

**NICOLA NESCI**

**ANÁLISE DOS FATORES CRÍTICOS NA FLUTUAÇÃO DOS  
VALORES DAS COTAS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO  
IMOBILIÁRIOS**

Monografia apresentada à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, para a obtenção do título de MBA em Real Estate – Economia Setorial e Mercado.

São Paulo  
2016

**NICOLA NESCI**

**ANÁLISE DOS FATORES CRÍTICOS NA FLUTUAÇÃO DOS  
VALORES DAS COTAS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO  
IMOBILIÁRIOS**

Monografia apresentada à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, para a obtenção do título de MBA em Real Estate – Economia Setorial e Mercado.

Orientador: Profa. Dra. Paola Torneri  
Porto

São Paulo

2016

Catalogação-na-publicação

Nesci, Nicola

ANÁLISE DOS FATORES CRÍTICOS NA FLUTUAÇÃO DOS VALORES  
DAS COTAS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS / N. Nesci --  
São Paulo, 2016.  
88 p.

Monografia (MBA em Economia setorial e mercados, com ênfase em  
Real Estate) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Poli-Integra.

1. Fundos imobiliários I. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica.  
Poli-Integra II.t.

## **Agradecimentos**

Após dois anos de aulas, provas e trabalhos, chegou a hora dos agradecimentos finais.

Primeiramente gostaria de agradecer aos coordenadores do curso e do núcleo de Real Estate da Poli, mais especificamente o Professor Dr. João da Rocha Lima Jr., o Professor Dr. Claudio Tavares de Alencar e a Professora Dra. Eliane Monetti, que desde o primeiro dia do intercâmbio que me trouxe ao Brasil, há quatro anos, me atenderam com o máximo da receptividade e compreensão, se tornando fundamentais para o meu percurso pessoal e profissional.

Agradeço também à minha coordenadora de monografia, a Professora Dra. Paola Torneri Porto, pelo apoio e pelas orientações que permitiram a elaboração deste trabalho.

Agradeço, de forma especial, os meus “mestres” de real estate, Marcelo Carletti e Martin Jaco. Trabalhando ao lado deles, tive a oportunidade de aprender muito sobre este setor. Foram modelo e constante referência dentro da minha carreira profissional. Além disso, são duas ótimas pessoas, dois amigos.

Um agradecimento final, sendo eu estrangeiro, vai ao Brasil. Quando cheguei pela primeira vez, pensava em fazer um simples intercâmbio com a Universidade, mas o tempo começou a passar e, após quatro anos, ainda não fui embora. Aqui escolhi começar o meu percurso profissional e tenho certeza que isso foi e está sendo muito enriquecedor. A receptividade, as amizades, as oportunidades e os momentos que este País me proporcionou até hoje, foram únicos e farão parte para sempre da minha vida.

Obrigado.

# Índice

1.	Introdução.....	1
1.1.	Contexto.....	1
1.2.	Objetivo do estudo .....	2
1.3.	Metodologia .....	4
2.	O mercado de escritórios corporativos e os fundos imobiliários.....	6
2.1.	Os fundos de investimento imobiliário .....	6
2.2.	Fundos imobiliários no Brasil.....	7
2.3.	A regulamentação CVM sobre os FII .....	12
2.4.	Estratégia de gestão e comparação com os REITs .....	13
2.5.	O mercado brasileiro de escritórios corporativos .....	17
2.5.1.	Estoque, absorção e vacância .....	19
2.6.	Edifícios e fundos imobiliários: valor patrimonial .....	22
2.7.	Valor de mercado de um fundo imobiliário e suas oscilações.....	24
2.8.	Fatores críticos na flutuação das cotas dos fundos imobiliários .....	26
2.8.1.	Taxa Selic .....	27
2.8.2.	Rendimentos distribuídos .....	29
2.8.3.	Liquidez .....	30
3.	Fundos imobiliários objetos do estudo e premissas do estudo de caso .....	31
3.1.	Os fundos corporativos analisados .....	31
3.1.1.	BB Progressivo (BBFI11B).....	32
3.1.2.	Brascan Lajes Corporativas (BMLC11B) .....	34
3.1.3.	BTG Corporate Office Fund – BC Fund (BRCR11).....	36
3.1.4.	CENESP (CNES11B).....	40
3.1.5.	Cyrela Thera Corporate (THRA11B) .....	41
3.1.6.	Kinea Renda Imobiliária (KNRI11) .....	42
3.1.7.	Tower Bridge (TBOF11) .....	46
3.1.8.	Torre Almirante (ALMI11B).....	47
3.1.9.	Faria Lima 4440 (FVBI11B) .....	48
3.2.	Divisão dos FII em grupos de análise .....	49
3.3.	Flutuação do valor de mercado e sua diferença com o valor patrimonial dos fundos .....	50
3.4.	Índice IFIX.....	52
3.5.	Os fatores críticos selecionados .....	54

4.	Estudo de caso: análise dos fatores críticos.....	55
4.1.	Comparação da volatilidade dos fundos e do índice IFIX.....	55
4.2.	Taxa Selic e sua influência .....	59
4.3.	Rendimentos .....	62
4.3.1.	Kinea Renda Imobiliária e BCFund .....	63
4.3.2.	Thera Corporate, Tower Bridge e FL4440 .....	64
4.3.3.	Torre Almirante e BBProgressivo .....	66
4.3.4.	Cenesp e Brascan Lajes Corporativas .....	67
4.3.5.	Relação entre os rendimentos e a tipologia de fundo .....	68
4.3.6.	Relação entre os rendimentos, valor das cotas e a rentabilidade do investidor .....	70
4.3.7.	Conclusões.....	75
4.4.	Liquidez e sua ligação com a flutuação dos fundos.....	76
4.4.1.	Liquidez e variação das cotas: a mudança do tipo de investidor.....	79
4.4.2.	Considerações gerais .....	79
5.	Conclusões.....	81
5.1.	Resultados .....	81
5.2.	Comentários sobre o cenário atual e futuro dos fundos imobiliários.....	83
6.	Referências bibliográficas .....	86

## Resumo

A partir de 2010, verificou-se uma elevada oscilação das precificações dos fundos de investimento imobiliários (FII) na Bolsa de Valores, caracterizada por uma primeira fase de crescimento do valor das cotas, acompanhando a economia do País e o setor imobiliário. A partir de 2013, porém, teve início uma relevante queda das cotações que continuou até o final de 2015. Em alguns casos, houve fundos que chegaram a ser precificados na Bolsa com valores iguais à metade do próprio valor patrimonial.

Diante deste cenário, este trabalho tem como objetivo estudar os fatores que mais influenciaram, ao longo do tempo, os valores das cotas dos fundos imobiliários e analisar se fundos com diferentes tipos de portfólios tiveram o mesmo desempenho e rentabilidade.

Para este estudo, foi estruturado um estudo de caso, no qual foram analisados nove fundos imobiliários lastreados em edifícios de escritórios corporativos com diferentes características, incluindo fundos que abrigam portfólios de edifícios e fundos que possuem apenas um imóvel. Analisou-se a flutuação dos valores das cotas no período compreendido entre os anos de 2010 e 2015, de modo a avaliar a influência dos fatores macroeconômicos, bem como a diferença de comportamento entre os fundos. As variações das cotas dos fundos, divididos em três grupos de análise em função das características de composição da própria carteira, foram comparadas com alguns fatores críticos, quais sejam: a variação da taxa Selic, a liquidez e os rendimentos distribuídos.

A partir dos resultados encontrados, verificou-se um comportamento semelhante de apreciação das cotas de todos os fundos no mesmo período e, logo em seguida, no segundo semestre de 2013, estes valores começaram a reduzir. Concluiu-se que os fatores macroeconômicos possuem relevante influência no comportamento dos valores das cotas de todos os fundos analisados, independente das características do fundo. Por outro lado, uma sólida gestão e uma política de investimento que vise aumentar o volume e diversificar a carteira de ativos e inquilinos do fundo, protege a rentabilidade e os rendimentos do cotista. Os únicos fundos que conseguiram aumentar o valor nominal das distribuições ao longo do tempo foram aqueles com uma carteira diversificada de imóveis.

## **Abstract**

In 2010 the Brazilian REITs market experienced a considerable fluctuation created by economic and real estate growth. In 2013, the situation changed and the REITs was affected by a fast decline that lasted until the end of 2015. A strong depreciation has influenced the market value of many funds, with some of them listed at the half of their asset value.

In the light of this situation, this work wants to analyze which key factors have influenced the share values of the Brazilian REITs and study if REITs with different portfolio type have the same trend and profitability.

The case study analyzes nine Brazilian office REITs, monitoring the daily share fluctuation over the last five years, 2010-2015, and compares similarities and differences in their trends. The fluctuations were compared with some critical factors, such as Selic rate, liquidity of the share transactions and income distributed to shareholders.

The analysis shows a common tendency: all funds have reached their peak in the same period and then, after the first semester of 2013, they all began to fall. It also shows that a diversified strategy based on portfolio investments leads to the same result as a single asset strategy. The macroeconomic factors have relevant influence on share values, more than any other performance index that involve income distribution. On the other hand, a solid management and an investment policy focused to increase a diversified tenants and assets' portfolio showed to be effective to defend shareholders' profitability. Indeed, the only two funds able to grow distributions, during the period of crisis and quotas' devaluation, were the two with diversified portfolios.

## Lista de Gráficos

Gráfico 1 – Quantidade de FII registrados no Brasil.....	10
Gráfico 2 - Número de Investidores em FII .....	10
Gráfico 3 - Volume anual de negociação dos FII.....	11
Gráfico 4 - Divisão do volume negociado por tipo de investidor .....	11
Gráfico 5 – Absorção líquida de São Paulo, dividida por região .....	21
Gráfico 6- Desconto/Prêmio sobre o NAV dos REITS .....	25
Gráfico 7- Desconto/Prémio sobre o NAV, média por País.....	26
Gráfico 8 – Os 10 maiores fundos com participação no IFIX.....	53
Gráfico 9 - Variação das cotas do Grupo 1 vs. Indice IFIX (em %) .....	56
Gráfico 10 - Variação das cotas do Grupo 2 vs. Indice IFIX (em %) .....	56
Gráfico 11 – Variação das cotas do Grupo 3 vs. Indice IFIX (em %).....	57
Gráfico 12 - Variação das cotas em relação ao valor em 04/01/2010 (em%) .....	58
Gráfico 13 - Variação da Taxa Selic de 2010 até 2015 .....	59
Gráfico 14 - Variação da Taxa Selic e das cotas dos FII.....	60
Gráfico 15 - BCFund: Variação Cotas vs. Rendimentos.....	63
Gráfico 16- Kinea Renda Imobiliária: Variação Cotas vs. Rendimentos.....	63
Gráfico 17- Tower Bridge: Variação Cotas vs. Rendimentos .....	64
Gráfico 18 - Thera Corporate: Variação Cotas vs. Rendimentos .....	65
Gráfico 19 - FL4440: Variação Cotas vs. Rendimentos.....	65
Gráfico 20- Torre Almirante: Variação Cotas vs. Rendimentos .....	66
Gráfico 21- BB Progressivo: Variação Cotas vs. Rendimentos .....	67
Gráfico 22- CENESP: Variação Cotas vs. Rendimentos .....	67
Gráfico 23- Brascan LC: Variação Cotas vs. Rendimentos .....	68
Gráfico 24 – BC Fund: variação da TIR do cotista em função do valor da cota no momento da saída e dos rendimentos distribuídos .....	73
Gráfico 25 – Torre Almirante: variação da TIR do cotista em função do valor da cota no momento da saída e dos rendimentos distribuídos .....	74
Gráfico 26 - CENESP: variação da TIR do cotista em função do valor da cota no momento da saída e dos rendimentos distribuídos .....	74
Gráfico 27- Brascan Lajes Corporativas: variação da TIR do cotista em função do valor da cota no momento da saída e dos rendimentos distribuídos.....	74
Gráfico 28- BC Fund: Liquidez - Variação das Cotas.....	77

Gráfico 29 - Kinea Renda Imobiliária: Liquidez - Variação das Cotas.....	77
Gráfico 30 - Thera Corporate: Liquidez - Variação das Cotas.....	78
Gráfico 31 - Brascan Lajes Corporativas: Liquidez - Variação das Cotas .....	78
Gráfico 32 - Tower Bridge: Liquidez - Variação das Cotas.....	78
Gráfico 33- Liquidez: média mensal de transações, período jan/10-dez/15.....	79

## Lista de Tabelas

Tabela 1 – Escritórios: vacância total SP e RJ .....	22
Tabela 2 - BBProgressivo - Informações do Fundo .....	32
Tabela 3 – BBProgressivo – Informações do Ativo n.1 – Ed.Sede I .....	33
Tabela 4 – BBProgressivo – Informações do Ativo n.2 – C.A. do Andaraí .....	33
Tabela 5 – Brascan L.C. – Informações do Fundo .....	34
Tabela 6 – Brascan L.C. – Informações do Ativo n.1 – Brascan Century Plaza.....	34
Tabela 7 – Brascan L.C. – Informações do Ativo n.2 – Torre Rio Sul .....	35
Tabela 8 – BC Fund – Informações do Fundo.....	36
Tabela 9 – BC Fund – Informações do Ativo n.1 – Benedictinos .....	36
Tabela 10 – BC Fund – Informações do Ativo n.2 – Brazilian FC .....	37
Tabela 11 – BC Fund – Informações do Ativo n.3 – Burity .....	37
Tabela 12 – BC Fund – Informações do Ativo n.4 – Cargill.....	37
Tabela 13 – BC Fund – Informações do Ativo n.5 – CENESP.....	37
Tabela 14 – BC Fund – Informações do Ativo n.6 – Eldorado .....	37
Tabela 15 – BC Fund – Informações do Ativo n.7 – Flamengo.....	38
Tabela 16 – BC Fund – Informações do Ativo n.8 – Montreal .....	38
Tabela 17 – BC Fund – Informações do Ativo n.9 – Polidoro.....	38
Tabela 18 – BC Fund – Informações do Ativo n.10 – Sai Sul .....	38
Tabela 19 – BC Fund – Informações do Ativo n.11 – Torre Almirante.....	38
Tabela 20 – BC Fund – Informações do Ativo n.12 – Transatlantico.....	39
Tabela 21 – BC Fund – Informações do Ativo n.13 – Volkswagen.....	39
Tabela 22 – CENESP – Informações do Fundo .....	40
Tabela 23 – CENESP – Informações do Ativo n.1 – Cesp .....	40
Tabela 24– Thera Corporate – Informações do Fundo.....	41
Tabela 25 – Thera Corporate – Informações do Ativo n.1 – Thera Corporate.....	41
Tabela 26– Kinea Renda Imobiliária – Informações do Fundo.....	42
Tabela 27- Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.1 – Ed.Lagoa Corporate .....	42
Tabela 28– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.2 – Ed. Bela Paulista.....	43
Tabela 29– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.3 – Madison .....	43
Tabela 30– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.4 – Buenos Aires Corp. ....	43
Tabela 31– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.5 – Joaquim Floriano.....	43
Tabela 32– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.6 – Botafogo T.Center.....	43

Tabela 33 – Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.7 – Lavradio.....	44
Tabela 34– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.8 – Athenas.....	44
Tabela 35– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.9 – Ed.Gomes Freire.....	44
Tabela 36– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.10 – Mogi das Cruzes.....	44
Tabela 37– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.11 – CD Bandeirantes.....	44
Tabela 38– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.12 – Jundiai .....	45
Tabela 39– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.13 – Global Jundiai.....	45
Tabela 40– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.14 – CD Sumaré .....	45
Tabela 41– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.15 – CD Santa Cruz.....	45
Tabela 42– Tower Bridge – Informações do Fundo.....	46
Tabela 43– Tower Bridge – Informações do Ativo n.1 – Tower Bridge.....	46
Tabela 44– Torre Almirante – Informações do Fundo .....	47
Tabela 45 – Torre Almirante – Informações do Ativo n.1 – Torre Almirante .....	47
Tabela 46– FL4440 – Informações do Fundo .....	48
Tabela 47– FL4440 – Informações do Ativo n.1 – FL4440.....	48
Tabela 48 – Divisão dos fundos analisados.....	50
Tabela 49 - Valor Patrimonial dos fundos objetos do estudo, dez.15 .....	51
Tabela 50 - Valor de Mercado dos fundos objetos do estudo, dez.15 .....	51
Tabela 51 - Desconto NAV dos fundos objetos do estudo, dez.15 .....	52
Tabela 52 - Últimas 20 variações da Taxa Selic .....	59
Tabela 53 – Dividend Yield, 2014 e 2015.....	69
Tabela 54 – BC Fund: fluxo financeiro do cotista.....	72

## **Lista de Abreviaturas e Siglas**

ABNT	Associação Brasileira de Normas Técnicas
BM&BOVESPA	Bolsa de Mercadorias e Bolsa de Valores de São Paulo
COFINS	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
COPOM	Comitê de Política Monetária
CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
CSLL	Contribuição Social sobre Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FII	Fundos de Investimentos Imobiliários
FIP	Fundos de Investimento em Participações
IFIX	Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários
IGPM	Índice Geral de Preços do Mercado
INSS	Instituto Nacional de Seguridade Social
NAREIT	National Association of Real Estate Investment Trusts
NAV	Net Asset Value
PIB	Produto Interno Bruto
PIS	Programa de Integração Social
REITs	Real Estate Investment Trusts
TIR	Taxa Interna de Retorno

# **1. Introdução**

## **1.1. Contexto**

Nos Estados Unidos primeiramente e, em outros países depois, o desenvolvimento dos fundos imobiliários permitiu o acesso ao mercado imobiliário a pequenos e médios investidores que, ao invés de investirem em um específico ativo, decidiram immobilizar os próprios recursos em participações de grandes carteiras de imóveis. Isso, além de representar um veículo alternativo de investimento, permitiu a criação de um robusto sistema de financiamento para o setor de real estate. Considerados como um condomínio fechado de investidores, os fundos imobiliários conseguiram criar grandes empreendimentos de base imobiliária, onde os cotistas recebem distribuições ao longo do tempo em função da capacidade de renda do próprio ativo. Os REITs (Real Estate Investment Trusts) americanos foram criados em 1960 e, após passarem por algumas evoluções, começaram a operar e controlar carteiras com diversas propriedades.

No Brasil, os Fundos de Investimentos Imobiliários (FII) são os veículos de investimento imobiliário mais próximos aos REITs. Embora a legislação e os incentivos fiscais para os dois modelos sejam semelhantes, os fundos brasileiros são compostos muitas vezes por carteiras de baixa qualidade, restritas a um único ativo, com a ausência de uma verdadeira política de investimento. Cresceram alguns poucos exemplos de fundos diversificados, como o BC Fund ou o Kinea Renda Imobiliária, que, no entanto, não podem ainda ser comparados ao mercado norte americano.

Analizando os números desse mercado, a partir de 2010, a quantidade dos fundos imobiliários presentes no Brasil tem aumentado de forma relevante, tornando-se um importante meio de financiamento para o setor imobiliário. De acordo com os números publicados pela BM&FBOVESPA [2016], a CVM, Comissão de Valores Mobiliários, em agosto de 2016, chegou a registrar mais de 280 fundos imobiliários, o dobro do que havia em 2011, por um volume próximo a R\$29 bilhões. A classe de investidores também aumentou de forma relevante, chegando a ultrapassar o número de 90.000, entre pessoas

físicas, instituições financeiras e investidores institucionais. A maior parte destes grupos e destes investidores viu nesse setor uma alternativa e um meio de integração aos principais veículos de investimento.

Após um comportamento inicial de crescimento, iniciou, porém, principalmente no segundo semestre de 2013, uma forte desvalorização do valor das cotas que continuou até o começo de 2016. Em alguns casos, verificou-se fundos que tiveram um valor de mercado na Bolsa próximo à metade do próprio patrimônio líquido, ou seja, uma depreciação de 50%. Isso vem dividindo a opinião dos investidores. Por um lado, existem investidores de longo prazo que acreditam em uma retomada do mercado imobiliário e na nova valorização das cotas dos fundos. Eles enxergam nesta fase um ótimo momento para adquirir participações por preços favoráveis. Por outro lado, existem investidores de curto prazo que vêm perdendo valor sobre o investimento feito, uma vez que compraram cotas por valores maiores do que os praticados na atualidade.

Neste cenário, se faz importante entender quais são as causas que mais afetaram estas variações de cotas e verificar se diferentes estruturas de fundo e diferentes modelos de gestão conseguem trazer uma proteção maior do investimento.

## **1.2. Objetivo do estudo**

O objetivo do presente trabalho é estudar quais fatores mais influenciaram, ao longo do tempo, a flutuação do valor das cotas dos fundos imobiliários e verificar se diferentes estruturas de fundos podem proteger mais ou menos a rentabilidade do investidor. O valor de mercado de um fundo especificado via Bolsa de Valores está sujeito a contínuas variações em função das negociações diárias, podendo, assim, se especificar acima ou abaixo do valor patrimonial do(s) ativo(s). A partir do segundo semestre de 2013, as empresas de real estate de capital aberto e os fundos imobiliários listados na Bolsa viram reduzir sensivelmente o próprio valor de mercado, seja por fatores internos, relacionados ao rendimento e liquidez do próprio fundo, seja por fatores externos, ligados ao contexto macroeconômico e ao comportamento do País.

O estudo de caso analisou nove fundos imobiliários de escritórios corporativos, estudando a flutuação das cotas de janeiro de 2010 até dezembro de 2015. Em cada fundo, foi monitorado o valor diário das cotas e calculada a respectiva variação. Os fundos foram escolhidos para representar as principais diferentes tipologias de FII presentes no mercado: fundos com uma carteira de imóveis e inquilinos diversificada, fundos atrelados a um ou dois imóveis específicos e fundos vinculados apenas a um contrato de locação com grande monousuário.

Esta divisão permite uma comparação dos comportamentos e, mais especificamente, do valor histórico das cotas com os rendimentos distribuídos, a fim de identificar se existe uma relação entre os mesmos. Além das distribuições, foram também analisados outros fatores, detalhados no estudo de caso, com o intuito final de entender se diferentes estratégias de investimento do FII podem ter um impacto direto no valor das cotas mais relevante que o do contexto macroeconômico.

Baseando-se nesta análise, será possível verificar também se um fundo com um portfólio de ativos diversificados tem uma variação da própria rentabilidade mais ou menos sensível se comparado a um fundo que possui, por exemplo, apenas um ativo em carteira.

Alguns fatores considerados mais críticos foram selecionados, esperando-se encontrar uma associação com o comportamento dos fundos. Estes fatores podem ser divididos em duas categorias: os fatores internos, ou seja, os fatores que dependem de cada fundo e sobre os quais a gestora tem maior poder de influência, e fatores externos, que dependem do contexto macroeconômico e do setor de real estate brasileiro.

Compõem os fatores internos os rendimentos distribuídos, a liquidez das cotas, a composição e a qualidade dos imóveis na carteira do fundo. Todos estes elementos variam de um fundo para outro, e dependem da política de gestão dos mesmos: um imóvel com ótimas especificações técnicas, construído dentro de uma região planejada e com baixa vacância terá provavelmente rendimentos mais homogêneos e seguros ao longo do tempo.

Como fatores externos aos fundos, há as taxas de juros de mercado, que caracterizam a conjuntura econômica e os indicadores que caracterizam o setor do mercado imobiliário, como a vacância e a absorção líquida. Todos podem ter uma potencial influência na

flutuação das cotas dos fundos imobiliários, podendo incentivar ou reduzir os investimentos.

### **1.3. Metodologia**

A primeira parte do trabalho descreve o funcionamento de um fundo imobiliário, as lógicas de governança e investimento, os incentivos fiscais e um breve histórico do desenvolvimento deste veículo de investimento no mercado brasileiro, realizando uma comparação com o REIT norte-americano que serviu como modelo para a criação deste produto no Brasil. Ainda na primeira parte, são apresentados também os conceitos de valor patrimonial e valor de mercado de um fundo imobiliário, conceitos fundamentais tratados ao longo do trabalho, além do mercado de escritórios corporativos e seus principais indicadores.

Em seguida, são apresentados os fundos imobiliários selecionados como objeto da análise. Para cada um, foi feita uma descrição, especificando o ano de criação do fundo, o valor patrimonial, número de cotas, valor de mercado e uma apresentação de cada ativo. Foram analisados, assim, os prospectos informativos dos fundos e os boletins mensais que contêm informações sobre os inquilinos, vacância e receita gerada. Os fundos foram ainda divididos em grupos de análise, em função das características das carteiras dos ativos e dos inquilinos.

Uma vez finalizada a base das informações necessárias ao desenvolvimento do estudo de caso, se iniciou o trabalho de comparação entre os fundos. Inicialmente foi estudado o valor histórico das cotas para verificar se existe alguma semelhança na flutuação ao longo do tempo e entender quais fundos se desvalorizaram mais e quais, contrariamente, preservaram melhor o próprio valor. As oscilações dos nove fundos objeto do estudo, foram comparadas com a variação do índice IFIX, Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários, indicador do retorno total dos fundos imobiliários negociados nos mercados de bolsa da BM&FBOVESPA, para verificar se existem algumas divergências em relação aos demais fundos e ao macro comportamento do setor.

Em seguida, o desempenho dos FIIs foi comparado com alguns dos fatores acima mencionados (taxa Selic, rendimentos distribuídos e liquidez das cotas) para analisar se existe alguma associação entre a volatilidade das cotas e os principais elementos que caracterizam a conjuntura macroeconômica e a governança estratégica do próprio fundo.

A partir desses resultados, foi analisada também a rentabilidade do cotista, seja em termos de “dividend yield”, seja em termos de TIR, taxa interna de retorno, simulando um investimento ao longo do período em análise, e evidenciando como a estruturação de um portfólio diversificado de locatários e de imóveis pode proteger o retorno do investidor.

Com os resultados procurou-se, por fim, concluir a monografia respondendo às perguntas que guiaram o objetivo do estudo. Além de resumir a evolução deste setor nos últimos cinco anos e de fazer uma descrição do momento atual, o estudo pretende mostrar se a estratégia de um fundo pode ter impacto direto no valor das cotas ou se o contexto macroeconômico possui um poder de influência maior.

## **2. O mercado de escritórios corporativos e os fundos imobiliários**

### **2.1. Os fundos de investimento imobiliário**

Ao longo dos últimos anos o setor imobiliário passou por uma transformação que permitiu a oferta aos investidores de produtos de investimento cada vez mais inovadores. Os fundos de investimento imobiliário, FII, permitem atrelar investimentos imobiliários a cotas de atividades financeiras capazes de geração de rendimentos, sem a necessidade do investidor comprar diretamente o imóvel. Assim, o FII pode ser visto como um condomínio de investidores que aportam recursos financeiros em empreendimentos imobiliários.

Os fundos imobiliários investem o próprio patrimônio em bens imóveis, ativos reais, e participações em companhias de capital fechado ou sociedades limitadas cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII.

O fundo nasce com um valor patrimonial inicial que será dividido em cotas. A primeira fase para a constituição de um fundo é a chamada aos investidores para alcançar o montante predefinido. Será assim publicado um prospecto informativo final, com todas as informações e as políticas de remuneração do fundo, bem como as informações sobre os ativos futuros a serem adquiridos. Os recursos captados na fase inicial serão assim usados na segunda fase, na qual será feita a gestão do patrimônio com a aquisição do(s) imóvel(is) e o desenvolvimento das atividades do fundo. Os ativos irão gerar uma receita mensal, derivante das locações vigentes, a qual será distribuída proporcionalmente entre os cotistas (rendimento do fundo). Geralmente, apenas uma parte da mesma é retida para a criação de um fundo de reposição do ativo e para suprir eventuais despesas futuras de manutenção.

O investidor que desejar vender as próprias cotas, poderá realizá-la através do mercado secundário, caso o fundo seja listado na Bolsa. O investidor recuperará o capital investido, precificado com um ganho ou um desconto de capital, caso a venda seja realizada por um valor maior ou menor do valor de aquisição da cota.

Geralmente, os fundos imobiliários investem em uma específica tipologia de ativos. Existem hoje fundos especializados em shopping centers, edifícios corporativos, condomínios de galpões logísticos, lojas de varejo e edifícios residenciais, sendo esta última categoria ainda pouco explorada no Brasil.

É importante lembrar que o investimento imobiliário, por natureza, é um investimento de médio-longo prazo e por isso, pelo menos em tese, a cota de um fundo é um título que deveria ser conservado no tempo, apostando na valorização do imóvel e na capacidade do mesmo de gerar uma constante receita. Movimentos especulativos de curto prazo terão um risco maior no investimento, sendo que o retorno dependerá muito mais da diferença entre o valor de compra e de venda, do que dos rendimentos distribuídos no período.

Embora os fundos listados na Bolsa possuam incentivos fiscais sobre as distribuições e possam ser negociados no mercado secundário, continuam sendo instrumentos menos líquidos que as ações. Sendo assim, torna-se mais difícil uma saída por parte do investidor que, em alguns casos, pode ser obrigado a aceitar um desconto, ou seja, um valor abaixo do próprio valor de mercado da cota.

## **2.2. Fundos imobiliários no Brasil**

Segundo CATALDO, GIOTTO e SECURATO [2002], os fundos imobiliários no Brasil foram instituídos pela Lei nº.8668 de 25.06.1993 e regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) através das Instruções Normativas nº.205 e 206 em 14.01.1994. A Lei nº. 9779 de 19.01.1999 fez uma série de alterações na regulamentação dos fundos imobiliários. Todo fundo é administrado por uma instituição financeira e fiscalizado pela CVM.

O FII, para ser definido como tal, investe ao menos 75% do próprio patrimônio em bens ou direitos imobiliários, podendo aplicar o restante em ativos de renda fixa. É obrigatoriamente administrado por uma instituição financeira, que "empresta" sua personalidade jurídica ao fundo, tornando-se proprietária fiduciária dos bens integrantes do patrimônio, os quais, porém, não se comunicam com o patrimônio da instituição.

Maior flexibilidade foi garantida pela regulamentação da CVM nº. 472/08 que permite aos fundos investir em vários títulos e valores mobiliários que tenham como foco o mercado imobiliário. Desta forma, um FII poderá investir, por exemplo, em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) ou em quotas de outros fundos imobiliários.

O artigo 45 da Instrução elenca as participações permitidas:

- I. *Quaisquer direitos reais sobre bens imóveis;*
- II. *Desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM, ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII;*
- III. *Ações ou cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII;*
- IV. *Cotas de fundos de investimento em participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII ou de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário;*
- V. *Certificados de potencial adicional de construção emitidos com base na Instrução CVM n. 401, de 29 de dezembro de 2003;*
- VI. *Cotas de outros FII;*
- VII. *Certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII e desde que sua emissão ou negociação tenha sido registrada na CVM;*
- VIII. *Letras hipotecárias;*
- IX. *Letras de crédito hipotecário.*

O resgate das cotas não é permitido (fundo fechado). O potencial investidor pode ter uma saída através da venda das cotas no mercado secundário ou, quando for o caso, na dissolução do fundo com a venda dos seus ativos e distribuição proporcional do patrimônio aos cotistas.

O FII é imune de PIS<sup>1</sup> e COFINS<sup>2</sup>. Para usufruir deste benefício fiscal, de acordo com a CVM, além das regras acima citadas, ele deve respeitar os seguintes requisitos:

- I. Distribuir, pelo menos a cada 6 meses, 95% do seu rendimento para os cotistas;
- II. Não investir em empreendimento imobiliário que tenha como incorporador, construtor ou sócio, cotista que possua, isoladamente ou em conjunto com uma pessoa a ele ligada, mais de 25% das cotas do fundo.

A tributação das distribuições dos rendimentos para os cotistas possui uma retenção de Imposto de Renda de 20% e isenção de CSLL<sup>3</sup>. O benefício de isenção sobre os rendimentos foi estendido às cotistas pessoas físicas, nas seguintes condições:

- I. O cotista beneficiado deve possuir menos do que 10% das cotas do fundo;
- II. O fundo deve possuir, no mínimo, 50 cotistas;
- III. As cotas do fundo devem ser negociadas exclusivamente em bolsa ou mercado de balcão organizado.

No caso de ganho de capital que o cotista obtiver na venda de cotas, há uma retenção de 20%, exclusivamente na fonte.

Apesar de existirem desde os anos noventa, os fundos imobiliários foram se desenvolvendo de forma mais intensa no Brasil somente na última década, quando pequenos e médios investidores começaram a se envolver mais ativamente no mercado de real estate. Foi assim que, em vez de comprar, por exemplo, pequenos conjuntos comerciais, flats ou apartamentos como investimento pessoal, resolveram investir em cotas de fundos imobiliários, deixando a gestão do patrimônio aos gestores especializados.

---

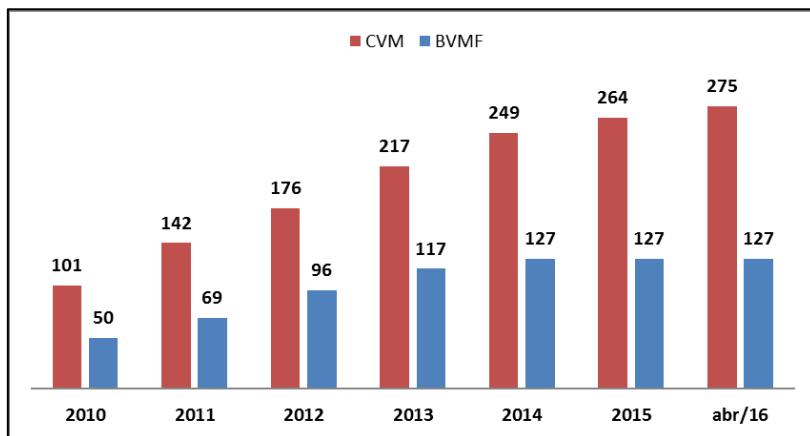
<sup>1</sup> PIS – Programa de Integração Social

<sup>2</sup> COFINS – Contribuição para o Financiamento de Seguridade Social

<sup>3</sup> CSLL – Contribuição Social sobre Lucro Líquido

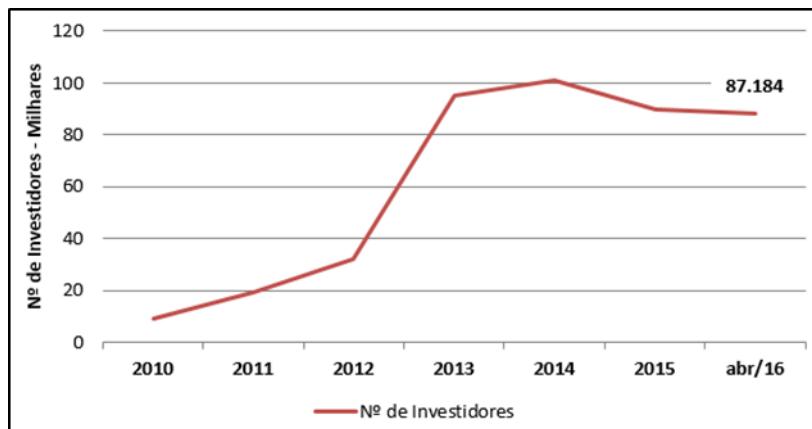
De acordo com os números da BM&FBOVESPA [2016], há cerca de 275 fundos registrados na CVM, dos quais 127 estão listados na BVMF. Este número é mais do que o dobro dos fundos registrados em 2010, ou seja, cresceu em apenas 5 anos mais do que 100%, como ilustrado no Gráfico 1. O número de investidores também cresceu rapidamente, em particular no segundo semestre de 2012, alcançando cerca de 90.000, entre pessoas físicas, investidores institucionais e instituições financeiras. O Gráfico 2, abaixo, apresenta esta evolução ao longo dos últimos seis anos.

**Gráfico 1 – Quantidade de FII registrados no Brasil**



Fonte: BM&FBOVESPA (2016)

**Gráfico 2 - Número de Investidores em FII**



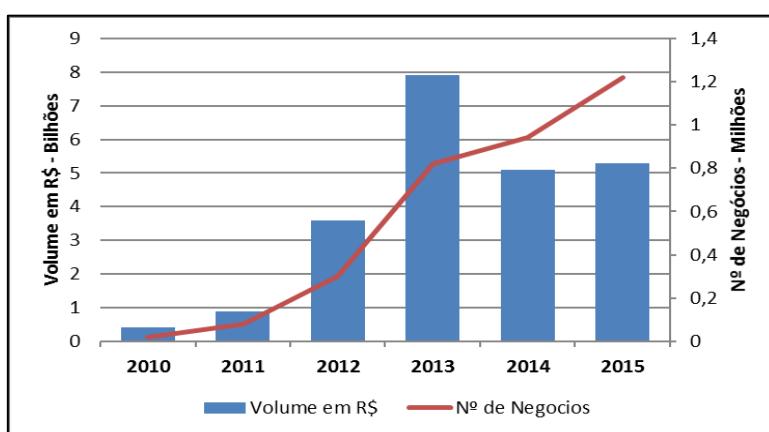
Fonte: BM&FBOVESPA (2016)

A partir de 2014, este crescimento parou e houve uma inversão de tendência, como evidenciado no Gráfico 3. O volume anual negociado, em termos absolutos, caiu e o número de investidores não cresceu mais. Isso foi consequência, principalmente, do

cenário macroeconômico do País e do setor de real estate. Em 2015 o investimento imobiliário não foi tão atrativo como já foi no passado, uma vez que os investimentos tradicionais em renda fixa retornam uma taxa equivalente anual nominal de 10-12% ao ano, para conter o problema da inflação. Além disso, o setor de real estate, principalmente em São Paulo e Rio de Janeiro, passou por uma fase de super-oferta. Os ativos estão com dificuldades para serem alugados e, consequentemente, os rendimentos esperados dos fundos estão caindo de forma relevante.

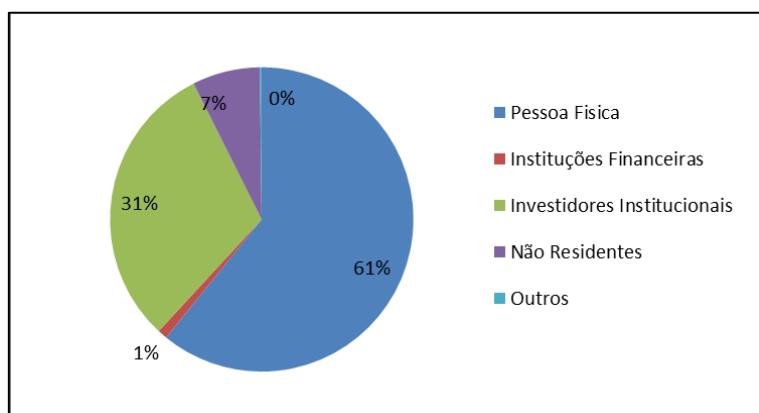
O Gráfico 4 representa a subdivisão do volume negociado por tipo de investidor.

**Gráfico 3 - Volume anual de negociação dos FII**



Fonte: BM&FBOVESPA (2016)

**Gráfico 4 - Divisão do volume negociado por tipo de investidor**



Fonte: BM&FBOVESPA (2016)

### **2.3. A regulamentação CVM sobre os FII**

A CVM, comissão de valores mobiliários, é um órgão vinculado ao Ministério da Fazenda do Brasil, instituído pela primeira vez em 1976, responsável por disciplinar o funcionamento e as operações do mercado de valores mobiliários e a atuação das suas figuras principais.

Entre as principais responsabilidades da CVM, cabe regulamentar o registro das companhias abertas, o registro das distribuições de valores mobiliários, a negociação e intermediação de títulos, com o escopo de garantir a regularidade e a transparência do mercado de ações e protegendo assim os investidores perante possíveis atos irregulares.

Ainda segundo CATALDO, GIOTTO e SECURATO [2002], o princípio seguido pela CVM, para regulamentar este mercado, é a Lei nº. 8668 de 1993, que criou os Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil. Com esta regulamentação, a CVM visou estabelecer diretrizes para a divulgação das informações mínimas a serem fornecidas pelas instituições administradoras dos fundos, fornecendo aos investidores uma série de dados para que estes avaliem as próprias estratégias de investimento.

Estas instruções fornecem guias para elaborar a estrutura básica do balanço ativo e passivo, as notas explicativas e os critérios de avaliação dos ativos patrimoniais, incluindo os prazos para publicação das informações perante a mesma CVM e o mercado. A CVM, ainda, determina que o FII é constituído em forma de um condomínio fechado: é concedido um prazo de 180 dias, prorrogável por mais 90, para subscrição da totalidade das cotas.

O regulamento dos fundos é publicado no prospecto, documento que define a natureza de seus investimentos, número de cotas, estratégia de gestão e comercialização, entre outras coisas. A avaliação patrimonial será feita por uma empresa independente. A Lei de nº. 9779, de 19 de janeiro de 1999, informa os critérios relativos à distribuição de rendimentos e ganhos de capital do fundo; este deverá distribuir a seus cotistas, no mínimo, 95% dos lucros auferidos, com base nos balancetes semestrais.

No momento que um fundo é aprovado pela CVM, começa a fase de venda das cotas para os investidores. Possíveis futuros aumentos de capital são permitidos com a consequente emissão de novas cotas. Neste caso, os investidores já possuidores de cotas ganhariam novas cotas adicionais proporcionais ao valor do desdobramento.

Por fim, vale ressaltar que a CVM impede os FII brasileiros de tomar financiamentos ou empréstimos bancários, se opondo, então, ao modelo americano dos REITs. Indiretamente, porém, lhe é permitido investir, por exemplo, em uma SPE do setor imobiliário que pode estrar atrelada a uma dívida em aberto.

## **2.4. Estratégia de gestão e comparação com os REITs**

A estratégia de gestão de um fundo e as medidas para mitigar os riscos do mercado imobiliário e econômico podem se tornar fundamentais para o preservar o desempenho ao longo do tempo. ROCHA LIMA [2011], classifica a estratégia dos fundos imobiliários em duas grandes categorias, nobre ou pobre.

*“Um portfólio nobre é constituído por um conjunto de propriedades, com um foco em um segmento do mercado (escritórios, galpões, shoppings-centers), de modo que os distúrbios particulares de comportamento de uma unidade do portfólio possam ser diluídos no conjunto, mantendo uma segurança do investidor e um regime harmônico de geração de renda mensal. Um portfólio nobre permite a operação do FII sob estratégia de revitalização contínua dos ativos (compra e venda). Portfolios dispersos permitem aos gestores vender imóveis quando a apreciação do seu valor no mercado está além da capacidade de geração de renda, valorizando as cotas do FII, quando essa venda resulta na compra de mais área rentável (ABL) nos padrões médios de comportamento do conjunto.*

*Portfolio pobre acontece quando o FII serveunicamente para partilhar o investimento em um determinado imóvel,*

*ou em um pequeno conjunto de imóveis, de sorte que o investidor fica exposto às suas perturbações de comportamento, sem hedge. Os FII no Brasil são pobres na sua maioria, ressaltando que pobre não se refere à qualidade implícita do imóvel, mas à estratégia de investimento do FII”.*

O fundo pobre, em outras palavras, é aquele que é usado apenas como veículo de financiamento para viabilizar um específico empreendimento. Desta maneira, o investidor fica exposto às suas perturbações de comportamento, sem ter cobertura alguma. Infelizmente, como a maioria dos fundos brasileiros é desta forma, o rendimento do investidor é rigidamente atrelado apenas ao desempenho de um ou dois imóveis.

A estratégia de investimento de um FII geralmente define até o tipo de ativo a ser procurado no mercado. A maior parte dos fundos investem em setores específicos, pois a gestora desenvolveu uma experiência e um conhecimento em uma determinada área (imóveis de escritórios, hotéis, hospitais, etc.). É muito difícil encontrar gestoras que segreguem imóveis de diferentes naturezas dentro de um único fundo. A brasileira Rio Bravo, por exemplo, gerencia ativos de escritórios corporativos, lojas bancárias, lojas de varejo, galpões, etc. todos segregados, porém, em fundos distintos por setor.

Por outro lado, é comum ter fundos compostos por ativos de diferentes classes. PORTO [2010] evidencia que o objetivo da dispersão por classe de imóvel é “mitigar o efeito do risco associado às alterações específicas de demanda que podem levar a um maior tempo de venda de ativos de uma determinada classe ou até mesmo alterar os valores de locação praticados ou o valor de venda possível de ser obtido em uma transação”. Concentrar um grande volume de edifícios em uma determinada classe de imóvel pode comprometer a rentabilidade geral do portfólio.

Outras estratégias para mitigação de riscos difundidas na governança dos fundos imobiliários são a dispersão dos ativos por ciclo de vida e por locatário. Ainda de acordo com PORTO [2010], possuir um fundo apenas com imóveis recém-inaugurados pode afetar a capacidade do mesmo de gerar renda harmônica, pois o ativo encontra-se ainda

não completamente rentável. A dispersão do locatário e do seu ramo de atividade é também outra forma para diluir riscos possíveis de inadimplência.

Todos esses aspectos, em geral, contribuem para traçar as linhas gerais de gestão e investimento do fundo, que são extremamente importantes para mantê-lo competitivo e seguro ao longo do tempo.

Para entender melhor a importância da presença de uma política de investimento, pode ser feita uma comparação com os fundos imobiliários norte-americanos, REITs, e verificar as diferenças que ainda existem em relação ao modelo brasileiro.

O REIT, Real Estate Investment Trust, são companhias imobiliárias do mercado norte americano que inspiraram os fundos de investimento imobiliário brasileiro. O REIT foi criado pelo Congresso dos Estados Unidos em 1960, com a intenção de incentivar investimentos no setor imobiliário e permitir que pequenos e médios investidores se aproximassesem mais deste setor.

No mercado norte-americano, os principais REITs têm sempre estruturas nobres, atuantes como verdadeiras “property companies” em específicos setores do real estate. Alguns exemplos são o Boston Properties, Brookfield Office Properties ou o Liberty Properties Trust. O Boston Properties possui atualmente (2015), de acordo com os próprios dados divulgados no relatório mensal para os investidores, mais de 171 propriedades difusas nas principais cidades dos Estados Unidos, por um total de mais de 4,3 milhões de m<sup>2</sup> de escritórios e uma vacância média menor de 10%. Praticamente maior que todo o estoque da cidade de Rio de Janeiro. Estes números dão maior segurança para um potencial investidor em aplicar nesses fundos. Com tantas propriedades presentes na carteira, a saída de um inquilino ou o baixo desempenho de um específico edifício são casos pontuais com um baixo impacto, pois são diluídos no portfólio. O investidor consegue receber, assim, distribuições harmônicas da receita, com o investimento que tende a compensar, em muitos casos, qualquer tipo de investimento direto em imóveis físicos.

O Brookfield Office Properties detém (2015) na própria carteira 86 propriedades localizadas entre Estados Unidos e Canadá, enquanto o Liberty Property Trust possui (2015) quase 10 milhões de m<sup>2</sup> de ativos comerciais e industriais. A comparação destes

números com qualquer tipo de FII brasileiro, mostra a grande diferença entre o mercado nacional e o norte-americano: se de um lado é compreensível e normal a diferença em termos de tamanho entre os dois mercados, de outro, demonstra que o “aproveitamento” do status de fundo e dos próprios benefícios fiscais para segregar apenas um imóvel foge do escopo pelo qual foi criado este veículo de investimento.

Através de uma alteração da legislação em 1986, cada REIT deve ter um próprio sistema de gestão (um conselho interno), enquanto antes se baseava em um sistema de consultores independentes. Algumas vezes, isso gerava um conflito de interesses, uma vez que os consultores são remunerados sobre o valor patrimonial do fundo e não sobre o seu desempenho. Como consequência, as consultorias tinham interesse apenas em superestimar os ativos e não se importavam muito com o rendimento ao longo do tempo dos mesmos. Com esta mudança da legislação, o REIT passa a ter uma gestão própria, igual a uma empresa, muito mais ativa e eficaz e com interesse no resultado operacional final.

Nos FII brasileiros, isso ainda não aconteceu, o que representa a grande diferença existente entre os dois modelos. Desta forma, fica difícil o desenvolvimento de um grupo de gestão imobiliária capaz de criar um verdadeiro valor agregado ao modelo de FII criado no nosso País.

Com o crescimento do mercado dos REITs nos anos noventa, essas companhias começaram a se tornar verdadeiras empresas de grande porte, com caixas relevantes, capazes de criar importantes carteiras de imóveis. O REIT não é mais um ambiente passivo criado apenas para captação de recursos para desenvolver um investimento específico, mas sim um ambiente ativo, capaz de gerar um fluxo de caixa estável e harmônico ao longo do tempo e ter uma própria e independente governança corporativa. Novos projetos imobiliários continuam sendo desenvolvidos e financiados, bem como uma contínua reciclagem da carteira, ou seja, uma otimização dos rendimentos através da compra e venda de imóveis.

Os FII brasileiros fazem parte ainda de um mercado menos maduro que o norte-americano. Através da captação de recursos, estes representam muito mais um veículo para viabilizar e finalizar a construção de um específico empreendimento, do que uma

verdadeira empresa de real estate. São gerenciados, obrigatoriamente, por uma instituição financeira que é remunerada, várias vezes, sobre o valor patrimonial do fundo e não sobre o desempenho do mesmo. Outro ponto importante a ser lembrado é que o empreendedor que consegue construir um ativo, após ter captados os recursos necessários no mercado, não terá nenhum compromisso futuro com o desempenho do mesmo. Isso evidencia que o investidor deverá ter muita cautela antes de comprar participações em produtos que lhe serão oferecidos, sendo necessária uma análise cuidadosa do investimento e da sua futura rentabilidade.

ROCHA LIMA [2001] evidencia que o empreendedor profissional se importará na criação da marca, ou seja, da própria credibilidade. Geralmente, isso se faz promovendo empreendimentos de boa qualidade e bem planejados, capazes de ter um rendimento ao longo do tempo semelhante ao esperado. É este tipo de produto que as gestoras de fundo deveriam ter o cuidado de promover e gerenciar, vendendo as cotas por preços corretos. No Brasil, nasceram algumas empresas de capital aberto de real estate com governança corporativa e com seu próprio conselho de diretores, como por exemplo, a BRProperties, a São Carlos e a BRMalls. Essas empresas, listadas na Bolsa de São Paulo, têm uma visão de longo prazo e geram dividendos para os acionistas através da receita provenientes das locações dos próprios ativos. Os recursos investidos nos empreendimentos de base imobiliária são capital próprio da empresa ou financiamentos, já que conseguem tomar empréstimos, contrariamente aos FII. Apesar de não possuírem benefícios fiscais e nenhuma obrigação em distribuir dividendos, são as que mais se aproximam aos fundos norte-americanos em termos de gestão e investimentos.

## **2.5. O mercado brasileiro de escritórios corporativos**

Os fundos imobiliários podem segregar, em seu interior, imóveis de vários tipos. Existem fundos focados em um setor específico e outros que possuem, nas próprias carteiras, ativos atrelados a operações imobiliárias de diferente natureza. Geralmente, os imóveis dos fundos imobiliários são considerados como empreendimentos de base imobiliária, ou seja, empreendimentos que, através da operação a eles atrelada, conseguem gerar uma receita ao longo do tempo.

Ativos de base imobiliária são, portanto, edifícios de escritórios corporativos, shopping centers, hospitais, etc., ou seja, todos ativos onde, além do próprio imóvel, há uma operação capaz de gerar valor ao longo do tempo. Geralmente, a maior parte dos imóveis feitos para serem locados se enquadram neste tipo de classificação.

O presente trabalho é focado nos fundos imobiliários com edifícios de escritórios corporativos. Dentro dos FII registrados no Brasil, em 2016, esta categoria oferece uma base de dados e uma disponibilidade de informações muito maior se comparada aos demais setores, que embora em crescimento, continuam relativamente pequenos.

Os edifícios de escritórios para locação geram receita por meio dos contratos de locação. Neste sentido, a gestão da operação imobiliária é fundamental para atingir um bom desempenho do ativo e uma rentabilidade interessante. O proprietário é, portanto, investidor: ele comprou, por exemplo, uma laje corporativa, não com o fim de usá-la pessoalmente, mas com o objetivo de alugá-la e ter um retorno harmônico ao longo do tempo. Os empreendimentos de base imobiliária são, por natureza, investimentos de longo prazo.

No Brasil, por muito tempo, os proprietários dos edifícios de escritórios eram pessoas físicas pulverizadas. A liquidez neste mercado era baixa e os financiamentos caros, assim para construir um ativo, era necessário juntar os recursos de diversos investidores. Isso mudou ao longo do tempo e, hoje, os maiores proprietários deste tipo de imóvel são fundos de investimentos, fundos previdenciários ou grandes empresas que contribuíram ao desenvolvimento do setor aportando grandes volumes de capitais. Nos últimos anos, se difundiram também veículos de investimentos alternativos como os FII, que permitiram aos pequenos e médios investidores participar do setor imobiliário. A mudança do tipo de investidor trouxe várias consequências operacionais nos edifícios de escritórios, profissionalizando e padronizando o mercado e a política de gestão.

Até alguns anos atrás, não era difícil encontrar, por exemplo, uma empresa multinacional que precisasse alugar vários andares no mesmo edifício e fazer vários contratos de locação, cada um com um proprietário, valor e prazo diferente. A gestão do próprio edifício poderia ser difícil em alguns casos, já que dependia das decisões de diversos proprietários. Com a entrada no mercado dos grandes fundos e das grandes empresas,

foram construídos ativos que pertencem ou, pelo menos, são gerenciados por uma única figura.

A economia global dos últimos anos contribuiu com a concentração do setor de serviços nas grandes regiões urbanas do mundo, criando uma demanda por empreendimentos de escritórios direcionados a atender essas necessidades. Nasceram, assim, os polos ou distritos financeiros, regiões urbanas específicas, onde se concentram grandes quantidades de edifícios corporativos e serviços anexos como shopping centers, lojas ou hotéis.

A criação de um polo de escritórios comerciais é influenciada não apenas das necessidades do mercado de real estate, mas também dos indicadores econômicos. Segundo ROCHA LIMA [2004]:

*“Os mercados de real estate mais dinâmicos e, particularmente os edifícios de escritório para locação (EEL), se desenvolveram nas economias mais sofisticadas e de maior dimensão, de tal sorte que se percebe de modo até intuitivo uma vinculação do comportamento nos mercados de EEL com a própria performance macroeconómica nos países mais desenvolvidos”.*

Os inquilinos principais dos grandes edifícios de base imobiliária são empresas de médio e grande porte do mercado nacional e internacional, bancos e instituições financeiras e órgãos públicos. Como outros setores, o mercado imobiliário corporativo sofre alterações e ciclos ao longo do tempo em função da demanda e da oferta. Para medir as tendências do setor de real estate são utilizados alguns indicadores de referência, internacionalmente reconhecidos, detalhados abaixo.

### **2.5.1. Estoque, absorção e vacância**

Quando se estuda um mercado de escritórios específico, o primeiro indicador que se analisa é o estoque total de m<sup>2</sup> presente, a oferta disponível. Ele é afetado pelo novo

estoque, ou seja, pelas novas construções que ao longo do tempo entram no mercado, aumentando a oferta antiga.

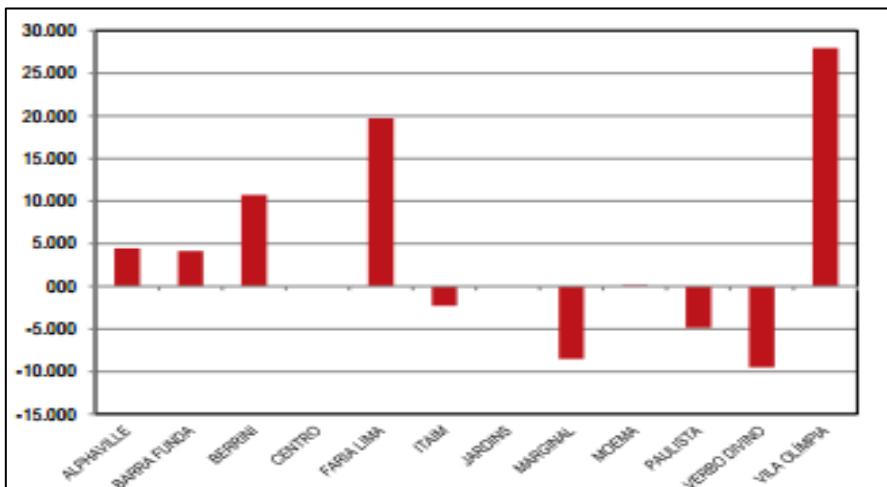
De acordo com a pesquisa imobiliária feita pela consultoria Jones Lang LaSalle (JLL), no final de 2015, São Paulo tinha um estoque total de 4,5 milhões de m<sup>2</sup> de escritórios AA & A. Destes, 412 mil m<sup>2</sup> foi o novo estoque de alto padrão entregue ao longo de 2015. Rio de Janeiro, o outro grande mercado brasileiro, registrou no mesmo período 1,95 milhões de m<sup>2</sup>, sendo que, em 2016, serão entregues quase 186 mil m<sup>2</sup> de novo estoque. Com isto, o estoque total de alto padrão do Rio de Janeiro deve alcançar 2,1 milhões de m<sup>2</sup> e 2016 pode vir a ser um ano com recorde de entrega.

A absorção, outro importante indicador, indica a quantidade de área que é absorvida num determinado período, ou seja, representa a demanda do mercado. Geralmente os profissionais do setor separam a absorção bruta e a absorção líquida. A absorção bruta pode ser apenas positiva e representa a área total alugada, enquanto a absorção líquida representa a área ocupada atualmente menos a área ocupada anteriormente, podendo ser positiva ou negativa. Como exemplo, uma empresa que ocupa 1.000 m<sup>2</sup> e que decide mudar para um novo escritório ocupando 800 m<sup>2</sup>, registra uma absorção bruta de 800 m<sup>2</sup> e uma absorção líquida de -200 m<sup>2</sup>. A literatura evidencia, em vários trabalhos, um vínculo significativo entre a absorção líquida e a evolução do PIB.

O COMITÊ DE MERCADO [2014] do Núcleo de Real Estate da Poli citou que:

*“A expansão da atividade econômica demanda mais espaços de escritórios que abriguem as atividades das empresas envolvidas no processo de crescimento econômico”.*

**Gráfico 5 – Absorção líquida de São Paulo, dividida por região**



Fonte: Jones Lang LaSalle (2015)

O último importante indicador que ajuda a monitorar o comportamento do setor corporativo de real estate é a taxa de vacância. Ela indica a razão de área vaga pela área total disponível de uma cidade ou região específica.

$$Taxa\ de\ vacância = \frac{\text{área\ vaga}}{\text{área\ total}}$$

A taxa de vacância é afetada por dois fatores: o novo estoque e a absorção líquida do mercado. Uma atividade de construção intensa contribuirá para aumentar a taxa de vacância, caso a área produzida não seja absorvida rapidamente pelo mercado.

O nível de vacância é também um dos principais fatores que influencia os preços. Considerando que, em tese, uma vacância de 0% é apenas uma situação ideal do mercado, de acordo com ROCHA LIMA [2004] uma vacância de equilíbrio se dá ao redor de 10-11%. Valores abaixo desta referência impulsionam os preços dos imóveis para cima, deixando o inquilino com poucas opções no mercado, com controle por parte dos proprietários, que terão um poder de negociação mais forte. Por outro lado, valores acima começam a indicar um excesso de espaços disponíveis comparados à demanda. Nesses casos, o potencial inquilino terá condições mais vantajosas e um poder de negociação maior, enquanto o proprietário verá cair a rentabilidade do próprio ativo.

A Tabela 1, abaixo, apresenta os valores de vacância para o mercado de São Paulo e Rio de Janeiro dos últimos cinco anos. Após alguns anos de baixa vacância, a partir de 2014, devido à grande quantidade de novos imóveis entrantes no mercado e à baixa demanda, a vacância começou a subir, ultrapassando o valor de referência acima comentado.

De acordo com os relatórios trimestrais da consultoria imobiliária CBRE, foram extraídos e elaborados os números abaixo apresentados. Referem-se às áreas de escritório de classe AAA, AA, A & B com ar condicionado central até o terceiro trimestre de 2015. Após esta data os relatórios de mercado não foram mais divulgados.

**Tabela 1 – Escritórios: vacância total SP e RJ**

Ano	Área total (m <sup>2</sup> )	Área disponível (m <sup>2</sup> )	Vacância
2010	9.065.600	364.641	4,02%
2011	9.665.500	516.363	5,34%
2012	10.194.700	720.809	7,07%
2013	11.023.300	1.207.079	10,95%
2014	11.650.500	1.611.433	13,83%
2015 – 3tr	12.156.100	2.024.397	16,7%

Fonte: CBRE Group (2015)

## 2.6. Edifícios e fundos imobiliários: valor patrimonial

O valor patrimonial de um edifício, em tese, deveria corresponder ao valor justo do ativo, ou seja, o valor de avaliação que os imóveis têm no mercado imobiliário. Os empreendimentos de base imobiliária, como os escritórios, são avaliados em função da própria operação.

As grandes consultorias imobiliárias que, muitas vezes, são chamadas a avaliar o valor patrimonial de um imóvel montam assim um fluxo de geração de renda futura de dez ou vinte anos e calculam o valor presente líquido da operação, VPL. Com base na sensibilidade do avaliador, são arbitradas algumas premissas (valor médio das locações, ocupação média, etc.) que irão afetar diretamente as receitas e as despesas operacionais ao longo do tempo. O fluxo financeiro montado é então descontado, até o tempo de análise, por uma certa taxa de atratividade: o valor encontrado será o valor patrimonial.

A partir de 2013, quando o mercado imobiliário apresentou sinais de desaquecimento, as operações imobiliárias perderam atratividade se comparadas com os anos anteriores. Alguns operadores do mercado começaram, de forma imprópria, a considerar o custo de reposição como um valor de referência para contabilizar o imóvel. Ao invés de construir um fluxo de caixa, eles avaliam quanto custaria repor um imóvel igual ao analisado, comprando um terreno e construindo novamente o edifício. Isso é, por natureza, incorreto, pois os empreendimentos de base imobiliária são considerados como verdadeiros investimentos remunerados em cima da operação imobiliária que, neste caso, não seria nem considerada.

No caso de um fundo imobiliário, o valor patrimonial do mesmo, é igual à soma de todos os ativos presentes em carteira. Na fase inicial de estruturação de um FII, uma consultoria imobiliária especializada deverá obrigatoriamente avaliar o valor do(s) ativo(s), que geralmente corresponde ao montante da primeira emissão das cotas, e reavaliar periodicamente o mesmo.

A tendência do valor patrimonial acompanha o mercado imobiliário. A partir de 2014, em específico, após vários períodos de crescimento, o mercado brasileiro passou por uma forte queda do valor dos imóveis comerciais devido a uma grande oferta de novo estoque e a uma queda da demanda. Por isso, apesar de alguns poucos casos de ativos ícones, o valor patrimonial foi sujeito a reavaliações menores se comparado aos valores passados. Isso afetou os edifícios抗igos, que se demonstraram superados tecnicamente e com uma menor liquidez, aumentando sua vacância, além de alguns edifícios AAA e A recém-construídos, reduzindo o valor médio das locações. Estes últimos, embora tenham sido afetados também por revisões contratuais, conseguiram preservar melhor o próprio valor patrimonial, atraindo vários inquilinos dos edifícios mais抗igos que migraram para espaços corporativos mais modernos e atrativos (“Fly to quality”).

O NAV, “Net Asset Value”, termo muito comum no mercado de capitais, é o valor líquido do ativo, ou seja, o valor patrimonial menos a dívida ou os financiamentos a ele atrelados. No caso de um fundo imobiliário brasileiro, já que nenhum empréstimo pode ser ligado aos ativos, o NAV corresponde ao valor patrimonial também.

$$NAV = \frac{Valor\ do\ Imóvel - Dívida}{Número\ de\ cotas}$$

O investidor profissional de um fundo imobiliário deverá ter o cuidado de analisar as premissas feitas pelo avaliador e entender se o valor patrimonial representa realmente o valor justo. Como mencionando nos parágrafos anteriores, infelizmente, alguns consultores tem o interesse de sobreestimar o valor patrimonial, pois são remunerados em cima dele.

## 2.7. Valor de mercado de um fundo imobiliário e suas oscilações

O valor de mercado, ou “Market Cap”, de um fundo imobiliário é o valor total das cotas listadas na Bolsa de Valores e se obtém multiplicando o valor diário das cotas pelo número total das mesmas. Como as cotas são negociadas diariamente, o valor de mercado varia frequentemente em função da percepção dos investidores, liquidez e desempenho do próprio fundo.

Embora em uma situação ideal o valor patrimonial e o valor de mercado devam corresponder, na prática sempre existirá uma diferença entre eles, pois o valor patrimonial é calculado em períodos maiores, avaliado semestralmente ou anualmente, no entanto o segundo flutua diariamente. Quando o valor de mercado das cotas fica abaixo do valor patrimonial, pode-se chamar esta diferença de “Desconto sobre o NAV”. Contrariamente, quando o valor de mercado está acima, a diferença chama-se de “Prêmio sobre o NAV”.

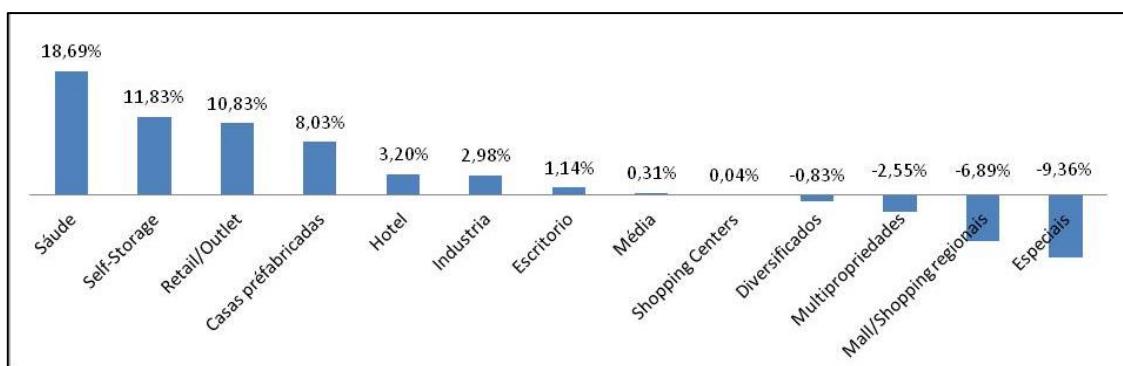
$$Desconto/Prêmio\ NAV = 1 - \frac{Valor\ de\ Mercado}{Valor\ Patrimonial}$$

Para entender melhor esse conceito, abaixo são reportados alguns gráficos. De acordo com o relatório da SNL REAL ESTATE [2014], consultoria multinacional americana de serviços financeiros, os fundos imobiliários norte-americanos são negociados historicamente dentro de um intervalo de 20% de prêmio até 20% de desconto.

No Gráfico 6 abaixo, é apresentada a média dos prêmios/descontos dos REITS americanos em função do tipo dos ativos. Isso apresenta, em linha geral, como a política de investimento e a composição do portfólio de um fundo influenciam a volatilidade e a variação das cotas. É possível que o mercado precifique algumas operações imobiliárias como mais seguras que outras ou veja nelas um crescimento da capacidade de geração de renda futura. Um exemplo, conforme apresentado no gráfico, é o setor de saúde ou o setor de self-storage, que estão sendo negociados na Bolsa por um prêmio superior a 10% do próprio valor patrimonial.

No primeiro semestre de 2014, segundo o mesmo relatório, os REITs foram negociados, em média, com um prêmio de 0,3% sobre o próprio valor patrimonial.

**Gráfico 6- Desconto/Prêmio sobre o NAV dos REITS**

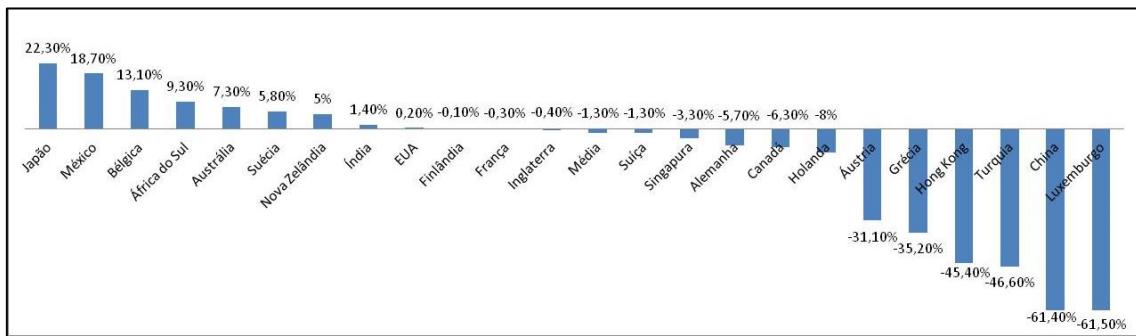


Fonte: SNL Real Estate (2014)

No Gráfico 7 é possível ver a diferença por País e entender como o contexto macroeconômico também pode afetar a flutuação das cotas e especificar um fundo acima ou abaixo do valor patrimonial.

Um exemplo, como mostrado abaixo, é o prêmio de quase 22% sobre o NAV especificado no mercado japonês. Ainda de acordo com o relatório da SNL REAL ESTATE [2014] justifica-se este prêmio pelo fato de que o governo japonês havia anunciado, naquela época, a hospedagem dos jogos olímpicos em 2020 e o Banco Central havia estimulado a economia injetando liquidez nos mercados, o que acelerou os investimentos imobiliários. Isso demonstra que, além do desempenho de cada fundo, os fatores externos contribuem relevantemente à variação das cotações dos fundos.

**Gráfico 7- Desconto/Prémio sobre o NAV, média por País**



Fonte: SNL Real Estate (2014)

## 2.8. Fatores críticos na flutuação das cotas dos fundos imobiliários

No estudo de caso apresentado nos próximos capítulos, os fundos objetos da análise serão divididos em grupos em função das características das próprias carteiras e comparados entre eles para verificar se existe um comportamento comum na flutuação do valor das respectivas cotas ou se os diferentes grupos possuem tendências diferentes. Será feita também um paralelo com o índice IFIX para se ter uma comparação com o setor.

Em uma segunda etapa, os fundos serão comparados com alguns fatores críticos para entender se existe uma influência do comportamento macroeconômico e uma influência intrínseca da gestão do próprio fundo na valorização das cotas. Foram selecionados alguns indicadores que podem ser relacionados com a flutuação do valor das cotas ao longo do tempo e feita uma análise qualitativa para verificar se existe uma conexão. Foram estudados:

- i. Taxa Selic e sua flutuação;
- ii. Rendimentos distribuídos por cada fundo;
- iii. Liquidez dos fundos.

AMATO [2009] divide os riscos associados aos empreendimentos de base imobiliária, securitizados por meio de fundos imobiliários, em três grupos.

*[i] Macroeconomia: estão relacionados aos efeitos externos (eventos políticos, econômicos e sociais em outros países), à conjuntura política e econômica e às políticas econômicas (p.ex. esforços federais de combate à inflação, política monetária, taxas de juros, etc.).*

*[ii] Mercado imobiliário e dos seus negócios: estão relacionados à legislação, aos clientes e consumidores, aos concorrentes e produtos alternativos, às atividades de construção civil (p.ex. fornecimento de materiais, equipamentos, mão-de-obra e serviços públicos), parcerias e sociedades (p.ex. conflitos de interesses) e capacidade financeira do próprio fundo imobiliário.*

*[iii] Fundo imobiliário e suas quotas: relacionados intrinsecamente à definição de sua estratégia, aos seus recursos humanos, à governança e à administração (p.ex. eficiência operacional), bem como à volatilidade (vendas substanciais) e liquidez (volume restrito de negociações) de suas quotas.*

Como mencionado na introdução, repara-se que alguns destes fatores podem ser definidos como internos, ou seja, dependem diretamente do fundo e da própria gestão. O administrador tem neles um poder ativo de influência. Há, depois, fatores externos de perturbação, sobre os quais será mais difícil quaisquer tipos de mitigação por parte do gestor do fundo. Cada um deles será esclarecido melhor nos próximos parágrafos e no capítulo 4, onde será desenvolvida a própria análise.

### **2.8.1. Taxa Selic**

A Taxa Selic, Sistema Especial de Liquidação e de Custódia, é a taxa básica dos juros, que serve como base para toda a economia brasileira. É a taxa utilizada nos empréstimos entre os bancos e também nas aplicações feitas por estas instituições bancárias em títulos públicos federais. A Selic anualizada a ser praticada no mercado é estabelecida pelo Copom, o Comitê de Política Monetária, a cada 45 dias.

Os juros pagos sobre um financiamento, por empresas ou pessoas físicas, são referenciados usualmente à Taxa Selic, representando uma referência mínima de valores a serem aplicados. Os bancos tomam recursos emprestados pela Taxa Selic, mas no momento de repassar para seus clientes as taxas praticadas podem ser maiores: a diferença representa custos operacionais, riscos, impostos e o lucro da instituição financeira. Quanto maior a taxa Selic, maior será o custo de eventuais financiamentos para as empresas. O setor de real estate obviamente é afetado diretamente, pois muitas operações imobiliárias são alavancadas e realizadas através de empréstimos bancários. Se o custo da dívida estiver muito alto, o grupo investidor, que queira desenvolver um empreendimento, deverá considerar a possibilidade de aumentar o percentual de capital próprio envolvido, reduzindo assim o retorno sobre o investimento e aumentando o período de retorno (“pay-back”).

A Selic está atrelada também à remuneração de algumas aplicações financeiras feitas pelos clientes. Ela é diretamente proporcional aos rendimentos pagos pelos bancos sobre o dinheiro investido. Isso também afeta de forma relevante o mercado imobiliário e a sua taxa setorial de atratividade, já que para trazer investidores a mesma deverá prospectar retornos sempre maiores e compensar, assim, o risco do setor e dos empreendimentos.

A Selic é a principal ferramenta usada pelo Banco Central para controlar a inflação, problema recorrente no Brasil. Em fases de alta, a mesma favorece a queda da inflação desestimulando o consumo, pois os juros cobrados nos empréstimos e nos pagamentos a créditos ficam sempre maiores e, ao mesmo tempo, os rendimentos para deixar o dinheiro parado no banco são sempre mais atrativos.

A Taxa Selic alta pode afetar o mercado de capitais também e o comportamento das empresas na Bolsa de Valores. Com uma Selic em alta e o consumo em queda, cai também a produção e as margens das companhias listadas na Bolsa. Neste contexto, a maior parte dos investidores preferem aplicações financeiras em produtos atrelados a juros e deixam de investir em ações, onde o risco é muito maior.

### **2.8.2. Rendimentos distribuídos**

Os fundos têm obrigação de distribuir, por lei, 95% da renda semestralmente gerada sob a forma de dividendos para os cotistas. Junto ao valor da cota, o rendimento é o valor mais observado pelos investidores, já que ele contribuirá para o retorno sobre o capital investido.

Não existem no mercado dos fundos imobiliários rentabilidades garantidas por prazo indeterminado, já que o cotista entrará no risco do setor e do empreendimento. Apesar disto, para incentivar as vendas das cotas durante a emissão, alguns fundos são estruturados de forma a garantirem uma rentabilidade fixa durante um certo período (geralmente os primeiros 6-12 meses). Essa distribuição, mesmo que o empreendimento seja ainda em fase de implantação, será coberta pela instituição financeira responsável pela gestão do próprio fundo. Entre os FII analisados, o estudo de caso mostrará que o Tower Bridge, o FL4440 e o Thera Corporate são três exemplos de fundos que foram estruturados garantindo, para o período inicial, um rendimento nominal entre 0,67% e 0,75% ao mês (distribuição garantida por mês vs. valor inicial de emissão da cota).

A rentabilidade média, em 2015, de um fundo imobiliário foi ao redor de 0,9% ao mês, de acordo com o guia publicado pela XP Investimentos [2015].

Logicamente essa rentabilidade é variável e dependente da receita das locações que o fundo consegue gerar, além do valor das cotas. Investir em um fundo atrelado a uma carteira de imóveis, ao invés de um fundo que segregá apenas um ativo é menos arriscado, uma vez que o risco da perda de receita fica diluído. Infelizmente, no Brasil, a estruturação de um fundo ainda é muito mais utilizada como um veículo de financiamento para viabilizar apenas um empreendimento específico, enquanto a quantidade de FII diversificados ofertada no mercado ainda é limitada.

A remuneração de um fundo com apenas um imóvel é rigidamente dependente da “qualidade” dos inquilinos e da ocupação do mesmo: é suficiente ter um ocupante insolvente ou uma devolução de área para afetar diretamente a rentabilidade do fundo. O maior risco não é compensado por maiores rendimentos e as distribuições estão expostas a possíveis oscilações. Os fundos diversificados, contrariamente, podem ter distribuições

muito mais constantes ao longo do tempo, reduzindo assim a variação e o risco de queda dos rendimentos.

### **2.8.3. Liquidez**

Além da rentabilidade, outro importante fator a ser considerado no momento do investimento é o grau de liquidez do fundo. O conceito de liquidez representa a facilidade que um ativo tem em ser convertido em dinheiro: quanto mais rápida a conversão, mais líquido será o ativo. Contrariamente, um investimento com baixa liquidez é mais difícil de ser convertido em dinheiro, geralmente devido à falta de compradores ou pelo tempo necessário para liquidar o investimento.

Um ativo líquido tem uma pequena diferença de preço entre a melhor oferta de venda e a melhor oferta de compra. Geralmente, é preferível um investimento altamente líquido do que um com baixa liquidez, pois permite a saída a qualquer momento. As ações listadas no Ibovespa possuem, em geral, liquidez elevada, o que permite ao investidor fechar a sua posição a qualquer momento por um valor próximo ao último valor negociado. De forma semelhante, as cotas dos fundos imobiliários são muito mais líquidas se comparadas a um ativo imobiliário, o qual geralmente tem uma velocidade de saída muito menor para o investidor. Buscar um comprador e passar através da diligência e da burocracia envolvidas em uma transação imobiliária requer tempo. Tudo isso contribui para a baixa liquidez dos imóveis.

### **3. Fundos imobiliários objetos do estudo e premissas do estudo de caso**

Como mencionado na introdução, o objetivo do presente trabalho é analisar quais fatores mais influenciaram a flutuação do valor das cotas dos fundos imobiliários, comparar o comportamento dos mesmos e verificar se diferentes estruturas de fundos podem proteger melhor o retorno do investidor. Para realizar isso foram estudados alguns fundos imobiliários de escritórios corporativos.

O presente capítulo apresenta os fundos que foram analisados neste trabalho e, em segunda etapa, a metodologia de base do estudo de caso. Os fundos foram divididos em grupos e comparados ao índice IFIX, indicador que representa a variação dos valores das cotas dos fundos imobiliários na Bolsa de Valores e das distribuições de proventos dos próprios ativos, para verificar se acompanham a tendência do mercado ou se há alguma exceção.

Em segunda etapa, os FII selecionados, divididos por categorias, e o próprio índice IFIX foram comparados com fatores que podem ter influenciado a oscilação das cotas, alguns atrelados ao contexto macroeconômico e outros ao desempenho do próprio fundo. Neste contexto, um ponto importante que o trabalho pretende apresentar é verificar se diferentes fundos, com características e políticas de investimento diferentes, possuem o mesmo comportamento ao longo do tempo ou se, contrariamente, pode-se ter fundos com um comportamento diferente dos outros.

Será, assim, interessante verificar se uma gestão ativa e rentável de um FII pode ter impacto no valor das próprias cotas. Para estudar este aspecto, a oscilação das cotas foi comparada com os rendimentos distribuídos, com o objetivo de verificar se estes têm uma influência direta ou se os indicadores econômicos do País acabam tendo um peso maior.

#### **3.1. Os fundos corporativos analisados**

O trabalho analisa nove fundos imobiliários, apenas de ativos comerciais, localizados nas principais cidades do Brasil, sendo a maior parte no Rio de Janeiro e São Paulo. Alguns

fundos são diversificados, formados por uma carteira de imóveis diferentes em termos de classe, idade e tipo de inquilino, enquanto outros segregam apenas um ativo específico. Para cada fundo é fornecido o valor patrimonial avaliado em 2015, o número de cotas e o valor de mercado em 30 dezembro de 2015. São fornecidas também informações técnicas sobre os ativos, sobre o tipo de inquilinos e a atual vacância. Em uma segunda etapa, os rendimentos distribuídos e a liquidez.

### **3.1.1. BB Progressivo (BBFI11B)**

O BB FII Progressivo é um fundo imobiliário que possui dois imóveis locados ao Banco do Brasil e que iniciou suas atividades em 06/12/2004. Um ativo está localizado em Brasília, no Setor Bancário Sul - Quadra 01 - Bloco "A" (Edifício Sede I), e outro no Rio de Janeiro, na Rua Gomes Braga, 65 (Centro Administrativo do Andaraí). Os dois edifícios corporativos são monousuários, fato que gera uma receita homogênea e estável ao longo do tempo, dependente apenas de dois contratos. Porém, o risco sobre a rentabilidade futura aumenta, caso, por exemplo, o banco opte por uma mudança de sede. Dessa maneira, o rendimento seria diretamente afetado.

Seguem nas tabelas abaixo as principais informações sobre o fundo e seus ativos.

**Tabela 2 - BBProgressivo - Informações do Fundo**

Nome Fundo	<b>BB Progressivo</b>	
Valor Patrimonial (dez 2015)	R\$	<b>531.941.521</b>
Valor de Mercado (30/12/15)	R\$	<b>285.998.700</b>
Valor Cota (30/12/15)	R\$	2.200
Número de cotas		130.000
Gestor	Caixa	
Administrador	Caixa	
Taxa de adm (a.a.) - sobre receita	5,10%	
Taxa de gestão (a.a.)	-	
Data abertura	dez/04	
Valor Emissão	R\$	123.500.000

Fonte: Caixa Econômica (2015)

**Tabela 3 – BBProgressivo – Informações do Ativo n.1 – Ed.Sede I**

Localização	SBS Quadra 1 Bloco A, 23 Brasília	
Área total	25.410 m <sup>2</sup>	
Locatário	Banco do Brasil	
Vacância (dez/15)	0%	

Fonte: Caixa Econômica (2015)

**Tabela 4 – BBProgressivo – Informações do Ativo n.2 – C.A. do Andaraí**

Localização	Rua Gomes Braga, 65 Rio de Janeiro	
Área total	43.078 m <sup>2</sup>	
Locatário	Banco do Brasil	
Vacância (dez/15)	0%	

Fonte: Caixa Econômica (2015)

### **3.1.2. Brascan Lajes Corporativas (BMLC11B)**

O fundo é proprietário de 2 andares do imóvel Brascan Century Plaza localizado na Rua Joaquim Floriano, nº 466, Itaim Bibi, São Paulo, e de 4 andares do imóvel Torre Rio Sul, localizado na Rua Lauro Muller, nº 116, Botafogo, Rio de Janeiro. Os dois são ativos considerados de alto padrão e inseridos em importantes centros de serviços. O primeiro é inserido em um complexo com cinema, hotel, escritórios e restaurantes, enquanto o segundo é anexo ao Shopping Rio Sul.

Nas Tabela 5, 6 e 7 são apresentadas as informações do fundo.

**Tabela 5 – Brascan L.C. – Informações do Fundo**

Nome Fundo	Brascan Lajes Corporativas	
Valor Patrimonial (dez 2015)	R\$	<b>109.728.042</b>
Valor de Mercado (30/12/15)	R\$	<b>79.872.400</b>
Valor Cota (30/12/15)	R\$	80,00
Número de cotas		998.405
Gestor	Brascan	
Administrador	BTG Pactual	
Taxa de adm (a.a.) - sobre PL	0,30%	
Taxa de gestão - sobre receita	0,95%	
Data abertura	fev/12	
Valor Emissão	R\$	99.840.500

**Tabela 6 – Brascan L.C. – Informações do Ativo n.1 – Brascan Century Plaza**

Localização	Rua Joaquim Floriano, 466 São Paulo	
Área total	1.453 m <sup>2</sup> (2 lajes)	
Principais locatários	Linderberg	
Vacância (dez/15)	0%	

Fonte: BTG Pactual (2015)

**Tabela 7 – Brascan L.C. – Informações do Ativo n.2 – Torre Rio Sul**

Localização	Rua Lauro Muller, 116 Rio de Janeiro	
Área total	5.837 m <sup>2</sup> (4 lajes)	
Principais locatários	Dof, Brookfield, Sony	
Vacância (dez/15)	13 %	

Fonte: BTG Pactual (2015)

### 3.1.3. BTG Corporate Office Fund – BC Fund (BRCR11)

O BC Fund é o maior fundo imobiliário listado em bolsa do Brasil. É um fundo diversificado em vários ativos e, em termos de governança, é um dos mais parecidos aos REITs. A gestão ativa de sua carteira tem como objetivo investir em escritórios corporativos comerciais com renda, estrategicamente localizados, prontos ou em fase final de construção e investe parte dos recursos gerados em expansão, melhorias e retrofits buscando um aumento de renda e realização de ganho de capital.

Em 2015, possuía 13 ativos de escritórios corporativos, principalmente de classe AAA e A, localizados em São Paulo, Rio de Janeiro e Brasília e uma relevante pulverização dos inquilinos, considerando, entre outros, Petrobras, Gerdau, Samsung, Volkswagen. As Tabelas 8 até a 21 apresentam as informações do fundo e dos imóveis atrelados.

**Tabela 8 – BC Fund – Informações do Fundo**

Nome Fundo	<b>BTG Corporate Office Fund</b>	
Valor Patrimonial (dez 2015)	R\$	<b>2.872.914.809</b>
Valor de Mercado (30/12/15)	R\$	<b>1.796.532.983</b>
Valor Cota (30/12/15)	R\$	93,45
Número de cotas		19.224.537
Gestor	BTG Pactual	
Administrador	BTG Pactual	
Taxa de adm (a.a.) - sobre PL	0,25%	
Taxa consultor - sobre valor cotas	1,50%	
Data abertura	out/10	
Valor Emissão	R\$ 1.973.068.698	

Fonte: BTG Pactual (2015)

**Tabela 9 – BC Fund – Informações do Ativo n.1 – Benedetinos**

Localização	- Rio de Janeiro	
Área total (m <sup>2</sup> )	6971 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	Contax	
Vacância (dez/15)	0%	

Fonte: BTG Pactual (2015)

**Tabela 10 – BC Fund – Informações do Ativo n.2 – Brazilian FC**

Localização	Av. Paulista, 1374 São Paulo	
Área total (m <sup>2</sup> )	42.612 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	Santander, BV Financeira	
Vacância (dez/15)	0 %	

Fonte: BTG Pactual (2015)

**Tabela 11 – BC Fund – Informações do Ativo n.3 – Burity**

Localização	Av. Indianópolis, 3096 São Paulo	
Área total (m <sup>2</sup> )	10.550 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	GM, Banco GMAC	
Vacância (dez/15)	31 %	

Fonte: BTG Pactual (2015)

**Tabela 12 – BC Fund – Informações do Ativo n.4 – Cargill**

Localização	Avenida Morumbi, 8234 São Paulo	
Área total (m <sup>2</sup> )	10.626 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	Cargill	
Vacância (dez/15)	0 %	

Fonte: BTG Pactual (2015)

**Tabela 13 – BC Fund – Informações do Ativo n.5 – CENESP**

Localização	Av. Maria Coelho de Aguiar, 215 São Paulo	
Área total (m <sup>2</sup> )	64.480 m <sup>2</sup> (29 % do ativo)	
Principais locatários	Samsung, E&Y	
Vacância (dez/15)	23%	

Fonte: BTG Pactual (2015)

**Tabela 14 – BC Fund – Informações do Ativo n.6 – Eldorado**

Localização	Av. das Nações Unidas, 8501 São Paulo	
Área total (m <sup>2</sup> )	45.000 m <sup>2</sup> (69% do ativo)	
Principais locatários	Banco Pine, ACE Seguradora	
Vacância (dez/15)	11%	

Fonte: BTG Pactual (2015)

**Tabela 15 – BC Fund – Informações do Ativo n.7 – Flamengo**

Localização	Praia do Flamengo, 66 Rio de Janeiro	
Área total (m <sup>2</sup> )	7.670 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	Eneva, IMM	
Vacância (dez/15)	69%	

Fonte: BTG Pactual (2015)

**Tabela 16 – BC Fund – Informações do Ativo n.8 – Montreal**

Localização	Av. das Américas, 4200 Rio de Janeiro	
Área total (m <sup>2</sup> )	6.439 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	Shell	
Vacância (dez/15)	29%	

Fonte: BTG Pactual (2015)

**Tabela 17 – BC Fund – Informações do Ativo n.9 – Polidoro**

Localização	Rua General Polidoro, 81 Rio de Janeiro	
Área total (m <sup>2</sup> )	10.660 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	Oi	
Vacância (dez/15)	0%	

Fonte: BTG Pactual (2015)

**Tabela 18 – BC Fund – Informações do Ativo n.10 – Sai Sul**

Localização	- Brasília	
Área total (m <sup>2</sup> )	55.965 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	Oi, Banco do Brasil	
Vacância (dez/15)	0%	

Fonte: BTG Pactual (2015)

**Tabela 19 – BC Fund – Informações do Ativo n.11 – Torre Almirante**

Localização	Av. Almirante Barroso, 81 Rio de Janeiro	
Área total (m <sup>2</sup> )	24.881 m <sup>2</sup> (60% do ativo)	
Principais locatários	Petrobras	
Vacância (dez/15)	0%	

Fonte: BTG Pactual (2015)

**Tabela 20 – BC Fund – Informações do Ativo n.12 – Transatlantico**

Localização	Rua Verbo Divino, 1488 São Paulo	
Área total (m <sup>2</sup> )	4.734 m <sup>2</sup> (32% do ativo)	
Principais locatários	Rockwell, Interfama	
Vacância (dez/15)	11%	

Fonte: BTG Pactual (2015)

**Tabela 21 – BC Fund – Informações do Ativo n.13 – Volkswagen**

Localização	Rua Volkswagen, 291 São Paulo	
Área total (m <sup>2</sup> )	12.560 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	Volkswagen	
Vacância (dez/15)	0%	

Fonte: BTG Pactual (2015)

### 3.1.4. CENESP (CNES11B)

O fundo CENESP possui uma participação de 31% no empreendimento CENESP, Centro Empresarial São Paulo, localizado na Rua Maria Coelho de Aguiar, nº 215. O complexo faz parte dos imóveis corporativos mais importantes da cidade, reunindo as sedes de várias companhias e oferecendo, para as mesmas, serviços comuns e shopping center. O empreendimento é composto, no total, por 6 blocos com 8 andares cada, subsolos e um edifício garagem. O fundo imobiliário detém 21 andares no complexo todo.

Na Tabela 22 e 23 seguem as informações sobre o fundo.

**Tabela 22 – CENESP – Informações do Fundo**

Nome Fundo	CENESP
Valor Patrimonial (dez 2015)	R\$ 323.365.427
Valor de Mercado (30/12/15)	R\$ 241.847.799
Valor Cota (30/12/15)	R\$ 89,00
Numero de cotas	2.717.391
Gestor	-
Administrador	BTG Pactual
Taxa de adm (a.a.) - sobre PL	0,30%
Taxa de gestão (a.a.)	-
Data abertura	jul/11
Valor 1ª emissão	R\$ 195.833.000
Notas	3ª emissão de cotas

Fonte: BTG Pactual (2015)

**Tabela 23 – CENESP – Informações do Ativo n.1 – Cesp**

Localização	Av. Maria Coelho de Aguiar, 215 São Paulo	
Área total (m²)	64.480 m² (31% do complexo)	
Principais locatários	E&Y, Nextel, GE, Samsung	
Vacância (dez/15)	11%	

Fonte: BTG Pactual (2015)

### 3.1.5. Cyrela Thera Corporate (THRA11B)

O fundo THRA11B possui uma participação de 5 andares dos 15 no Edifício Thera Corporate, localizado na Avenida Luis Carlos Berrini, 105. O empreendimento, entregue em 2014, é um dos mais recentes prédios corporativos AAA de São Paulo, composto por lajes de cerca de 2.000 m<sup>2</sup>, heliporto e subsolos. Devido a sua recente entrega e ao difícil momento de mercado, o empreendimento possui ainda uma alta vacância.

Nas Tabela 24 e 25 seguem as informações sobre o fundo.

**Tabela 24– Thera Corporate – Informações do Fundo**

Nome Fundo	CyrelaThera Corporate	
Valor Patrimonial (dez 2015)	R\$	<b>98.516.606</b>
Valor de Mercado (30/12/15)	R\$	<b>85.515.438</b>
Valor Cota (30/12/15)	R\$	62,50
Numero de cotas	1.368.247	
Consultor	CCP	
Administrador	BTG Pactual	
Taxa de adm (a.a.) - sobre PL	0,20%	
Taxa consultor- sobre receita mês	1%	
Data abertura	jan/12	
Valor Emissão	R\$	136.824.700

Fonte: BTG Pactual (2015)

**Tabela 25 – Thera Corporate – Informações do Ativo n.1 – Thera Corporate**

Localização	Avenida Berrini, 105 São Paulo	
Área total	9.476 m <sup>2</sup> (33% do ativo)	
Principais locatários	Cipasa, Int.Paper, ERM Br	
Vacância (dez/15)	30%	

Fonte: BTG Pactual (2015)

### 3.1.6. Kinea Renda Imobiliária (KNRI11)

Este fundo, lançado em 2010, possui uma carteira própria de 16 imóveis comerciais e logísticos, alugados por diversas empresas nacionais e multinacionais, todos localizados no estado de São Paulo. Atualmente é um dos maiores e mais líquidos fundos do mercado brasileiro, com valor patrimonial superior a R\$ 2 bilhões e mais de 13 mil cotistas. Assim, como já analisado no BC Fund, a diversificação da carteira é uma técnica de mitigação do risco, não atrelando o rendimento do fundo apenas a um imóvel.

Vale evidenciar que o Kinea Renda Imobiliária é o único fundo, entre os analisados, que possui, além de escritórios corporativos, alguns galpões industriais e logísticos. As Tabelas 26 até 41 apresentam as informações dos ativos e do fundo.

**Tabela 26– Kinea Renda Imobiliária – Informações do Fundo**

Nome Fundo	Kinea Renda Imobiliária	
Valor Patrimonial (dez 2015)	R\$	<b>2.157.140.000</b>
Valor de Mercado (30/12/15)	R\$	<b>1.494.904.950</b>
Valor Cota (30/12/15)	R\$	108,35
Número de cotas		13.797.000
Gestor	Kinea	
Administrador	Intrag	
Taxa de adm (a.a.) - sobre PL	1,25%	
Taxa de gestão (a.a.)	0%	
Data abertura	nov/10	
Valor cumulativo 4ª emissão (2013)	R\$ 1.865.671.666	

Fonte: Kinea Investimentos (2015)

**Tabela 27- Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.1 – Ed.Lagoa Corporate**

Localização	Rua Humaitá, 275 Rio de Janeiro	
Área total	11.699,48 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	Credit Suisse, OLSIX, FNACZA	
Vacância (dez/15)	n.d.	

Fonte: Kinea Investimentos (2015)

**Tabela 28– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.2 – Ed. Bela Paulista**

Localização	Avenida Paulista, 2.421 São Paulo	
Área total	6.381 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	Banco do Brasil, Ambitec	
Vacância (dez/15)	n.d.	

Fonte: Kinea Investimentos (2015)

**Tabela 29– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.3 – Madison**

Localização	Rua Gomes de Carvalho, 1.195 São Paulo	
Área total	8.431 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	Notre Dame Seguros, Hatch Eng.	
Vacância (dez/15)	n.d.	

Fonte: Kinea Investimentos (2015)

**Tabela 30– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.4 – Buenos Aires Corp.**

Localização	Rua Buenos Aires, 15 Rio de Janeiro	
Área total	7.046,18 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	Banco do Brasil, Braskem	
Vacância (dez/15)	n.d.	

Fonte: Kinea Investimentos (2015)

**Tabela 31– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.5 – Joaquim Floriano**

Localização	R. Joaquim Floriano, 913 São Paulo	
Área total	3.198 m <sup>2</sup> (82% do ativo)	
Principais locatários	Videographica, Arteris, Intrials	
Vacância (dez/15)	n.d.	

Fonte: Kinea Investimentos (2015)

**Tabela 32– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.6 – Botafogo T.Center**

Localização	Avenida Prof. Álvaro Rodrigues, 352 Rio de Janeiro	
Área total	8.083 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	Ericsson, Xerox, GVT, NET Rio	
Vacância (dez/15)	n.d.	

Fonte: Kinea Investimentos (2015)

**Tabela 33 – Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.7 – Lavradio**

Localização	Rua Lavradio, 132 Rio de Janeiro	
Área total	15.833 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	Tribunal do Trabalho	
Vacância (dez/15)	n.d.	

Fonte: Kinea Investimentos (2015)

**Tabela 34– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.8 – Athenas**

Localização	R. Dr. Fernandes Coelho, 64 São Paulo	
Área total	6.230 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	American Airlines, Polenghi	
Vacância (dez/15)	n.d.	

Fonte: Kinea Investimentos (2015)

**Tabela 35– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.9 – Ed.Gomes Freire**

Localização	Avenida Gomes Freire, 417 Rio de Janeiro	
Área total	5.269 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	Tribunal do Trabalho	
Vacância (dez/15)	n.d.	

Fonte: Kinea Investimentos (2015)

**Tabela 36– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.10 – Mogi das Cruzes**

Localização	Rod. Pedro Eroles, 11.100 Mogi - SP	
Área total	69.113,25 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	Kimberly-Clark	
Vacância (dez/15)	0%	

Fonte: Kinea Investimentos (2015)

**Tabela 37– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.11 – CD Bandeirantes**

Localização	Rodovia dos Bandeirantes, km 68 Louveira - SP	
Área total	99.810,85 m <sup>2</sup> (76,7% do ativo)	
Principais locatários	Magazine Luiza S.A	
Vacância (dez/15)	0%	

Fonte: Kinea Investimentos (2015)

**Tabela 38– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.12 – Jundiaí**

Localização	Rod. Hermenegildo Tonolli, Km 2 Jundiaí - SP	
Área total	75.975,60 m <sup>2</sup> (90% do ativo)	
Principais locatários	Geodis e Dafiti	
Vacância (dez/15)	n.d.	

Fonte: Kinea Investimentos (2015)

**Tabela 39– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.13 – Global Jundiaí**

Localização	Av. Caminho de Goiás, nº 100 Jundiaí - SP	
Área total	43.208,32 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	Foxconn	
Vacância (dez/15)	0%	

Fonte: Kinea Investimentos (2015)

**Tabela 40– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.14 – CD Sumaré**

Localização	Rua Fioravante Mancino, 1560 Sumaré - SP	
Área total	13.600 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	Bravo Armazéns	
Vacância (dez/15)	0%	

Fonte: Kinea Investimentos (2015)

**Tabela 41– Kinea Renda Imob. – Informações do Ativo n.15 – CD Santa Cruz**

Localização	Estrada da Lama Preta Santa Cruz - RJ	
Área total	47.178 m <sup>2</sup> (100% do ativo)	
Principais locatários	Lojas Renner	
Vacância (dez/15)	0%	

Fonte: Kinea Investimentos (2015)

### **3.1.7. Tower Bridge (TBOF11)**

Este fundo possui 100% do edifício corporativo Tower Bridge, desenvolvido pela Tishman Speyer e localizado na Av. Roberto Marinho, 85, em São Paulo. Embora seja um empreendimento AAA com excelentes especificações técnicas, este prédio vem sofrendo constantemente uma alta vacância.

As Tabelas 42 e 43 contêm as informações do fundo.

**Tabela 42– Tower Bridge – Informações do Fundo**

Nome Fundo	<b>Tower Bridge</b>	
Valor Patrimonial (dez 2015)	R\$	<b>843.832.501</b>
Valor de Mercado (30/12/15)	R\$	<b>575.865.000</b>
Valor Cota (30/12/15)	R\$	57,30
Numero de cotas		10.050.000
Consultor	TishmanSpeyer	
Administrador	BTG Pactual	
Taxa de adm (a.a.) - sobre PL	0,20%	
Taxa consultor- sobre PL	0,20%	
Data abertura	jun/13	
Valor Emissão	R\$	1.005.000.000

Fonte: BTG Pactual (2015)

**Tabela 43– Tower Bridge – Informações do Ativo n.1 – Tower Bridge**

Localização	Avenida Roberto Marinho São Paulo	
Área total	56.464,27 m <sup>2</sup>	
Principais locatários	TAM, Zurich, Banco Toyota	
Vacância (dez/15)	39%	

Fonte: BTG Pactual (2015)

### **3.1.8. Torre Almirante (ALMI11B)**

O Fundo possui 40% do edifício Torre Almirante, localizado na Avenida Almirante Barroso, 81, Rio de Janeiro. O ativo, composto por 34 andares, heliporto e um edifício garagem de 11 pavimentos, foi desenvolvido pelo grupo americano Hines. A partir da sua conclusão, ao final de 2005, foi alugado pela Petrobrás, atual único inquilino.

As Tabelas 44 e 45 apresentam as informações principais.

**Tabela 44– Torre Almirante – Informações do Fundo**

Nome Fundo	<b>Torre Almirante</b>	
Valor Patrimonial (dez 2015)	R\$	<b>310.277.276</b>
Valor de Mercado (30/12/15)	R\$	<b>177.990.000</b>
Valor Cota (30/12/15)	R\$	1.700,00
Número de cotas		104.700
Gestor	Hines	
Administrador	BTG Pactual	
Taxa de adm (a.a.) - sobre PL	0,38%	
Taxa gestão - sobre receita mês	1,00%	
Data abertura	nov/04	
Valor Emissão	R\$	104.700.000

Fonte: BTG Pactual (2015)

**Tabela 45 – Torre Almirante – Informações do Ativo n.1 – Torre Almirante**

Localização	Avenida Almirante Barroso, nº 81 Rio de Janeiro	
Área total	41.469 m <sup>2</sup> (40% do edifício)	
Principais locatários	Petrobras, Caixa (loja)	
Vacância (dez/15)	0%	

Fonte: BTG Pactual (2015)

### **3.1.9. Faria Lima 4440 (FVBI11B)**

O Fundo possui 50% do edifício Faria Lima 4.440, localizado na Avenida Brigadeiro Faria Lima, 4.440, São Paulo. O imóvel é, ainda hoje, um dos mais representativos da Faria Lima, principal região financeira da cidade, sendo a sede de alguns bancos internacionais como Barclays e UBS.

As informações estão detalhadas nas Tabelas 46 e 47.

**Tabela 46– FL4440 – Informações do Fundo**

Nome Fundo	<b>Faria Lima 4440</b>	
Valor Patrimonial (dez 2015)	R\$	<b>178.576.222</b>
Valor de Mercado (30/12/15)	R\$	<b>165.507.000</b>
Valor Cota (30/12/15)	R\$	76,98
Número de cotas		2.150.000
Consultor	VBI Real Estate	
Administrador	BTG Pactual	
Taxa de adm (a.a.) - sobre PL	0,17%	
Taxa consultor (a.a.) - sobre PL	0,17%	
Data abertura	jun/12	
Valor 1ª emissão	R\$	215.000.000
Notas	2ª emissão de cotas	

Fonte: BTG Pactual (2015)

**Tabela 47– FL4440 – Informações do Ativo n.1 – FL4440**

Localização	Av.Faria Lima 4440 São Paulo	
Área total	22.112 m <sup>2</sup> (50% do edifício)	
Principais locatários	Barclays, UBS, CCB Brasil	
Vacância (dez/15)	5 %	

Fonte: BTG Pactual (2015)

### **3.2. Divisão dos FII em grupos de análise**

Os fundos anteriormente apresentados podem ser divididos em grupos em função da composição do próprio portfolio e do risco a eles atrelado. Isso será importante, no momento da análise, para comparar de forma independente fundos com diferentes características e verificar se possuem todos o mesmo comportamento.

A divisão feita leva em conta o tipo de carteira e a diversificação por locatário. Pode-se distinguir basicamente dois tipos de fundos: o concentrado e o diversificado. Fazem parte do primeiro, os fundos que são atrelados apenas a um ou dois imóveis específicos. Geralmente esses fundos são relativamente pequenos, concentram investimentos em ativos pontuais e possuem um risco médio-alto, pois qualquer alteração contratual dos locatários pode afetar a receita. Os fundos concentrados podem, por sua vez, se dividir em monousuário ou multi-locatário. Um fundo concentrado e com um monousuário possui grau de risco elevado, pois os rendimentos dependem apenas de um inquilino específico. Entre os fundos apresentados, fazem parte deste grupo o BB Progressivo e Torre Almirante, respectivamente atrelados aos contratos com Banco do Brasil e Petrobras. Embora sejam dois inquilinos de grande porte, acabam concentrando toda a geração de rendimentos para os cotistas.

Os fundos diversificados, contrariamente, são atrelados à um portfólio de imóveis, muitas vezes localizados em cidades diferentes, de classe e idade diferente. Eles são a tipologia de fundos que melhor dilui o risco para o cotista, pois estão todos atrelados a diferentes locatários. Fazem parte desse grupo o BC Fund e o Kinea Renda Imobiliária.

No estudo de caso, apresentado no capítulo seguinte, foi analisada a variação diária do valor das cotas dos fundos, separados por grupos. Esta divisão foi feita para verificar se um fundo diversificado possui o mesmo comportamento e as mesmas distribuições que um fundo concentrado ou se existem divergências.

A Tabela 48 abaixo, mostra a divisão dos fundos em grupos de análise em função do acima exposto.

**Tabela 48 – Divisão dos fundos analisados**

Nº.	Fundos	Tipo de carteira	Tipo de Locatário
1	Torre Almirante, BB Progressivo	Concentrada	Monousuário
2	FL4440, Tower Bridge, CENESP, Brascan LC, Thera	Concentrada	Multiusuário
3	BCFund, Kinea Renda Imobiliária	Diversificada	Multiusuário

### **3.3. Flutuação do valor de mercado e sua diferença com o valor patrimonial dos fundos**

Todo fundo imobiliário possui um valor patrimonial e um valor de mercado. Conforme apresentado no segundo capítulo, o valor patrimonial é o valor justo dos imóveis presentes em carteira e é avaliado periodicamente por consultores imobiliários através da análise de um fluxo de geração de renda. As flutuações deste valor acontecem gradualmente ao longo do tempo, podendo se valorizar ou depreciar em função do mercado imobiliário. Contrariamente, o valor de mercado (valor das cotas) varia diariamente em função das negociações na Bolsa de Valores e pode ser afetado por diferentes fatores. Suas oscilações, geralmente, são maiores e acontecem mais rapidamente, podendo, em poucos meses, dobrar ou reduzir pela metade o valor original.

Para se ter uma visão global sobre os fundos acima apresentados, eles foram classificados em ordem de valor patrimonial, como mostrado na Tabela 49. Os dois fundos com o valor patrimonial maior são os dois com uma carteira diversificada (BC Fund e Kinea Renda Imobiliaria), pois possuem um maior número de ativos nas próprias carteiras. O último é o Cyrela Thera Corporate, detentor de apenas 5 lajes: o seu valor patrimonial é 25 vezes menor que o do BC Fund. Os valores se referem a dezembro de 2015.

**Tabela 49 - Valor Patrimonial dos fundos objetos do estudo, dez.15**

Fundo	Valor Patrimonial (R\$)
BTG Corporate Office Fund	R\$ 2.872.914.809
Kinea Renda Imobiliaria	R\$ 2.157.140.000
Tower Bridge	R\$ 843.832.501
BB Progressivo	R\$ 531.941.521
CENESP	R\$ 323.365.427
Torre Almirante	R\$ 310.277.276
Faria Lima 4440	R\$ 178.576.222
Brascan Lajes Corporativas	R\$ 109.728.042
Cyrela Thera Corporate	R\$ 98.516.606
<b>Total</b>	<b>R\$ 7.426.292.403</b>

Os mesmos fundos podem ser classificados em ordem de valor de mercado também. Não necessariamente a ordem será a mesma, pois é possível que alguns FII tenham uma valorização das próprias cotas devido à política de gestão ou por fatos relevantes que poderiam impactar, por exemplo, os rendimentos distribuídos para os cotistas. Um dos objetivos do presente trabalho é entender exatamente quais fatores mais afetam o valor das cotas e se existe um comportamento comum entre eles.

A Tabela 50 classifica os fundos por valor de mercado, considerando o valor das cotas em 30 dezembro de 2015.

**Tabela 50 - Valor de Mercado dos fundos objetos do estudo, dez.15**

Fundo	Valor Mercado (R\$)
BTG Corporate Office Fund	R\$ 1.796.532.983
Kinea Renda Imobiliaria	R\$ 1.494.904.950
Tower Bridge	R\$ 575.865.000
BB Progressivo	R\$ 285.998.700
CENESP	R\$ 241.847.799
Torre Almirante	R\$ 177.990.000
Faria Lima 4440	R\$ 165.507.000
Cyrela Thera Corporate	R\$ 85.515.438
Brascan Lajes Corporativas	R\$ 79.872.400
<b>Total</b>	<b>R\$ 4.904.034.269</b>

Estudando os números encontrados, no mês de análise, é evidente que todos os fundos possuem um valor de mercado menor que o próprio valor patrimonial, ou seja, estão sendo negociados na Bolsa com um desconto.

A variação ao longo do tempo deste valor será comparada com alguns fatores críticos. De um lado, existem fatores próprios do fundo, como grau de liquidez e rendimentos gerados que podem afetar o valor das cotas e que merecem ser analisados. De outro, o desconto pode ser influenciado também por fatores externos ligados com o contexto macroeconômico do País, tais como taxa de juros e perspectiva do PIB, entre outros, que podem limitar os investimentos no setor imobiliário. O estudo quer analisar, dentro desse contexto, o que mais tem impacto na oscilação do valor de mercado.

A Tabela 51 abaixo mostra o desconto com o qual os FII são negociados. A média em dezembro de 2015 é de 34%.

**Tabela 51 - Desconto NAV dos fundos objetos do estudo, dez.15**

Nº.	Fundo	Valor Patrimonial (R\$)	Valor Mercado (R\$)	Desconto NAV (%)
1	BTG Corporate Office Fund	R\$ 2.872.914.809	R\$ 1.796.532.983	37,5%
2	Kinea Renda Imobiliária	R\$ 2.157.140.000	R\$ 1.494.904.950	30,7%
3	Tower Bridge	R\$ 843.832.501	R\$ 575.865.000	31,8%
4	BB Progressivo	R\$ 531.941.521	R\$ 285.998.700	46,2%
5	CENESP	R\$ 323.365.427	R\$ 241.847.799	25,2%
6	Torre Almirante	R\$ 310.277.276	R\$ 177.990.000	42,6%
7	Faria Lima 4440	R\$ 178.576.222	R\$ 165.507.000	7,3%
8	Brascan Lajes Corporativas	R\$ 109.728.042	R\$ 79.872.400	27,2%
9	Cyrela Thera Corporate	R\$ 98.516.606	R\$ 85.515.438	13,2%
<b>Total</b>		<b>R\$ 7.426.292.403</b>	<b>R\$ 4.904.034.269</b>	<b>34,0%</b>

A volatilidade de um fundo indica a variabilidade do valor das cotas ao longo do tempo e representa a tendência dos valores das cotas a se deslocar do valor médio de referência no período considerado. Quanto maior a volatilidade de um fundo, maior será a sua oscilação.

### 3.4. Índice IFIX

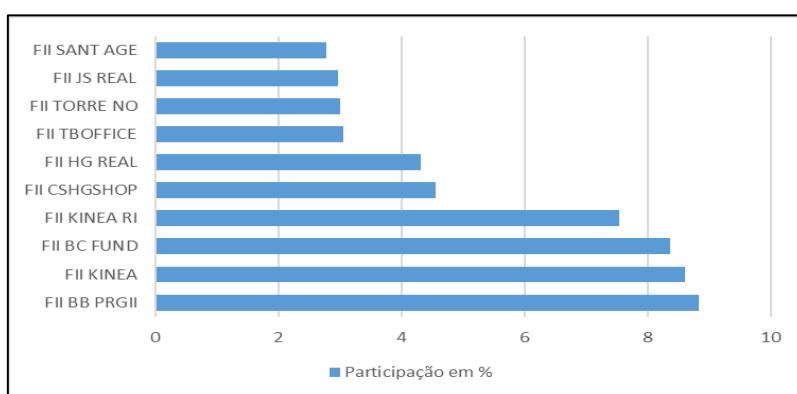
A BM&FBOVESPA, criou em setembro de 2012, o índice de fundos de investimentos imobiliários (IFIX) com a intenção de medir o comportamento de uma carteira teórica constituída por cotas de diferentes fundos imobiliários e a variação do retorno global deles, pois, além do valor das cotas, considera os rendimentos distribuídos também.

O IFIX se tornou logo uma referência para o investidor, que pode, assim, acompanhar a tendência das cotações através dele. De acordo com o site da BM&FBOVESPA [2015], “o objetivo do IFIX é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos fundos imobiliários negociados nos mercados de bolsa e de balcão organizado da BM&FBOVESPA”.

Os fundos imobiliários que compõem o índice são selecionados através de sua liquidez (medida com o índice de negociabilidade) e sua participação ponderada pelo seu valor de mercado total. São elegíveis para formar esta carteira os fundos que tenham participação de pregão mínima a 60% no período de 12 meses anteriores ao período de cálculo da carteira. Os fundos com menos de 12 meses de listagem, podem fazer parte da carteira desde que registrem no mínimo 60% de presença e, obrigatoriamente, não menos de 6 meses. Hoje o índice é composto por 70 fundos e cada um possui um peso diferente: quanto maior o valor de mercado, tanto maior será o peso dentro da carteira. Nenhum fundo pode ter, de qualquer forma, individualmente um peso maior do que 20%.

Periodicamente o índice é reavaliado e a carteira revista. É calculada a liquidez de todos os fundos e dentro deles são selecionados os que respeitam as regras acima citadas para compor a nova carteira do IFIX. Por último, são calculados os pesos de cada um em função do próprio valor de mercado. Ainda de acordo com as informações publicadas pela BM&FBOVESPA [2016], foi construído o Gráfico 8, que mostra os 10 principais fundos com participação no IFIX em julho 2016. O índice é composto em sua maioria por fundos do setor de escritórios.

**Gráfico 8 – Os 10 maiores fundos com participação no IFIX**



Fonte: BM&FBOVESPA (2016)

A comparação com o IFIX se tornará importante para verificar se os fundos imobiliários selecionados acompanharam a flutuação do mesmo, que pode ser considerado como indicativo do comportamento do setor, a partir de sua carteira teórica. Apesar de ter sido criado apenas no final de 2012, foi possível reconstruir retroativamente o valor do índice a partir de janeiro de 2011, como será possível ver melhor no Capítulo 4.

### **3.5. Os fatores críticos selecionados**

Como comentado anteriormente, no estudo de caso, os fundos selecionados serão primeiramente comparados por grupos e, em seguida, com o índice IFIX.

Em uma segunda etapa, os fundos serão comparados com os fatores críticos apresentados e descritos no segundo capítulo, quais sejam: taxa Selic, rendimentos distribuídos e liquidez.

Neste sentido, foi analisada a variação da taxa Selic dentro dos últimos cinco anos, a partir de janeiro de 2010 até dezembro de 2015, e comparada com a variação dos valores das cotas dos fundos. Foram coletados também todos os rendimentos dos fundos, em Reais por cota, para se avaliar se a flutuação do valor das cotas pode ter uma correspondência com a variação dos rendimentos. De forma similar, enfim, o estudo analisou a liquidez diária dos fundos, registrada em número de transações pela BM&FBOVESPA, de 2010 até 2015.

As análises serão mostradas no próximo capítulo do estudo de caso.

## **4. Estudo de caso: análise dos fatores críticos**

### **4.1. Comparação da volatilidade dos fundos e do índice IFIX**

A volatilidade de um fundo indica a flutuação do valor das cotas ao longo do tempo e representa a tendência dos valores das cotas a se deslocar do valor médio de referência no período considerado. Quanto maior a volatilidade de um fundo, maior é sua oscilação: existe, assim, uma probabilidade de que o valor da cota, no momento que se decide vendê-la no futuro, seja diferente do valor atual ou do valor esperado.

Foi analisada a variação dos últimos cinco anos dos valores das cotas dos fundos apresentados. Foi tomado como referência o valor das cotas em 4 de janeiro de 2010, ou, quando não disponível, o valor de emissão das cotas por cada fundo, e foi calculada a variação até 30 dezembro de 2015. As oscilações dos grupos criados no item 3.2 foram comparadas com a variação do índice IFIX, com o objetivo de verificar se todos os fundos tiveram o mesmo comportamento ou se houve alguma divergência. Os resultados foram resumidos nos gráficos abaixo.

Como exemplo, a cota do BB Progressivo, em 4/1/2010, era R\$2.151. Um ano depois, em 4/1/2011, valia R\$2.600. A variação nominal foi de 20,87%.

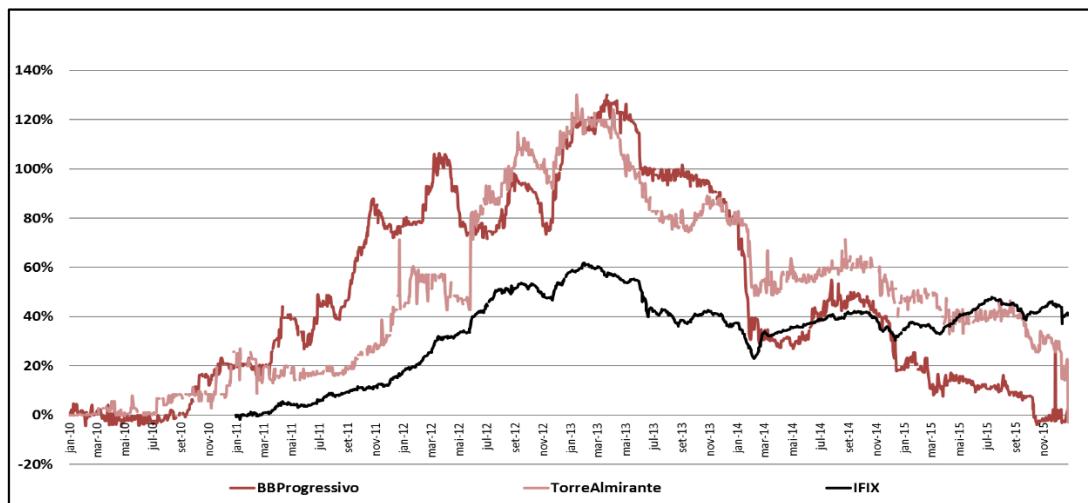
Como apresentado a seguir, há um comportamento similar para todos os fundos. Após um inicial crescimento e valorização das cotas, registrou-se, a partir do segundo semestre 2013, uma forte queda dos valores, que persistiu até o final de 2015. O índice IFIX, disponível a partir de 2011, possui o mesmo comportamento dos três grupos de fundos, alcançando no primeiro trimestre de 2013 uma valorização de cerca de 60% a partir de seu início. Desde então, mesmo caindo, conseguiu manter uma valorização acima dos grupos. A motivação se justifica ao verificar que um dos fundos mais representativos que compõem a carteira teórica, o Kinea Rendimentos Imobiliários<sup>4</sup>, teve uma relevante valorização das cotas neste período, além de um aumento da liquidez.

---

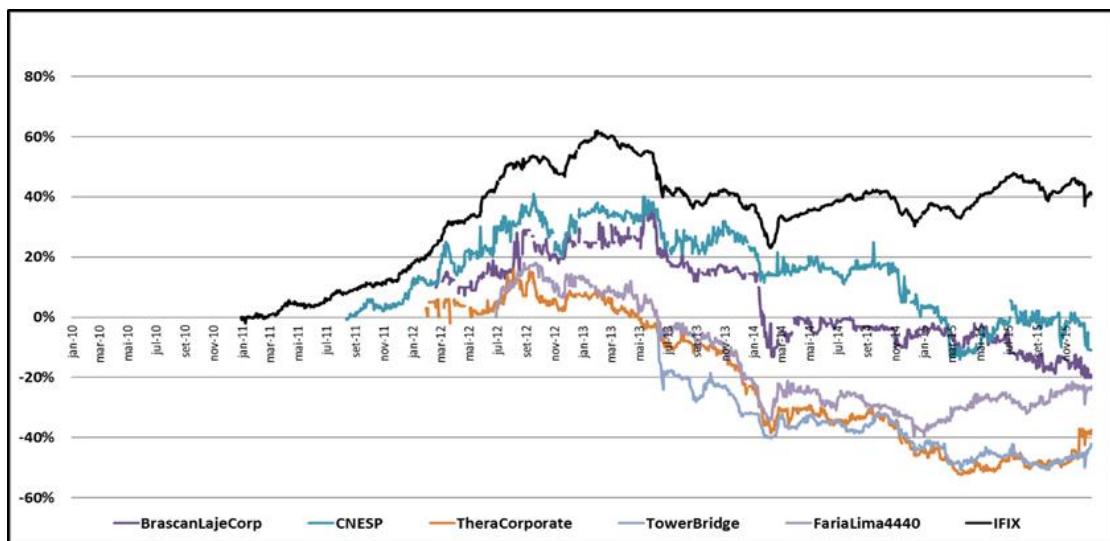
<sup>4</sup> O FII Kinea Rendimentos Imobiliários (KNCR) não se deve confundir com o Kinea Renda Imobiliária (KNRI). O KNCR, criado em 2012, é dedicado ao investimento em ativos de renda fixa de natureza imobiliária, principalmente em Certificados de Recebíveis Imobiliários, CRI, e Letras de Crédito Imobiliário, LCI.

Os gráficos abaixo mostram as tendências dos grupos de análise e do IFIX. O Grupo 1 possui os dois fundos com um locatário único, no entanto o Grupo 2 reúne os fundos multi-locatários atrelados apenas a um ou dois ativos. O Grupo 3 reúne os fundos diversificados, BC Fund e Kinea Renda Imobiliária. A emissão das cotas aconteceu, para ambos, no final de 2010 (outubro e novembro).

**Gráfico 9 - Variação das cotas do Grupo 1 vs. Indice IFIX (em %)**



**Gráfico 10 - Variação das cotas do Grupo 2 vs. Indice IFIX (em %)**



**Gráfico 11 – Variação das cotas do Grupo 3 vs. Indice IFIX (em %)**



O período entre março de 2012 e abril de 2013 foi a época na qual os fundos imobiliários se valorizaram mais e na qual todos os FII analisados chegaram a alcançar o próprio pico que, em alguns casos, chegou a ultrapassar uma valorização nominal de 100% em dois anos, como aconteceu com o fundo Torre Almirante ou BB Progressivo.

Neste período, o mercado imobiliário estava em fase de alta, com forte demanda para novos e maiores espaços, vários novos empreendimentos e outros a serem lançados. Ao mesmo tempo, a oferta de imóveis com boas especificações técnicas, apesar de crescer, era ainda carente se comparada à demanda. Este contexto empurrou o mercado imobiliário para cima e, as cotas (como garantia de rendimentos seguros), principalmente dos ativos já rentáveis e alugados, passaram por uma forte valorização.

O ano de 2014 foi o período no qual se registraram as maiores desvalorizações. O mercado imobiliário, sendo um mercado cíclico, mudou gradualmente: os inúmeros empreendimentos lançados e desenvolvidos nos anos anteriores ficaram disponíveis e a absorção caiu, como consequência também do momento macroeconômico do Brasil. De acordo com a consultoria CBRE [2015], a vacância subiu para patamares mais elevados, ao redor de 18%-20%, o que reduziu as receitas e os rendimentos dos edifícios corporativos.

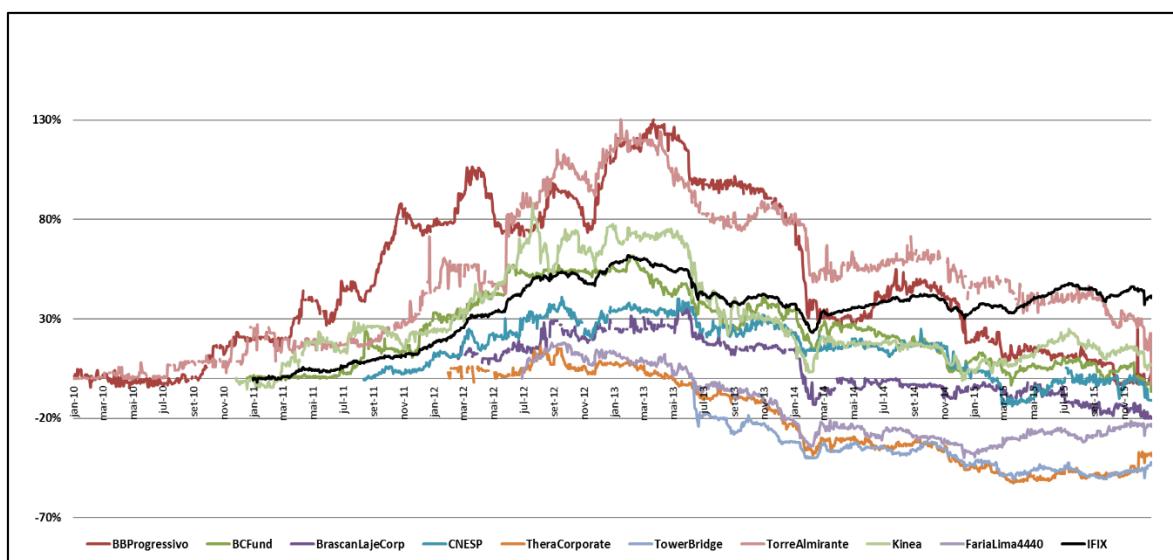
Os fundos imobiliários mais recentes, que entraram no mercado em fase de baixa, foram os que mais sofreram, com fortes oscilações negativas se comparadas com o valor de

emissão da cota. O exemplo mais claro foi o fundo Thera Corporate, edifício AAA, com ótimas especificações técnicas, bem localizado e destinado a grandes grupos corporativos. Introduzido ao mercado no final de 2014, em dezembro de 2015 registrava uma vacância ao redor de 30% e as suas cotas desvalorizaram de forma relevante em relação ao valor inicial de emissão. A cota foi emitida, em janeiro de 2012, a R\$100, valor que caiu até R\$ 62,50 em 31 de agosto de 2015.

Os dois fundos diversificados, BCFund e Kinea, acompanharam o mesmo movimento dos outros fundos que segregam apenas um ativo, não evidenciando nenhuma particular diferença em função das próprias carteiras. Houve, enfim, fundos com um período inicial de renda garantida (Tower Bridge, FL4440, Thera). Neste caso, a especificação crescente pode ter sido induzida também por esta característica. Após este período, porém, o valor das cotas começou a se desvalorizar de forma semelhante aos demais fundos.

O Gráfico 12 evidencia, em um único eixo, o comportamento comum dos fundos e do IFIX.

**Gráfico 12 - Variação das cotas em relação ao valor em 04/01/2010 (em%)<sup>5</sup>**



<sup>5</sup> Se o fundo for constituído depois de janeiro 2010, a data base para o cálculo da variação será a data de emissão das cotas no mercado.

## 4.2. Taxa Selic e sua influência

Como descrito no Capítulo 3, a Taxa Selic tem uma influência direta no comportamento dos fundos imobiliários ao longo do tempo. Para estudar este vínculo, foram analisadas as variações dos valores da Taxa Selic diária de janeiro 2010 até dezembro de 2015.

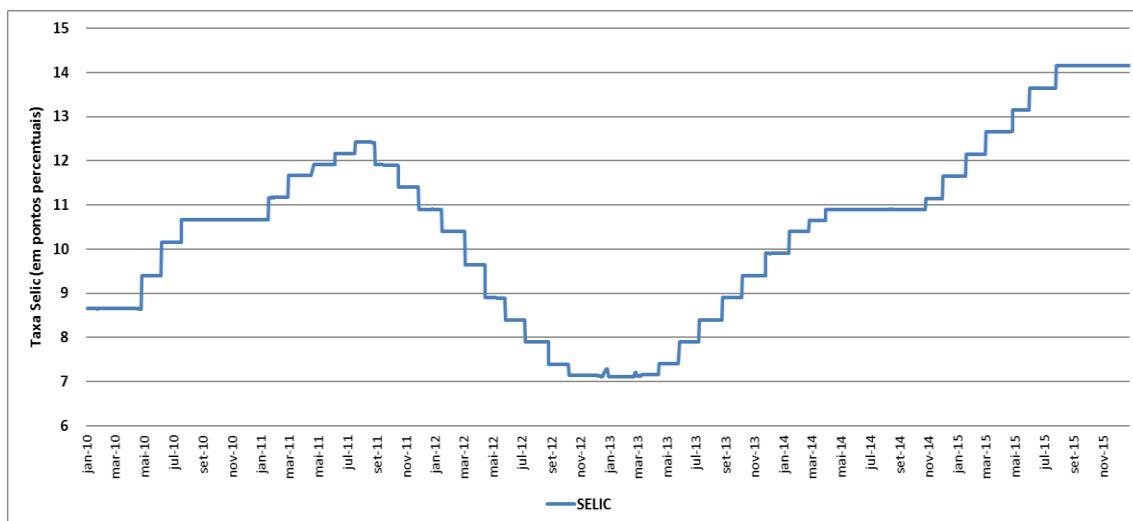
A Tabela 52 abaixo resume, de acordo com os dados do Banco Central do Brasil, os últimos valores nominais da Taxa Selic diária. Ao lado do valor é apresentada também a variação com referência a janeiro de 2010, representada no Gráfico 13. Em 30 de julho de 2015, a taxa chegou a 14,15% ao ano, valor que foi mantido até 2016. Um valor relevante se comparado a meses anteriores.

**Tabela 52 - Últimas 20 variações da Taxa Selic**

Data	Valor (%)	Variação	Data	Valor (%)	Variação
04/01/2010	8,65	0	27/02/2014	10,65	2
....	....	....	03/04/2014	10,9	2,25
14/03/2013	7,16	- 1,49	30/10/2014	11,15	2,5
22/04/2013	7,4	- 1,25	04/12/2014	11,65	3
31/05/2013	7,9	- 0,75	22/01/2015	12,15	3,5
11/07/2013	8,4	- 0,25	05/03/2015	12,65	4
29/08/2013	8,9	0,25	28/04/2015	12,67	4,02
10/10/2013	9,4	0,75	30/04/2015	13,15	4,5
28/11/2013	9,9	1,25	05/06/2015	13,65	5
17/01/2014	10,4	1,75	30/07/2015	14,15	5,5

Fonte: Banco Central do Brasil (2016)

**Gráfico 13 - Variação da Taxa Selic de 2010 até 2015**

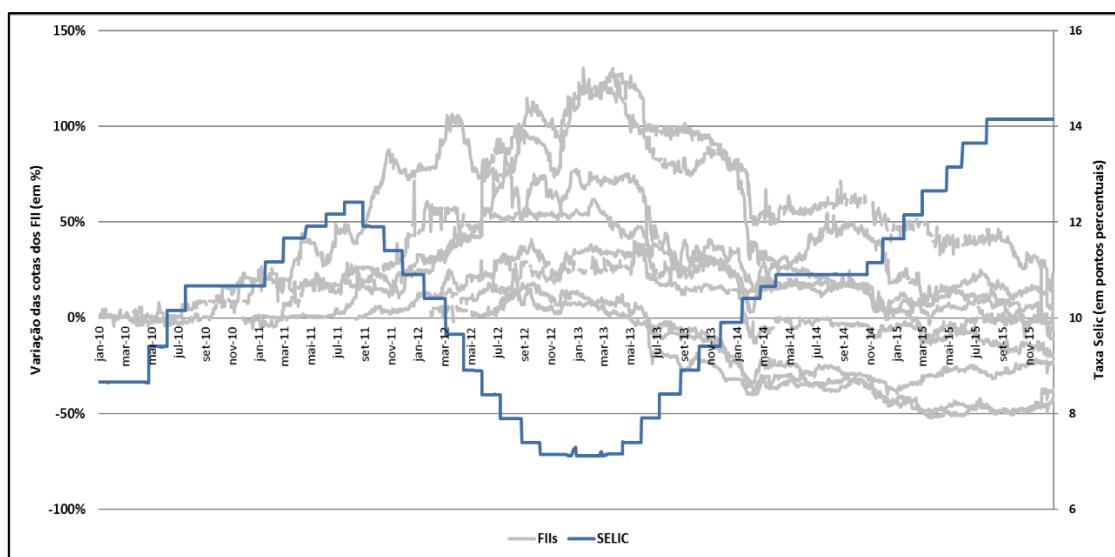


Fonte: Banco Central do Brasil (2016)

A Taxa Selic em alta afeta em dois aspectos a volatilidade das cotas de um FII. Primeiramente, limita os investimentos em cotas listadas na Bolsa, pois o investidor muitas vezes prefere aplicar os próprios recursos em aplicações financeiras de boa atratividade e menor risco. Em segundo lugar, os financiamentos caros limitam o desenvolvimento da atividade imobiliária.

O Gráfico 14 apresenta as variações das cotas dos FII e da Taxa Selic, sobrepondo os dois gráficos acima apresentados.

**Gráfico 14 - Variação da Taxa Selic e das cotas dos FII**



O Gráfico 14 demonstra como a progressão da Taxa Selic e das cotas dos FII são inversamente proporcionais. Entre março de 2012 e abril de 2013, período no qual os fundos chegaram em sua máxima valorização comparado com o valor de janeiro de 2010, a Taxa Selic estava no patamar mínimo dos últimos cinco anos. A partir de abril de 2013, se inicia uma inversão de movimento com os fundos em queda e a taxa subindo. Em dezembro de 2015 se apresenta a situação contrária: a Taxa Selic no patamar máximo, com um crescimento de 5,5 pontos percentuais comparado ao valor de janeiro de 2010 (8,65% a.a.), e as cotas dos FII em constante queda.

AMATO [2009] cita as taxas de juros entre os fatores da política econômica brasileira que podem afetar o desempenho de um fundo.

*“A inflação e os esforços do Governo Federal de combate a inflação, incluindo o aumento das taxas de juros oficiais, podem contribuir significativamente para a incerteza econômica no Brasil, podendo prejudicar as atividades do empreendedor, afetando assim o fundo imobiliário e o valor de mercado de suas cotas”.*

Ainda pode ser citado o prospecto do FII Torre Almirante da CAIXA [2004].

*“Ocasionalmente, o governo brasileiro intervém diretamente na economia, realizando relevantes mudanças em suas políticas. As medidas do governo brasileiro para controlar a inflação e implementar as políticas econômica e monetária têm envolvido, no passado recente, alterações nas taxas de juros, desvalorização da moeda, controle de câmbio, aumento das tarifas públicas, dentre outras. Essas políticas, bem como outras condições macroeconômicas, têm impactado significativamente a economia e o mercado imobiliário nacional. A adoção de medidas que possam resultar na flutuação da moeda, indexação da economia, instabilidade de preços, elevação de taxas de juros, ou influenciar a política fiscal vigente, poderá impactar os negócios, as condições financeiras, os resultados operacionais do Fundo e a consequente distribuição de rendimentos aos quotistas do Fundo”.*

Pode-se concluir que a Taxa Selic é um fator externo importante relacionado à oscilação dos fundos imobiliários, sendo inversamente proporcional ao valor das cotas. Quando a taxa sobe, o mercado imobiliário tende a ficar mais barato.

Este resultado é, portanto, alinhado com as indicações de AMATO [2007]. Em um trabalho onde é analisado o impacto da taxa de juros sobre o valor dos imóveis para renda, fica evidenciada a correlação negativa entre os mesmos, embora o contexto e o período da análise fossem diferentes do atual.

*“Com a redução das taxas de juros reais de títulos públicos, os investidores, de um modo geral, estão aplicando seus recursos em ativos com maior risco que permitam proporcionar maior rentabilidade ao seu portfólio. Neste contexto, os fundos imobiliários são considerados uma opção que pode gerar ganhos fruto da valorização de suas quotas e também da distribuição de renda oriunda da exploração do lastro imobiliário”.*

### **4.3. Rendimentos**

Os rendimentos distribuídos pelos fundos, junto com o valor das cotas, são os dois fatores para o cálculo da rentabilidade do investidor. Como já citado mais detalhadamente no segundo Capítulo, os fundos imobiliários têm obrigação de distribuir para os cotistas o 95% das receitas derivantes das locações. Neste sentido, os rendimentos são o resultado da política de gestão e de investimento de cada fundo e, por isso, podemos considerá-los como um fator interno sobre o qual o gestor tem influência direta.

Fundos atrelados apenas a um ou dois imóveis provavelmente terão distribuições mais variáveis que fundos com carteiras diversificadas, pelo fato da capacidade de geração de receita ficar mais sensível a alterações de contratos, inadimplências e mudanças de locatários.

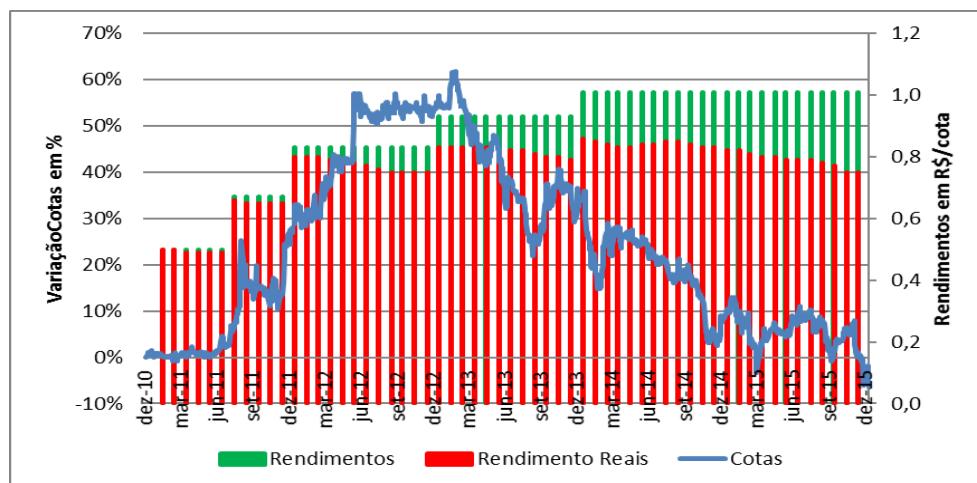
Nos itens abaixo segue, por cada fundo, a variação do valor das cotas e dos rendimentos distribuídos, em Reais por cota, de janeiro de 2010 até dezembro de 2015. Os rendimentos foram analisados tanto em termos nominais (em verde), quanto em termos reais (em vermelho), deflacionados mês a mês e considerando como data base o dia 4 de janeiro de 2010 ou a data de emissão das cotas, caso esta seja sucessiva. O índice de inflação considerado foi o IGP-M/FGV.

#### 4.3.1. Kinea Renda Imobiliária e BCFund

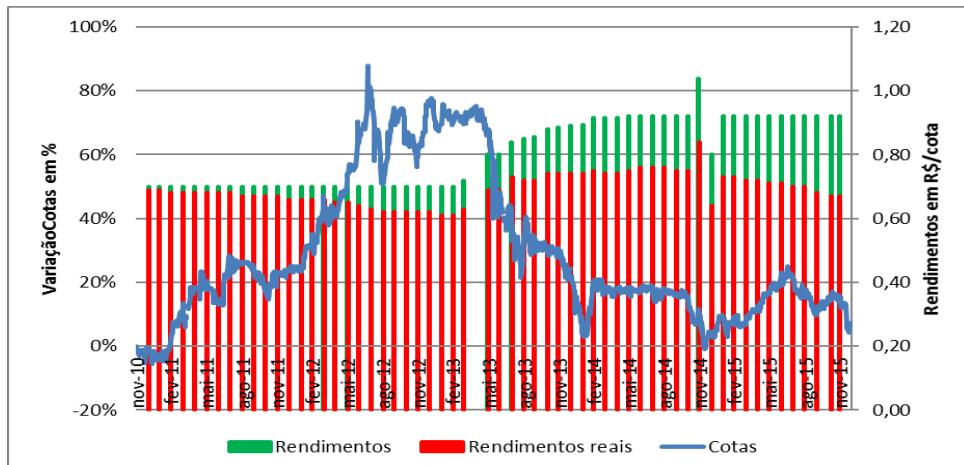
O Kinea Renda Imobiliária e o BCFund são os dois fundos diversificados analisados no estudo. Conforme apresentado nos Gráficos abaixo, eles conseguiram distribuir rendimentos com pouca flutuação e estáveis por determinados períodos, pois a composição da carteira minimiza as variações de receita. Interessante perceber que a correção de inflação em 2014 e 2015 não foi repassada, em função do momento crítico de mercado.

Seguem os rendimentos distribuídos, em R\$ por cota, de 2010 até 2015 pelos dois fundos comparados com a variação do valor das cotas.

**Gráfico 15 - BCFund: Variação Cotas vs. Rendimentos**



**Gráfico 16- Kinea Renda Imobiliária: Variação Cotas vs. Rendimentos**



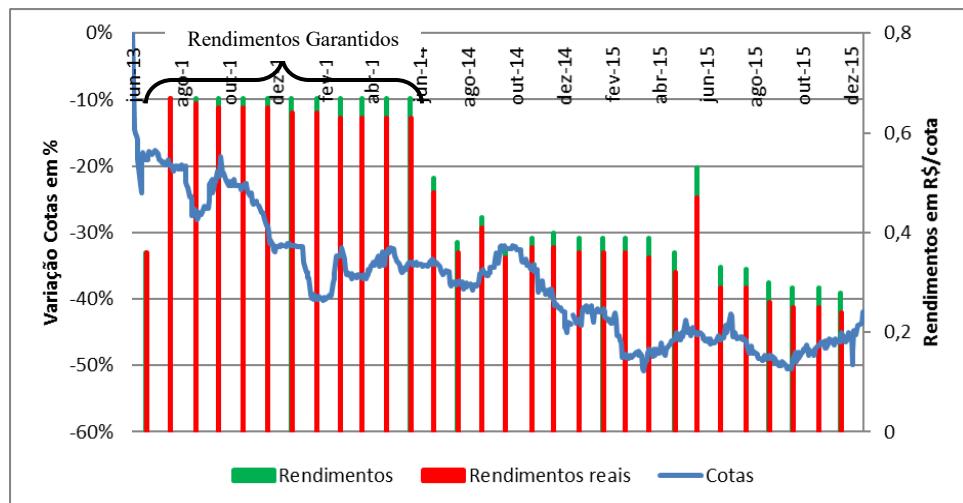
O Kinea Renda Imobiliária sofreu, em maio de 2014, um desdobramento das cotas, de 1 para 10, aprovado através de assembleia extraordinária e, por este motivo, é importante ressaltar que os rendimentos também foram diluídos com esta proporção em todo o período de análises. Como exemplo, pode-se considerar que o fundo distribuiu em média R\$7,50/cota até o desdobramento, passando depois para R\$0,92/cota. Sendo que 1 cota antiga é igual a 10 novas, o valor de 7,50 corresponde a uma distribuição média de R\$0,75/cota.

De acordo com os Gráficos 15 e 16 acima, não parece existir uma relação entre os rendimentos e a variação da cota. Embora no período de crescimento a distribuição de rendimentos maiores favoreça a valorização da cota, a partir de maio de 2013, as cotas dos dois fundos foram caindo mesmo com um aumento das distribuições. Isso apoia a tese de que o contexto macroeconômico pode afetar a volatilidade das cotas mais relevantemente que o desempenho do próprio fundo.

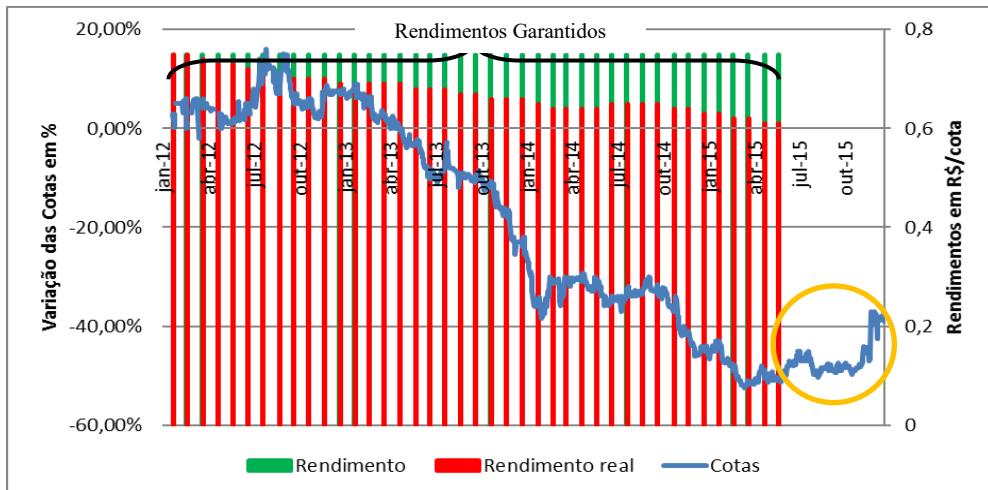
#### 4.3.2. Thera Corporate, Tower Bridge e FL4440

Os Gráficos 17, 18 e 19 abaixo mostram os rendimentos distribuídos para o Thera Corporate, o Tower Bridge e o FL4440.

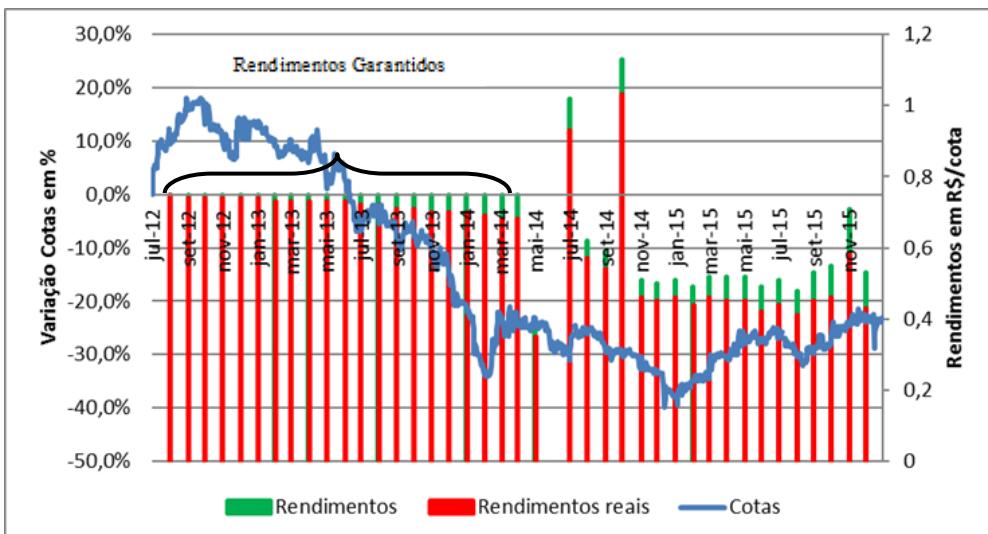
**Gráfico 17- Tower Bridge: Variação Cotas vs. Rendimentos**



**Gráfico 18 - Thera Corporate: Variação Cotas vs. Rendimentos**



**Gráfico 19 - FL4440: Variação Cotas vs. Rendimentos**



O Thera Corporate, o Tower Bridge e o FL4440 são três fundos que distribuíram uma renda garantida para os cotistas, dentro do período em análise, para incentivar a venda das cotas. O problema para os cotistas, como mostrado, apresenta-se ao final deste período garantido, ou seja, quando as distribuições passam a depender do desempenho do fundo. Os três são atrelados apenas a um imóvel (e não a uma carteira diversificada como o BCFund ou o Kinea), com alta vacância e baixa receita de locação. Como consequência, os rendimentos tiveram uma forte queda, até que o Thera Corporate não conseguiu distribuir nenhum rendimento nos últimos meses em análise.

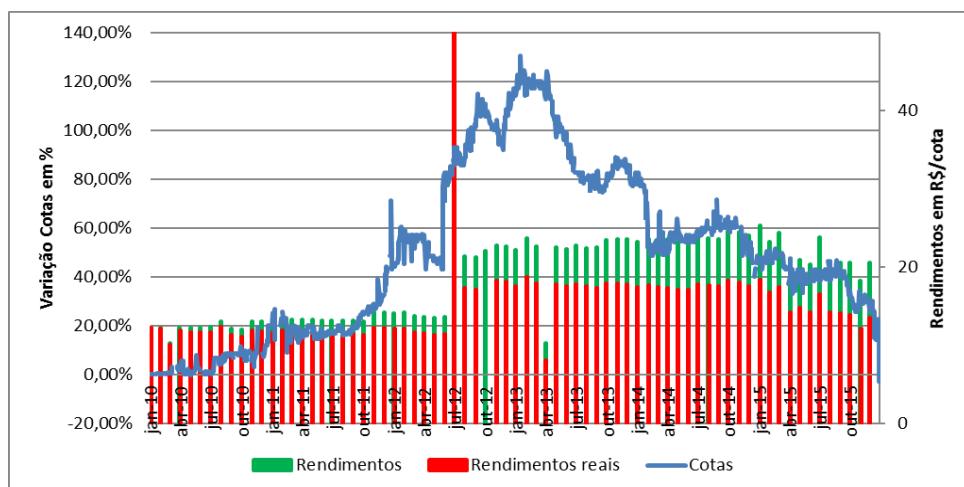
Neste caso, também é difícil atrelar a variação das cotas aos rendimentos distribuídos. O desempenho do fundo não parece ter uma correspondência com a variação das cotas, pelo menos não imediatamente. O Thera Corporate teve uma pequena valorização nos últimos seis meses, quando não foram distribuídos dividendos, como evidenciado na Figura 18.

#### 4.3.3. Torre Almirante e BBProgressivo

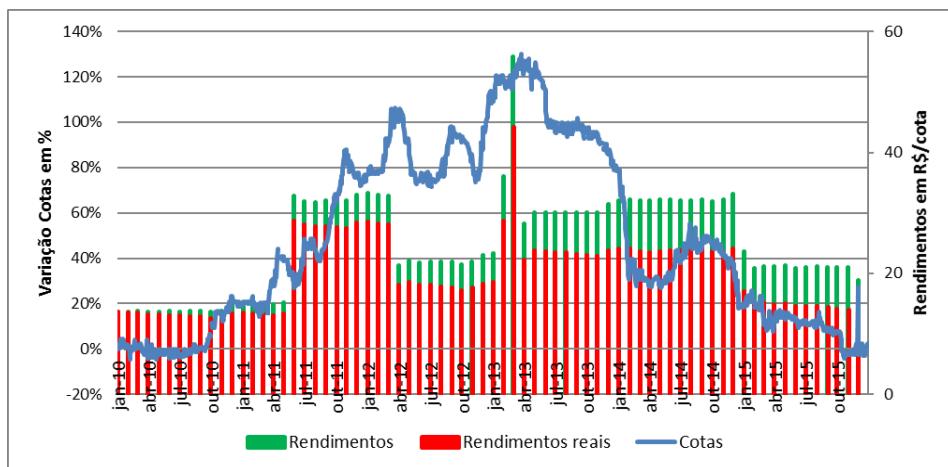
O Torre Almirante e o BB Progressivo são dois fundos com características muito semelhantes. Primeiramente devido ao alto valor unitário de emissão das cotas, ambos acima de R\$2.000. Em segundo lugar, são dois fundos atrelados a dois grandes únicos inquilinos: Banco do Brasil e Petrobras. Os rendimentos constantes distribuídos são resultado, portanto, de um único contrato de locação para cada fundo, havendo a possibilidade de aumentarem ou diminuírem conforme eventuais revisões contratuais. De outro lado, há o risco de se zerar completamente as distribuições mensais, caso o locatário decida rescindir o contrato e sair do edifício ou caso se torne inadimplente.

Nos Gráficos 19 e 20 são mostrados os rendimentos, que são maiores se comparados aos outros fundos da análise, pois as cotas possuem valor unitário bem maior.

**Gráfico 20- Torre Almirante: Variação Cotas vs. Rendimentos**



**Gráfico 21- BB Progressivo: Variação Cotas vs. Rendimentos**

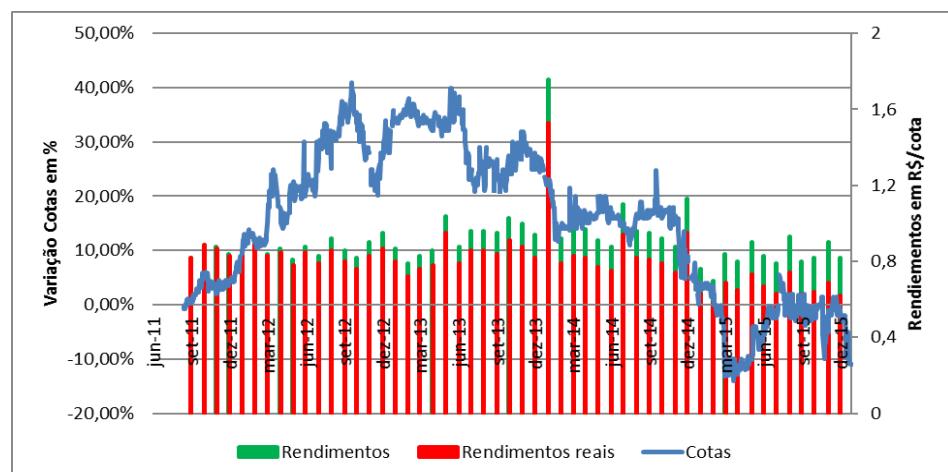


Os fundos Torre Almirante e BBProgressivo são os dois que mais se valorizaram entre os fundos estudados dentro do período de análise, ultrapassando valores 100% maiores se comparados aos de janeiro de 2010. Neste caso, também é difícil encontrar uma dependência direta entre o desempenho do fundo e a variação das cotas.

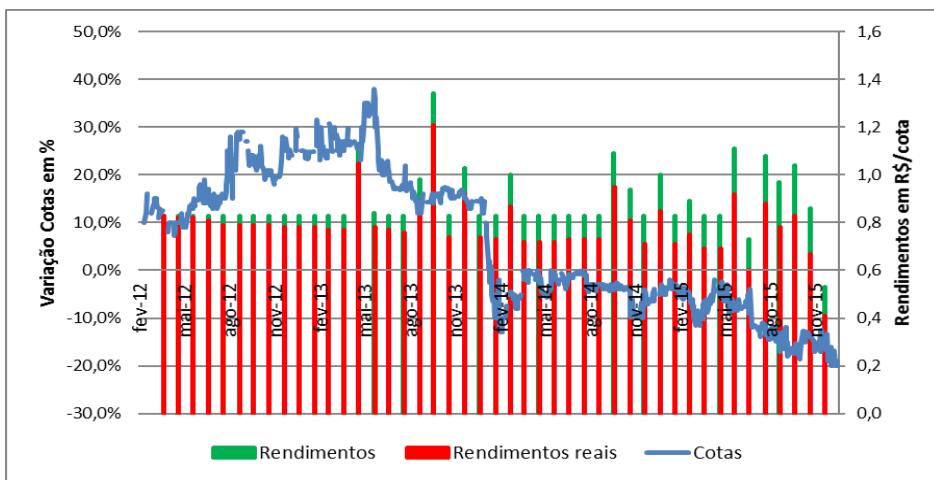
#### 4.3.4. Cenesp e Brascan Lajes Corporativas

Seguem abaixo os rendimentos dos últimos dois fundos analisados.

**Gráfico 22- CENESP: Variação Cotas vs. Rendimentos**



**Gráfico 23- Brascan LC: Variação Cotas vs. Rendimentos**



Os dois fundos acima também não apresentam uma carteira de imóveis diversificada. O principal risco, embora menor, continua sendo o mesmo: queda gradual da receita devido a um aumento da vacância ou redução dos aluguéis. O fato de se ter alguma diversificação dos inquilinos ajuda a diluir este risco.

Como mostrado nos gráficos acima, as distribuições dos dois estão muito sensíveis e sujeitas a contínuas oscilações. Neste período, caracterizado por devolução de áreas, revisões para baixo dos contratos de locação, inadimplências e baixa demanda para novos espaços, os resultados começaram a cair e, dificilmente, a gestora do fundo irá conseguir manter um valor constante dos rendimentos.

#### **4.3.5. Relação entre os rendimentos e a tipologia de fundo**

É evidente, analisando os gráficos acima mostrados, que os fundos com um portfólio e uma estratégia de gestão diversificada tendem a serem mais protegidos contra possíveis riscos de queda de receita. Os próprios rendimentos, embora o valor das cotas tenha caído também, são muito mais homogêneos e constantes se comparados aos dos demais fundos. Por exemplo, os fundos Thera Corporate e Tower Bridge, recém-lançados e ainda em fase de “rump up” de locação, após o período inicial de renda garantida, não conseguiram manter o valor oferecido e tiveram, assim, uma forte queda dos rendimentos.

Os fundos BB Progressivo e Torre Almirante atrelados a dois únicos contratos (Banco do Brasil e Petrobras) conseguiram obter uma renda harmônica em determinados períodos, porém muito sensível às revisões contratuais.

Os fundos FL4440, Brascan LC e CENESP apresentaram rendimentos variáveis, mas com uma tendência geral de queda.

Os únicos que, além de ter distribuições constantes, conseguiram aumentar os valores nominais dos rendimentos, mesmo em uma época considerada desfavorável para o mercado imobiliário, foram o BCFund e Kinea Renda Imobiliária. Através de uma carteira diversificada e uma estratégia de investimento em imóveis já alugados, conseguiram aumentar o retorno para o cotista, como mostrado na tabela abaixo.

A Tabela 53 mostra o “dividend yield”, ou seja, o rendimento médio anual para os fundos imobiliários nos anos de 2014 e 2015, divididos segundo os grupos apresentados no Capítulo 3. O cálculo foi feito considerando a média dos valores das cotas (em dezembro 2014 e 2015) e as distribuições anuais (2014 e 2015), aplicando então a seguinte relação:

$$DY = \frac{\text{rendimento anual}}{\text{média mensal valor da cota (dez.)}}$$

**Tabela 53 – Dividend Yield, 2014 e 2015**

Nº.	Fundos	Valor médio cota dez14	Rendimento anual 2014 (R\$/cota)	DY dez.2014 (a.a.)	Valor médio cota dez15	Rendimento anual 2015 (R\$/cota)	DY dez.2015 (a.a.)
1	TorreAlmirante	2.604,45	284,98	10,94%	2.135,76	258,7	12,11%
	BBProgressivo	2.748,85	386,7	14,07%	2.166,14	253,7	11,71%
2	Tower Bridge	57,63	6,5	11,28%	54,58	4,26	7,81%
	CENESP	105,24	12,36	11,74%	94,72	9,89	10,44%
	Brascan LC	94,32	10,50	11,13%	82,5	10,70	12,97%
	Thera Corp.	56,05	9,00	16,06%	60,3	4,50	7,46%
	FL4440	64,53	7,76	12,03%	76,08	6,36	8,36%
3	BC Fund	105,36	12,12	11,50%	98,57	12,12	12,30%
	Kinea R.I.	117,43	11,09	9,44%	111,29	10,92	9,81%

Foram evidenciados de verde os fundos que tiveram um aumento do “dividend yield” e de vermelho o que passaram por uma queda. De acordo com os dados acima, os fundos com carteiras diversificadas e multiusuários (grupo 3) registraram um crescimento. A queda do valor das cotas de 2014 para 2015 deveria tornar o DY, por sua própria definição, maior. Se isso não acontece, significa que a queda dos rendimentos foi ainda mais relevante que a desvalorização dos valores das cotas.

Ressalta-se, enfim, que o “dividend yield” é apenas uma referência de rendimento no período no qual ele é calculado (neste caso nos meses de dezembro 2014 e 2015), pois considera o valor da cota naquele momento. O investidor que já possui uma cota, adquirida por valores diferentes, deverá calcular o próprio rendimento em cima do valor investido. Infelizmente, a forte oscilação das cotas no período analisado impactou diretamente no DY, tornando este indicador muito volátil.

#### **4.3.6. Relação entre os rendimentos, valor das cotas e a rentabilidade do investidor**

A variação dos rendimentos e dos valores das cotas afeta diretamente a rentabilidade do investidor de duas formas. A primeira deve-se às distribuições que ele poderá receber ao longo do tempo e a segunda é atrelada a valorização ou desvalorização da cota.

No Capítulo 2 foi comentado que, por natureza, o FII é um investimento de longo prazo e, portanto, a flutuação da cota não significa necessariamente prejuízo uma vez que não há intenção de desmobilização a curto prazo. De toda forma, no período em análise de 2010 até 2015, os fundos imobiliários foram afetados, em positivo e em negativo, por importantes variações que impactaram de forma relevante a rentabilidade dos cotistas que saíram da sua posição de investimento.

Foi assim simulado um investimento e calculada a TIR, taxa interna de retorno sobre o investimento, para alguns dos fundos acima apresentados, baseando-se nas seguintes premissas:

- a) Investimento para aquisição do valor da cota, em data 04/01/2010 ou na data de emissão das cotas, caso o fundo tenha sido criado posteriormente a esta data.
- b) Rendimentos reais em função das distribuições do fundo ao longo do tempo, descontando até a data do investimento a inflação no período.
- c) Simulação de saída do investimento, vendendo a cota ao valor fechado no dia e descontando a inflação até a data base (valor real). Para o cálculo da variação da TIR ao longo do tempo, foi simulada uma saída semestralmente, sempre ao final dos meses de junho e dezembro.

Como exemplo para ser estudado em detalhe, pode-se considerar o BC Fund, apresentado abaixo.

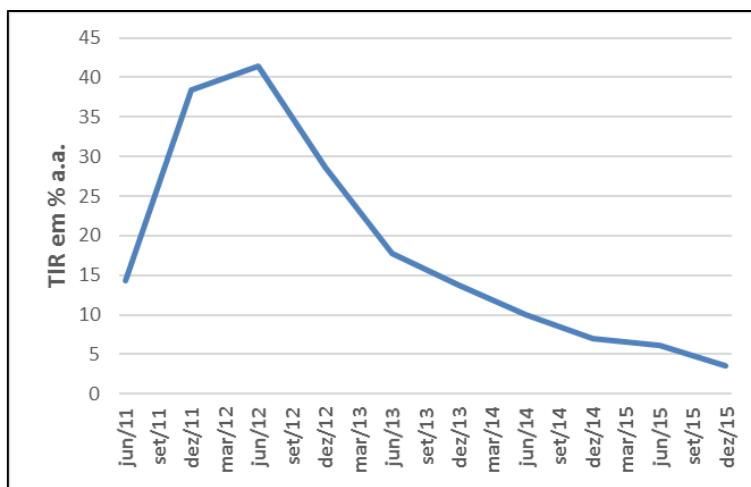
A Tabela 54 mostra, ao longo do período de análise, os rendimentos reais descontados da inflação até fevereiro 2011 (data base). Neste mês foi considerado também o investimento para aquisição da cota. No último mês, dezembro 2015, foi simulada a venda da cota e o respectivo valor foi descontado também da inflação até a data base. Foi montado assim um fluxo mensal e calculada a TIR antes de imposto de renda sobre o ganho de capital, quando presente.

Este processo foi repetido, simulando saídas a cada semestre, todo mês de junho e dezembro. A variação da TIR está expressa no Gráfico 24.

**Tabela 54 – BC Fund: fluxo financeiro do cotista**

Data	Rendimentos	Rendimentos reais	Investimento	Saída	Fluxo mensal
fev-11	0,5	0,50	-100		-99,50
mar/11	0,5	0,50			0,50
abr/11	0,5	0,49			0,49
mai/11	0,5	0,49			0,49
jun/11	0,5	0,49			0,49
jul/11	0,5	0,49			0,49
ago/11	0,67	0,66			0,66
set/11	0,67	0,65			0,65
out/11	0,67	0,65			0,65
nov/11	0,67	0,65			0,65
dez/11	0,67	0,65			0,65
jan/12	0,83	0,80			0,80
fev/12	0,83	0,80			0,80
mar/12	0,83	0,80			0,80
abr/12	0,83	0,79			0,79
mai/12	0,83	0,78			0,78
jun/12	0,83	0,78			0,78
jul/12	0,83	0,77			0,77
ago/12	0,83	0,76			0,76
set/12	0,83	0,75			0,75
out/12	0,83	0,75			0,75
nov/12	0,83	0,75			0,75
dez/12	0,83	0,75			0,75
jan/13	0,93	0,83			0,83
fev/13	0,93	0,83			0,83
mar/13	0,93	0,83			0,83
abr/13	0,93	0,83			0,83
mai/13	0,93	0,83			0,83
jun/13	0,93	0,82			0,82
jul/13	0,93	0,82			0,82
ago/13	0,93	0,82			0,82
set/13	0,93	0,81			0,81
out/13	0,93	0,80			0,80
nov/13	0,93	0,80			0,80
dez/13	0,93	0,79			0,79
jan/14	1,01	0,86			0,86
fev/14	1,01	0,85			0,85
mar/14	1,01	0,84			0,84
abr/14	1,01	0,83			0,83
mai/14	1,01	0,83			0,83
jun/14	1,01	0,84			0,84
jul/14	1,01	0,84			0,84
ago/14	1,01	0,85			0,85
set/14	1,01	0,85			0,85
out/14	1,01	0,84			0,84
nov/14	1,01	0,83			0,83
dez/14	1,01	0,83			0,83
jan/15	1,01	0,82			0,82
fev/15	1,01	0,82			0,82
mar/15	1,01	0,81			0,81
abr/15	1,01	0,80			0,80
mai/15	1,01	0,80			0,80
jun/15	1,01	0,79			0,79
jul/15	1,01	0,79			0,79
ago/15	1,01	0,79			0,79
set/15	1,01	0,78			0,78
out/15	1,01	0,77			0,77
nov/15	1,01	0,75			0,75
dez/15	1,01	0,75	69,42		70,17
<b>Média</b>	<b>0,9</b>			<b>Total</b>	<b>14,31</b>
				<b>TIR a.m.</b>	<b>0,29%</b>
				<b>TIR a.a.</b>	<b>3,49%</b>

**Gráfico 24 – BC Fund: variação da TIR do cotista em função do valor da cota no momento da saída e dos rendimentos distribuídos**

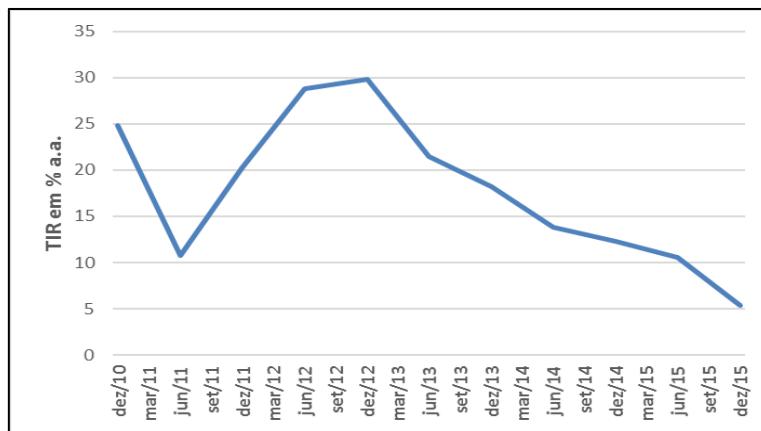


Como apresentando acima, a TIR do investimento varia muito em função do momento de saída do investidor, ou seja, do valor de venda da cota. O cotista que vendeu as próprias cotas no período de máxima valorização, obteve uma remuneração próxima à 40% equivalente anual, antes de imposto, taxa elevada se comparada com a Taxa Selic da mesma época. Este rendimento é consequência da forte valorização do valor da cota dentro de um período relativamente curto (em fevereiro de 2011 a cota valia R\$ 100 e em junho de 2012 valia ao redor de R\$ 157 – valorização do investimento de 57% em 1 ano e meio, sem considerar os rendimentos distribuídos). A partir de então, apesar dos rendimentos distribuídos ao longo do tempo, a TIR potencial do investimento foi caindo por causa da forte desvalorização das cotas.

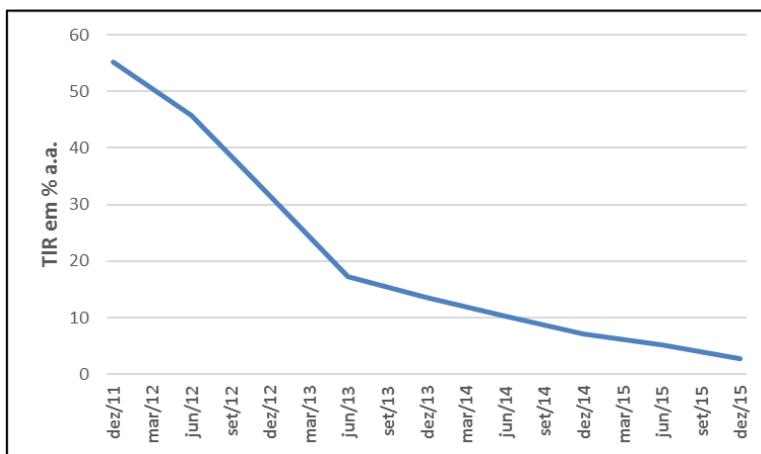
Esta análise foi repetida para os outros fundos. Vale ressaltar que o estudo considera como data base do investimento janeiro de 2010 ou o mês de emissão das cotas, caso seja posterior a esta data. Os resultados são resumidos nos Gráficos 25, 26 e 27 abaixo.

Em alguns casos o fluxo do investimento chegou a ser negativo e, então, a respectiva TIR igual a 0%. Um exemplo, é o fundo Thera Corporate, onde o investimento feito pela aquisição da cota no momento da emissão do fundo, ainda não foi compensado se considerados os rendimentos distribuídos e o valor de mercado atual da cota, que somente caiu ao longo do tempo.

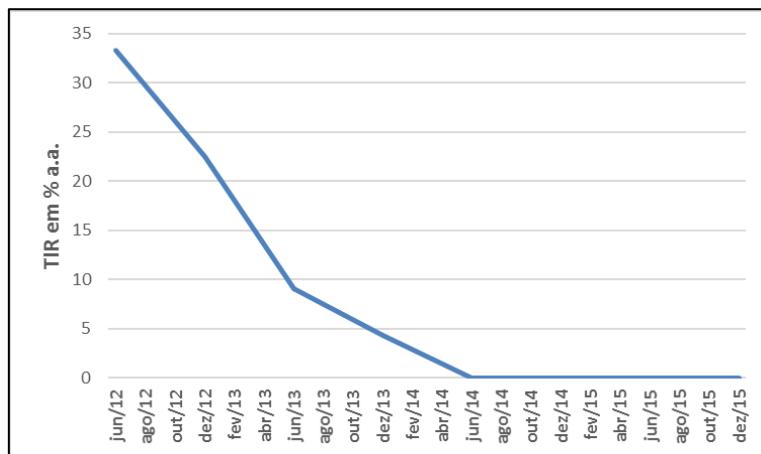
**Gráfico 25 – Torre Almirante: variação da TIR do cotista em função do valor da cota no momento da saída e dos rendimentos distribuidos**



**Gráfico 26 - CENESP: variação da TIR do cotista em função do valor da cota no momento da saída e dos rendimentos distribuidos**



**Gráfico 27- Brascan Lajes Corporativas: variação da TIR do cotista em função do valor da cota no momento da saída e dos rendimentos distribuidos**



#### **4.3.7. Conclusões**

Após as análises dos itens anteriores, concluiu-se que é difícil relacionar as oscilações das cotas com as distribuições de um fundo. No período analisado, houve cotas que se desvalorizaram mesmo com os rendimentos subindo, sem uma lógica aparente. Isso mostra que o contexto macroeconômico pode ter um impacto maior sobre o valor das cotas do que a capacidade de gestão e investimento de um fundo.

Ao mesmo tempo, é fato que os fundos que conseguiram proteger seus rendimentos, acrescentando o valor nominal distribuído por cota, foram os dois únicos com carteiras diversificadas.

Este ponto é muito relevante porque permite responder ao segundo objetivo do estudo, ou seja, demonstrar como uma política de gestão proativa, que utilize a estrutura jurídica e fiscal de fundo imobiliário com o escopo final pelo qual foi criado (e não apenas como um veículo de captação de recursos), tende a gerar e garantir uma renda harmônica ao longo do tempo.

Baseado nos dados coletados para as considerações descritas acima, o item 4.3.6 simulou também a variação da rentabilidade de um investidor que decida vender as próprias cotas em diferentes momentos ao longo do período de 2010-2015. A variabilidade do valor das cotas e os rendimentos distribuídos afetam diretamente a TIR de remuneração do cotista. Como mostrado, o valor dela é influenciado de forma relevante pelo valor de venda da cota. Visto que, após de 2013, todas as que foram analisadas perderam valor, o patamar da remuneração também caiu se comparado com o nível atingido no passado.

#### **4.4. Liquidez e sua ligação com a flutuação dos fundos**

A liquidez dos fundos foi comparada à variação das cotas, de forma similar aos rendimentos. Foram assim analisadas as transações mensais de compra-venda de cotas por fundo e essas foram colocadas em um gráfico com a oscilação dos valores das próprias cotas. A liquidez foi estudada em termos de número de transações (quantidade de cotas) registradas no Ibovespa, pois uma análise por volume negociado (R\$) terá influência do valor da cota. Para normalizar os números e comparar os fundos, por cada um deles, o número de transações medidas foi dividido pelo o número total de cotas do respectivo fundo. Desta forma, pode-se encontrar uma percentual que representa, no período, o grau de liquidez do fundo.

Seguem abaixo os Gráficos 28, 29, 30, 31 e 32 com os resultados para alguns dos fundos mais representativos: BC Fund, Kinea Renda Imobiliária, Thera Corporate, Brascan Lajes Corporativas e Tower Bridge.

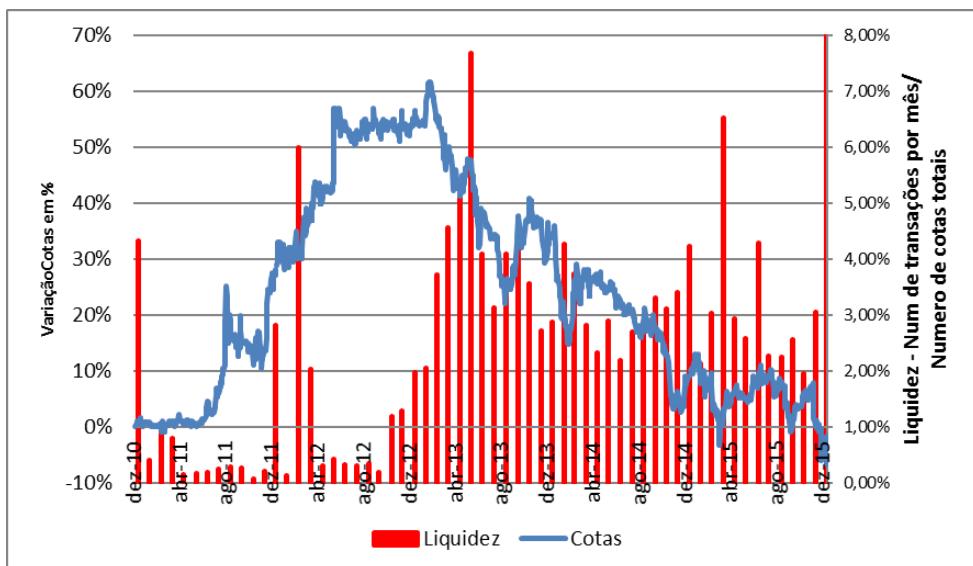
Parece evidente, principalmente para os dois maiores fundos, BC Fund e Kinea, que a liquidez aumentou de forma relevante quando as cotas começaram a perder valor. Até o começo de 2013, no momento em que as cotas estavam se valorizando cada vez mais, o volume das transações era muito baixo. Isso mostra que o cotista, durante uma fase de crescimento, geralmente, não está interessado em vender e, como reflexo, a liquidez do fundo tende a ser menor.

Com a forte queda que o valor das cotas sofreu a partir do segundo semestre de 2013, a liquidez começou a aumentar. Muitos investidores venderam as próprias cotas e o volume de transações de compra-venda aumentou. Por natureza, durante uma fase de queda, muitos investidores estão mais dispostos a sair das próprias posições, resgatando o valor investido.

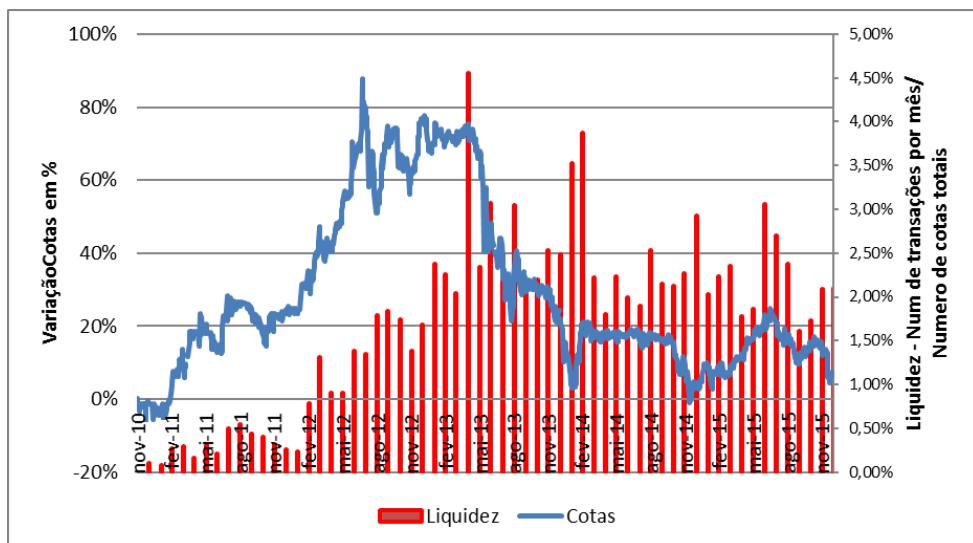
Assim, a liquidez parece mais uma consequência do valor das cotas, do que uma causa que poderia afetá-lo. A variação das cotas, causada por outros fatores, pode ter impacto relevante nas transações registradas e na liquidez do próprio fundo.

Vale ressaltar enfim que o aumento da liquidez, ao longo dos cinco anos estudados, é em parte devido à difusão dos FII como oportunidade de investimento. Em outras palavras, quanto maiores os recursos “injetados” no mercado secundário em trocas de cotas, maior será a liquidez dos fundos.

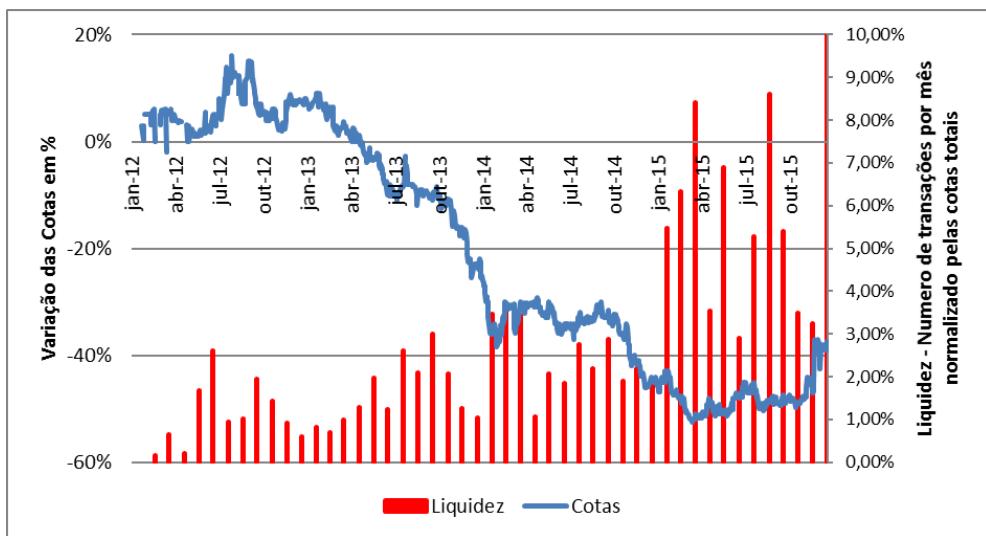
**Gráfico 28- BC Fund: Liquidez - Variação das Cotas**



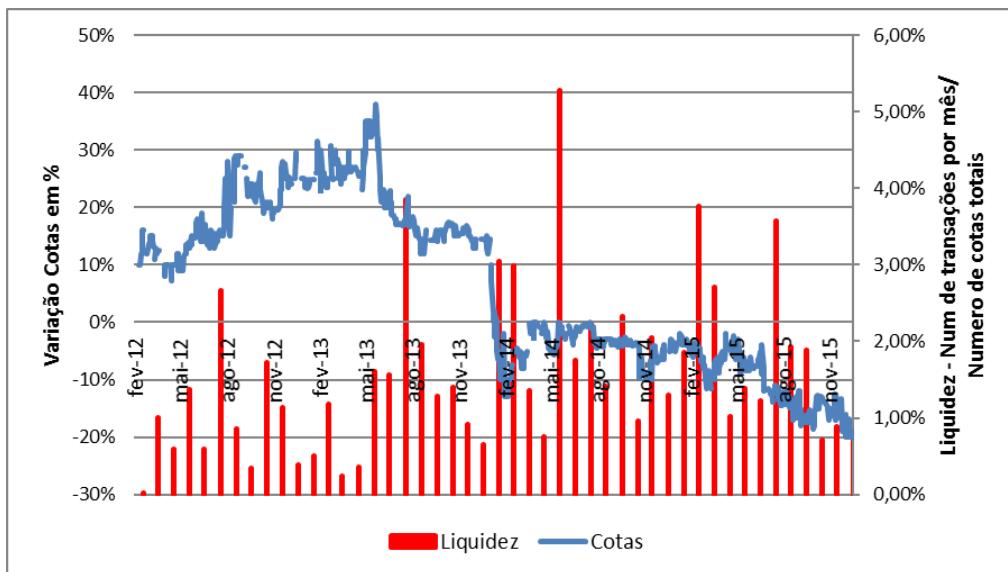
**Gráfico 29 - Kinea Renda Imobiliária: Liquidez - Variação das Cotas**



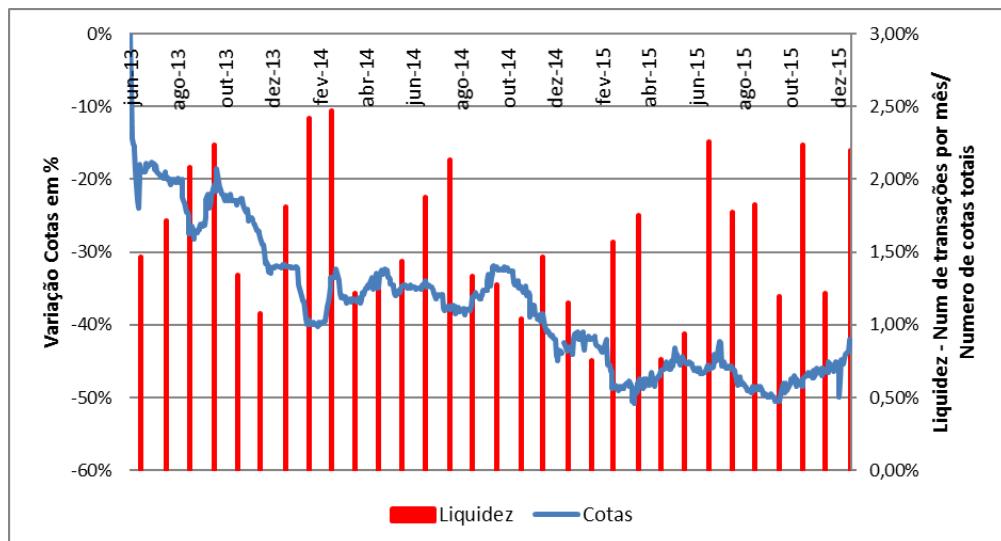
**Gráfico 30 - Thera Corporate: Liquidez - Variação das Cotas**



**Gráfico 31 - Brascan Lajes Corporativas: Liquidez - Variação das Cotas**



**Gráfico 32 - Tower Bridge: Liquidez - Variação das Cotas**



#### **4.4.1. Liquidez e variação das cotas: a mudança do tipo de investidor**

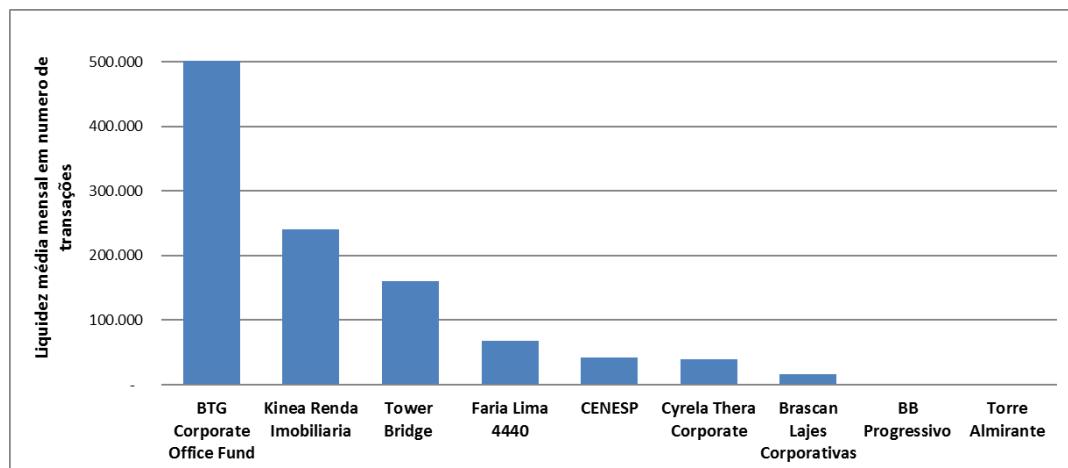
É possível deduzir dos gráficos anteriores que, embora trate-se de um período difícil para o setor imobiliário, ainda há movimento de transação de cotas no mercado. O investidor de longo prazo, que acredita em uma futura valorização das cotas, mesmo ciente do risco atrelado aos baixos rendimentos deste período, enxerga um bom momento para adquirir cotas e participações por preços baixos. O investidor de longo prazo, pessoa física ou jurídica, geralmente é um investidor preparado, sem problemas de caixa, que não investe irracionalmente e conhece o conceito de ciclicidade do mercado imobiliário.

Por outro lado, quem vende geralmente neste período de baixa é o investidor de curto prazo, que enxerga o valor do investimento e dos rendimentos baixar cada dia mais, enquanto o banco oferece para ele outros tipos de aplicações mais garantidas e rentáveis no curto prazo (conforme mostrado no item sobre a Taxa Selic). Boa parte destes vendedores atuais, principalmente pessoas físicas, compraram cotas no momento de auge dos fundos, atraídos pelo desejo de bons rendimentos, sem muito conhecimento do mercado imobiliário e sem avaliar criticamente o investimento que estavam fazendo.

#### **4.4.2. Considerações gerais**

Foi calculada a liquidez média mensal por cada fundo, de janeiro 2010 (ou a partir da data de emissão das cotas no mercado para os fundos criados após esta data) até dezembro 2015. Os resultados são mostrados no Gráfico 33.

**Gráfico 33- Liquidez: média mensal de transações, período jan/10-dez/15**



Os FII com o maior volume negociado por mês são o BC Fund e o Kinea Renda Imobiliária, os únicos dois fundos diversificados e com o maior valor de mercado. Os demais fundos apresentaram, além de um valor de mercado menor, uma liquidez mais baixa. Em específico, os fundos BB Progressivo, média de 859 transações por mês, e Torre Almirante, média de 482 transações por mês, apresentaram liquidez pouco relevante se medida em termos de número de transações realizadas (não visíveis em função da escala do Gráfico 33). O valor individual das cotas é muito alto e isso limita as potenciais negociações, selecionando o tipo de investidor. Em 30/12/2015, o BB Progressivo fechou com um valor de R\$ 2.199,99/cota, enquanto, o Torre Almirante, na mesma data, fechou com valor de R\$ 1.700,00/cota. Para fins de comparação, o BC Fund estava valendo “apenas” R\$ 93,45/cota.

## **5. Conclusões**

### **5.1. Resultados**

O estudo teve como objetivo entender quais fatores mais influenciaram, ao longo do período em questão, a flutuação do valor das cotas dos fundos imobiliários, e verificar se diferentes estruturas de fundos podem proteger mais ou menos a rentabilidade do investidor.

Foram selecionados nove fundos imobiliários e consideradas todas as cotações diárias dos últimos cinco anos, de janeiro 2010 até dezembro de 2015, para calcular as respectivas oscilações ao longo do tempo. Os fundos selecionados, embora sejam todos atrelados ao mercado imobiliário de escritórios, possuem características diferentes. Foram escolhidos dois fundos com carteiras de imóveis diversificadas e outros atrelados apenas a um imóvel. Todos eles foram comparados com o IFIX, índice que representa o comportamento dos demais fundos do mercado imobiliário, para verificar se houve um descolamento relevante ou não.

A análise mostra como o macro comportamento de todos os fundos objetos do estudo é o mesmo, independentemente das características do fundo e das próprias rotinas de gestão. Embora seja possível observar que alguns tiveram oscilação menor que outros, a tendência de variação das cotas encontrada ao longo do tempo é a mesma. A partir de 2011 houve crescimento relevante do valor das cotas, valorização que foi empurrada principalmente pela difusão dos FII como veículo de investimento alternativo e pelo ótimo momento da economia do País e do setor imobiliário. Todas as cotas, até o primeiro semestre de 2013, obtiveram ganho de capital. A partir deste momento, porém, começou a se observar queda dos valores, que seguiu até dezembro de 2015, com fortes perdas de capital se comparadas aos valores de pico.

Nasceu, assim, a necessidade de se comparar, em uma segunda etapa, este comportamento a alguns fatores críticos que poderiam tê-la influenciado, identificando quais deles podem ser relacionados à variação das cotas.

O estudo mostra como a variação da taxa Selic tende a ser um fator externo crítico na oscilação das cotas, possuindo uma dependência negativa. A representação gráfica demonstra que será difícil esperar por uma retomada dos valores antes de um rebaixamento da Selic. Ela pode ser considerada um dos fatores que mais afeta o comportamento dos fundos.

Em segunda etapa foram considerados outros importantes fatores internos para verificar se existe alguma relação comum: os rendimentos distribuídos e a liquidez.

Dessa forma, foram analisadas as distribuições mensais que os nove FII realizaram no período em análise. Embora não exista um vínculo claro entre os rendimentos e os valores das respectivas cotas, parece evidente como os únicos fundos que conseguiram aumentar o valor nominal das distribuições ao longo do tempo, sem registrar quedas significativas, foram os dois com carteiras pulverizadas.

Este é um resultado muito importante, pois permite demonstrar como uma política de gestão ativa do fundo pode proteger os rendimentos e a rentabilidade dos investidores, conseguindo gerar renda homogênea ao longo do tempo, ao contrário dos fundos atrelados apenas a um imóvel específico. Neste último caso, os resultados apontam que esta tipologia de fundo passou por quedas relevantes das cotas e das distribuições, prejudicando os cotistas e reduzindo os respetivos “dividend yield”. Foi analisada também a rentabilidade para o cotista, através da variação da TIR ao longo do tempo em função dos rendimentos distribuídos e da variação do valor das cotas. A rentabilidade máxima foi alcançada entre o segundo semestre 2012 e o primeiro trimestre de 2013, quando o valor nominal das cotas chegou ao pico máximo de valorização. A partir de então, tanto as distribuições, quanto o valor das cotas foram caindo, afetando o retorno para o investidor.

A liquidez, enfim, foi o último fator estudado junto à oscilação das cotas. O estudo analisou as transações registradas no Ibovespa entre janeiro de 2010 e dezembro de 2015 e estas foram relacionadas às oscilações das cotas. O valor da liquidez e as transações registradas apareceram como consequência variável em função dos valores das próprias cotas. Geralmente, uma cota que perde constantemente valor pode ter mais liquidez que uma cota em crescimento, pois o investidor por natureza terá mais propensão a vender.

Por outro lado, caso o cenário econômico seja favorável e o fundo seja bem gerenciado e capaz de distribuir rendimentos constantes, o investidor dificilmente estará disposto a sair da própria posição, reduzindo assim a liquidez do fundo.

Paralelamente, vale evidenciar que o aumento da liquidez ao longo dos últimos anos é, em parte, consequência da difusão dos FII como novo veículo e oportunidade de investimento.

## **5.2. Comentários sobre o cenário atual e futuro dos fundos imobiliários**

Em 2016 ainda, o mercado imobiliário, como já descrito, passa por uma fase crítica caracterizada pelo excesso de oferta e baixa demanda. O forte impulso que houve entre 2010 e o começo de 2013 criou a falsa expectativa de que o setor pudesse crescer constantemente naquele ritmo, com empresas em contínua expansão e liquidez no mercado. O desequilíbrio que se criou no setor imobiliário foi acompanhado por uma das maiores crises econômicas e políticas da história brasileira, que afetou ainda mais negativamente o setor.

O alto valor da taxa Selic torna mais elevado qualquer tipo de financiamento e oferece altos rendimentos bancários como alternativa aos demais veículos de investimento. A liquidez disponível para o setor de construção vem sendo cada vez mais limitada, seja para o comprador, seja para os proprietários.

No período em análise, houve forte oscilação, positiva e negativa, do valor da taxa Selic, impedindo a criação de uma fase de equilíbrio macroeconômico. Além disso, a taxa de vacância também, indicador de referência do setor imobiliário, aumentou de forma expressiva por causa do grande volume construído, tornando este mercado muito desequilibrado e pouco rentável para os proprietários de ativos. Como consequência, o investidor que avalia a possibilidade de comprar cotas de um fundo imobiliário, pode enxergar um risco setorial relevante que não incentiva investimentos e desvaloriza a sua atratividade. Seria interessante analisar, se em um período de menor flutuação das duas

taxas (Selic e de vacância), os demais fatores poderiam impactar, de forma mais relevante, o valor das cotas dos fundos.

O número das pessoas físicas investindo em fundos imobiliários caiu de forma relevante, deixando esse mercado mais voltado para investidores especializados de longo prazo que, sabendo aproveitar o momento atual, podem comprar cotas de imóveis por preços descontados em relação aos do passado e com valores patrimoniais bem acima dos respectivos valores de mercado. Neste contexto, o que poderá gerar um lucro interessante é o ganho de capital sobre o valor da cota, no momento que o setor voltar a crescer.

Em função dos parâmetros indicados acima, pode-se chegar a algumas tendências sobre o futuro comportamento das cotas, após estudado o histórico dos últimos cinco anos. Para voltar a apresentar um crescimento, seria necessário esperar primeiramente por uma queda da taxa Selic. Com o seu constante crescimento, as cotas irão se desvalorizar, pois o fundo imobiliário torna-se um veículo de investimento pouco atrativo e de risco elevado, se comparado com as alternativas presentes no mercado.

Em uma segunda etapa, a taxa de vacância do setor de escritórios corporativos deverá voltar para valores equilibrados, para se ter assim uma inversão da rentabilidade e um mercado mais equilibrado por parte dos proprietários. No presente momento, o cotista verifica um risco nos rendimentos distribuídos, já que muitos deles são irregulares e abaixo do patamar atingido no passado. A alta vacância se refletiu nos fundos imobiliários de forma direta, pois muitos edifícios tiveram suas receitas reduzidas perdendo inquilinos, rebaixando contratos de aluguel ou por insolvência do locatário.

Neste cenário, a administradora do fundo, que possui pouco poder para preservar o valor das cotas, deverá preocupar-se mais em preservar os rendimentos distribuídos. Como citado anteriormente, os fundos imobiliários com carteiras de imóveis diversificadas tenderão a se proteger melhor que os fundos atrelados a apenas um ativo.

Para concluir, valem as palavras de ZELMANOVITZ [2010] sobre fundos imobiliários.

*“Certamente haverá percalços no caminho: fundos constituídos por pessoas inescrupulosas, condições*

*adversas de mercado, falta de cultura associativa, interpretações restritivas ou simplesmente equivocadas da legislação por parte das autoridades. Caso consigamos superar todos esses obstáculos, estaremos assistindo à consolidação, no mercado de capitais do Brasil, de um instrumento que permitirá à indústria imobiliária a superação de seu maior gargalo: a falta de recursos de longo prazo”.*

## **6. Referências bibliográficas**

AMATO F.B., **Arbitragem de valor: uma rotina de análise para empreendimentos de base imobiliária.** 2001. 110p. Dissertação (Mestrado) - Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo. 2001.

AMATO F.B., **Impacto da Taxa de Juros Reais no Brasil no Valor dos Imóveis para Renda: o caso dos Fundos de Investimento Imobiliário negociados em Bolsa de Valores.** 11p. VII Seminário Internacional da LARES. São Paulo. 2007.

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. 2009. 217p. Tese (Doutorado) - Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo. 2009.

BRASIL. Presidência da República. **Lei nº. 9.779**, de 19 de janeiro de 1999. Altera a legislação do Imposto sobre a Renda, relativamente à tributação dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos rendimentos auferidos em aplicação ou operação financeira de renda fixa ou variável.

BTG, **Relatórios mensais de rendimento**, 2010-2015. São Paulo. Disponíveis em: < <https://www.btgactual.com/asset-management/fundos-btg-pactual> >. Acesso em: 15 de outubro de 2016.

BM&FBOVESPA. **Boletim Ibovespa Fundos Imobiliários.** Agosto 2016. São Paulo. Disponíveis em: < [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/fundos-de-investimento-imobiliario-fii.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/fundos-de-investimento-imobiliario-fii.htm) >. Acesso em: 15 de outubro de 2016.

BM&FBOVESPA. **Metodologia do Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários IFIX.** Agosto 2016. São Paulo. Disponíveis em :<

[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/indices/outros-indices/indice-de-fundos-de-investimentos-imobiliarios-ifix.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/outros-indices/indice-de-fundos-de-investimentos-imobiliarios-ifix.htm). Acesso em: 15 de outubro de 2016.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL, **Relatórios mensais de rendimento**, 2010-2015. São Paulo. Disponíveis em :< <http://www.caixa.gov.br/fundos-investimento/imobiliarios/bb-fii-progressivo/Paginas/default.aspx>>. Acesso em: 15 de outubro de 2016.

CATALDO L., GIOTTO R., SECURATO J. **Um estudo atual sobre os fundos de investimentos imobiliários**. 11p. V SEMEAD: Seminário de Administração e Economia. São Paulo. 2002.

CB RICHARD ELLIS (CBRE). **Market view – office**. 2010, 2011, 2012, 2013, 2014 e 2015. São Paulo, Rio de Janeiro.

CESAR, 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**. 164p. Dissertação (Mestrado) - Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo. 2007.

COMITÊ DE MERCADO. **Reflexões sobre o comportamento futuro do mercado de edifícios corporativos de alto padrão na cidade de São Paulo**. Nota de reunião de 02 de outubro de 2014 do Núcleo de Real Estate da Poli, consolidada pelo Prof. Claudio Tavares. Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo. 2014.

CVM, **Regulamentação nº.472/08 – art.45**. São Paulo. 2008.

JONES LANG LASALLE. **Market view**, 4º trimester 2015. 2015. São Paulo.

KINEA INVESTIMENTOS, **Relatórios mensais de rendimento**, 2010-2015. São Paulo. Disponíveis em :< <http://www.kinea.com.br/kinearenta/index.html>>. Acesso em: 15 de outubro de 2016.

**PORTE P.T., Método para gestão de portfólios de investimento em edifícios de escritórios para locação no Brasil.** 241p. Tese (Doutorado) - Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo. 2010.

**ROCHA LIMA JR, J. Princípios para análise de qualidade de empreendimentos: o caso dos empreendimentos de base imobiliária.** São Paulo: EPUSP, 1995. (Boletim Técnico –BT/PCC-153/95)

**ROCHA LIMA JR., J. Fundos de investimento imobiliário, com portfólio de base imobiliária: notas sobre a depreciação do ativo.** São Paulo: EPUSP, 1997. (Boletim Técnico – BT/PCC-187/97)

**ROCHA LIMA JR., J. Fundos de investimento imobiliário e real estate investment trusts.** CONGRESSO URBAN LAND INSTITUTE – REAL ESTATE NA AMÉRICA LATINA. 7p. Anais. São Paulo. 2001.

**ROCHA LIMA JR., J. Fundos imobiliários tem futuro no Brasil?** 11p. Carta do Núcleo de Real Estate da Poli - Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo. 2011.

**ROCHA LIMA JR., J.; ALENCAR, C.T. O mercado de edifícios de escritórios para locação em São Paulo: ciclos para absorção do estoque e para a retomada da atratividade do investimento.** São Paulo: EPUSP, 2004. (Boletim Técnico – BT/PCC-355/2004)

**SNL REAL ESTATE. Real Estate Market Report.** Julho 2014.

**XP INVESTIMENTOS. Guia de fundos imobiliários.** 2015. São Paulo

**ZELMANOVITZ L., Fundos de Investimento Imobiliário.** Revista da CVM. São Paulo. 2000.