anos – Revisão e Projetos**. EPUSP, 2015. Disponível em:

http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/Carta_do_NRE/cartanre42_4_15.pdf - Acesso em maio de 2018

ROCHA LIMA JUNIOR., João da. Fundos de Investimento Imobiliários saindo da infância: A onda de 2015-2018. **Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v.53, 11 p, Set. 2018 – Disponível em: <http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/Carta_do_NRE/cartanie53-3-18.pdf>. Acesso em: 10 nov. 2018

TOGNETTI, G. C. **Análise de Valor da Cota de Fundos de Investimento Imobiliário com Empreendimentos de Base Imobiliária com Renda Comprometida**. 108p. Monografia de MBA em Real Estate. Escola Politécnica da USP. São Paulo, 2013.

UQBAR **Anuário: Fundos de Investimento Imobiliário – 2018**. Disponível em: <http://www.uqbar.com.br/publicacoes/anuario-Fundos-de-investimento-imobiliario-2018.jsp> - Acesso em Abril de 2018

____. **Guia Do Investidor: Fundo De Investimento Imobiliário – 2011**. 2ª edição. Disponível em: http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/guia_FII.jsp - Acesso em Abril de 2018

8. ANEXO

Tabela 19 - Composição da carteira do IFIX

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica	Part. (%)
KNRI11	FII KINEA	CI	23.600.802	6,846
KNCR11	FII KINEA RI	CI	34.902.454	6,677
KNIP11	FII KINEA IP	CI	24.530.886	5,192
BBPO11	FII BB PRGII	CI	15.919.690	4,363
HGBS11	FII HEDGEBS	CI	8.850.000	4,069
HGLG11	FII CSHG LOG	CI	11.882.212	3,333
BRCR11	FII BC FUND	CI	19.224.537	3,191
HGRE11	FII HG REAL	CI	10.240.651	2,976
JSRE11	FII JS REAL	CI	14.026.811	2,93
XPML11	FII XP MALLS	CI ER	13.700.641	2,794
RBR11	FII RBRHGRAD	CI	14.093.062	2,674
VISC11	FII VINCI SC	CI	10.832.332	2,455
ABCP11	FII ABC IMOB	CI	12.203.833	2,093
BCFF11	FII BC FFII	CI ES	11.978.772	1,967
HGCR11	FII CSHG CRI	CI	8.239.130	1,791
GGRC11	FII GGRCOVEP	CI	6.503.028	1,689
TBOF11	FII TBOFFICE	CI ER	10.050.000	1,641
HFOF11	FII HTOF3	CI	8.500.000	1,622
LVBI11	FII VBI LOG	CI	7.537.889	1,529
PQDP11	FII D PEDRO	CI	238.477	1,353
SAAG11	FII SANT AGE	CI	5.631.512	1,335
RBVA11	FII RIOB VA	CI	5.721.310	1,326
XPLG11	FII XP LOG	CI	6.742.184	1,307
MALL11	FII MALLS BP	CI	6.739.754	1,285
UBSR11	FII UBS (BR)	CI	5.855.748	1,19
SDIL11	FII SDI LOG	CI	5.277.596	1,124
VRTA11	FII FATOR VE	CI	4.850.490	1,089
SHPH11	FII HIGIENOP	CI	608.950	1,042
RBRF11	FII RBRALPHA	CI	5.258.752	1,009
FFCI11	FII RIOB RC	CI	2.918.503	0,92
MXRF11	FII MAXI REN	CI	43.663.806	0,89
VILG11	FII VINCILOG	CI ES	4.015.755	0,863
KNHY11	FII KINEA HY	CI	4.000.000	0,854
MGFF11	FII MOGNO	CI	4.283.471	0,812
TGAR11	FII TG ATIVO	CI	2.976.368	0,755
FCFL11	FII CAMPUSFL	CI ER	167.000	0,737
IRDM11	FII IRIDIUM	CI	3.068.099	0,711
RBED11	FII RIOB ED	CI	2.431.254	0,692
BBFI11B	FII BB PROGR	CI MB	130.000	0,649
FIIB11	FII INDL BR	CI	664.516	0,64
FAMB11B	FII ALMIRANT	CI MB	104.800	0,577
HGPO11	FII CSHGPRIM	CI	1.650.000	0,554

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica	Part. (%)
VGIR11	FII VALREIII	CI	2.962.568	0,552
ALZR11	FII ALIANZA	CI ER	2.860.924	0,551
FPAB11	FII A BRANCA	CI	750.000	0,542
FLMA11	FII S F LIMA	CI	69.033.500	0,533
FVBI11	FII VBI 4440	CI	2.150.000	0,533
NSLU11	FII LOURDES	CI	1.144.800	0,515
BPFF11	FII ABSOLUTO	CI	2.668.860	0,51
GSFI11	FII GENERAL	CI	68.482.196	0,455
XPIN11	FII XP INDL	CI ER	2.180.089	0,453
MFII11	FII MERITO I	CI	2.002.613	0,444
CNES11	FII CENESP	CI ER	2.913.199	0,443
BCIA11	FII BCIA	CI	1.689.613	0,434
FVPQ11	FII V PARQUE	CI	1.289.614	0,433
FEXC11	FII EXCELLEN	CI	2.049.457	0,423
BCRI11	FII BEES CRI	CI	1.730.000	0,419
CPTS11B	FII CAPI SEC	CI MB	2.138.162	0,415
RNGO11	FII RIONEGRO	CI	2.676.000	0,409
JRDM11	FII SHOPJSUL	CI	2.522.968	0,4
BBRC11	FII BB CORP	CI	1.590.000	0,387
THRA11	FII BM THERA	CI	1.472.728	0,373
OUJP11	FII OURI JPP	CI	1.919.995	0,372
RBRD11	FII RB II	CI	1.848.383	0,367
TRXL11	FII TRX LOG	CI	1.846.797	0,355
CARE11	FII DEA CARE	CI	134.764.887	0,344
VLOL11	FII OLIMPIA	CI	1.784.828	0,34
BBVJ11	FII C JARDIM	CI	2.710.000	0,335
FIIP11B	FII RB CAP I	CI MB	927.162	0,325
EDGA11	FII GALERIA	CI ER	3.812.055	0,322
CXRI11	FII CX RBRV	CI	157.576	0,318
HGRU11	FII CSHG URB	CI	1.500.000	0,311
FIGS11	FII GEN SHOP	CI	2.591.500	0,31
FAED11	FII ANH EDUC	CI	642.168	0,301
CXCE11B	FII CX CEDAE	CI MB	68.518	0,293
SPTW11	FII SP DOWNT	CI	1.798.000	0,29
CEOC11	FII CEO CCP	CI	1.815.696	0,285
ALMI11	FII TORRE AL	CI	111.177	0,284
PATC11	FII PATRIA	CI	1.502.052	0,278
CTXT11	FII C TEXTIL	CI	2.594.279	0,269

Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica	Part. (%)
XPCM11	FII XP MACAE	CI	2.414.570	0,256
ONEF11	FII THE ONE	CI	911.000	0,246
MAXR11	FII MAX RET	CI	59.245	0,24
GRLV11	FII LOUVEIRA	CI	1.073.530	0,229
MBRF11	FII MERC BR	CI	101.664	0,223
CBOP11	FII C BRANCO	CI	1.415.000	0,216
FOFT11	FII HTOPFOF2	CI	1.196.040	0,209
KNRE11	FII KII REAL	CI	18.547.161	0,208
HTMX11	FII HOTEL MX	CI	714.516	0,207
RBBV11	FII JHSF FBV	CI	1.254.164	0,201
WPLZ11	FII W PLAZA	CI	1.020.747	0,196
PORD11	FII POLO CRI	CI	1.000.000	0,193
BMLC11B	FII BMBRC LC	CI MB	998.405	0,173
HMOC11	FII HEDMOCA	CI	379.948	0,166
PRSV11	FII P VARGAS	CI	195.000	0,146
HCRI11	FII CRIANCA	CI	200.000	0,141
EURO11	FII EUROPAR	CI	383.936	0,124
RBGS11	FII RB GSB I	CI	1.078.000	0,093
RBVO11	FII RIOBCRI2	CI	515.824	0,038
XTED11	FII TRXE COR	CI	1.792.557	0,026

Fonte: Autor. Dados: B3 (2018).