

**FELIPE BAPTISTA TOGNINI**  
**HENRIQUE BATISTA CAPELAS**  
**THIAGO YUZO SAKAGUTI**

**ANÁLISE DA GESTÃO DE CARTEIRA DE FUNDOS DE  
INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS NO BRASIL**

Trabalho de Formatura do Curso de  
Engenharia Civil apresentado à Escola  
Politécnica da Universidade de São  
Paulo

São Paulo  
2018



**FELIPE BAPTISTA TOGNINI**  
**HENRIQUE BATISTA CAPELAS**  
**THIAGO YUZO SAKAGUTI**

**ANÁLISE DA GESTÃO DE CARTEIRA DE FUNDOS DE  
INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS NO BRASIL**

Trabalho de Formatura do Curso de  
Engenharia Civil apresentado à Escola  
Politécnica da Universidade de São  
Paulo

Orientador:  
Prof. Doutor Claudio Tavares de Alencar

Catálogo-na-publicação

Baptista Tognini, Felipe  
ANÁLISE DA GESTÃO DE CARTEIRA DE FUNDOS DE  
INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS NO BRASIL / F. Baptista Tognini, H. Batista  
Capelas, T. Yuzo Sakaguti -- São Paulo, 2018.  
83 p.

Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São  
Paulo. Departamento de Engenharia de Construção Civil.

1.Fundos Imobiliários 2.Gestão de Portfólios I.Universidade de São Paulo.  
Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Construção Civil II.t.  
III.Batista Capelas, Henrique IV.Yuzo Sakaguti, Thiago

São Paulo

2018

## **AGRADECIMENTOS**

Ao nosso orientador, Prof. Doutor Claudio Tavares de Alencar pelo direcionamento e ensinamentos dispendidos, e pelo esforço e paciência ao orientar nosso grupo.

A todos amigos que fizeram parte da nossa formação, tanto nos períodos externos as aulas, quanto no decorrer dos anos letivos e de estudos aqui na escola, por tornarem essa realização possível e mais divertida e proveitosa.

Ao Fernando, Mauro e ao Carlos, pela atenção e disponibilidade de atendimento ao nosso grupo para a realização das entrevistas, e assim contribuírem de maneira excepcional ao conteúdo deste trabalho.

As nossas famílias pelo carinho e apoio incondicional no decorrer de toda a graduação.

A todos que, direta ou indiretamente, colaboraram na execução do trabalho.

E, por fim, a SALA 1 onde tudo começou.

## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO .....	1
1.1	Objetivos .....	1
1.2	Relevância do Tema .....	1
1.3	Metodologia.....	3
1.4	Estrutura do trabalho.....	4
2	OS INVESTIMENTOS EM REAL ESTATE .....	6
2.1	Visão global de investimentos em real estate .....	6
2.2	Fundos De Investimento Imobiliário – FIIs .....	9
2.3	Classificação e tipos de FIIs.....	11
3	Gestão de portfólios de real estate.....	15
3.1	Características da gestão ativa e gestão passiva .....	21
3.2	Gestão ativa no Boston Properties e BR Properties .....	24
3.3	Gestão ativa em FIIs .....	32
4	ENTREVISTAS COM GESTORES DE FIIS.....	42
4.1	Metodologia das entrevistas.....	42
4.1.1	Momento Certo De Fazer Uma Transação Imobiliária.....	43
4.1.2	Processo De Tomada De Decisão.....	43
4.2	Questionário.....	44
4.3	Entrevistas .....	46
4.3.1	Momento Certo De Realizar Uma Transação Imobiliária.....	46
4.3.2	Processo De Tomada De Decisão.....	47
4.3.3	Estratégias Externas.....	49
5	Conclusões .....	51
6	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	53
	APÊNDICES.....	57
	Apêndice I – Entrevista 1 – Mauro Dahruj (Hedge Investments) .....	57
	Momento De Fazer Uma Transação Imobiliária .....	57
	Processo De Tomada De Decisão .....	58
	Entrevista 2 – Carlos Martins (Kinea Investimentos) .....	60
	Momento De Fazer Uma Transação Imobiliária .....	60
	Processo De Tomada De Decisão .....	62
	Entrevista 3 – Fernando Crestana (Banco BTG) .....	64

Momento De Realizar Uma Transação Imobiliária .....	64
Processo De Tomada De Decisão .....	64
Ferramentas Utilizadas .....	66
Estratégias Externas .....	66
Anexos .....	68
Tabela de classificação ANBIMA .....	68
Patrimônio Líquido e retorno dos FIs. ....	71

## RESUMO

O presente estudo tem como objetivo identificar na gestão de portfólios de fundos de investimento imobiliário (FII) as principais características do modelo de gestão ativa praticada por estes e propor uma análise crítica.

Para atingir esse propósito foram abordadas as teorias que regem a gestão de portfólios imobiliários presentes na literatura em tópicos que comparem as características de uma gestão ativa e passiva, de maneira a fomentar a nossa análise de gestão de portfólios de FIIs e, assim, servir de prerrogativa para os resultados do trabalho.

Com base em entrevistas com diferentes gestores de fundos imobiliários do Brasil, foram feitas considerações e comparações frente as abordagens propostas na literatura. Assim, trazer resultados coerentes com as práticas atuantes no mercado, e proporcionar uma visão da atuação das gestoras brasileiras do setor.

Além disso, com o propósito de aprofundar a discussão sobre as diferenças dos modelos de gestão, foi feita uma análise de um grupo de fundos imobiliários que possuem portfólios diversificados e com histórico de transações disponíveis, assim como, foi feita uma análise da gestão de um REIT americano e uma empresa brasileira listada em bolsa de valores focada em investimentos imobiliários.

Ao final, os resultados e observações aqui apresentados podem ser utilizados para gestoras de fundos imobiliários, fornecendo uma análise comparativa entre a gestão de portfólios praticada em diferentes veículos, quanto pela academia, no sentido de confrontar os modelos empregados na prática com a bibliografia e, assim, direcionar novos estudos que permitam uma maior integração entre mercado e academia.

Palavras-Chave: gestão de carteiras; fundos de investimento imobiliário; engenharia civil



## **ABSTRACT**

The present study intends identify within the real estate investment funds portfolio management, the active`s management main characteristics used by such investment funds and propose a critical analysis.

To reach that goal the real estate investment fund management theories present in the literature was approached with special attention to topics comparing the characteristics between active and passive management, therefore enriching our real estate fund management analysis and so, serving as prerogative to this work`s results.

Based on the interview with different Brazilian fund managers, considerations and comparisons were made regarding the approaches seen in the literature. By doing so, it is intended to have as outcomes, results that are coherent with current market practices and to offer an understanding of management firms in Brazil.

Beyond that, with the purpose to deepen the analysis about the differences between management styles, an analysis was done with a group of real estate investment funds that have diversified portfolios and an available transaction history, as well, an analysis was done with an American REIT and a listed Brazilian property investment focused company.

By the end, the results and observations here introduced may be used both by real estate management firms, by providing a comparison between the management styles adopted by different investment vehicles, as well by the academy aiming to compare management models used in practice with the literature and by so, appoint new studies that allow a bigger integration between market and academy.

Key-words: portfolio management; real estate investment fund; civil engineering

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Evolução IFIX e NTN-B 2024 (fonte: Economática) .....	2
Figura 2 - Número de investidores em FIIs (Fonte: B3 - agosto 2018).....	3
Figura 3 - Evolução do mercado de REITs entre 1971 e 2016 – Fonte: NAREIT (2017) .....	7
Figura 4 - Estrutura de um Fundo de Investimento Imobiliário no Brasil atualmente	10
Figura 5 – Número de fundos imobiliários registrados na CVM (Fonte: CVM, *agosto 2018) .....	11
Figura 6 - Fases do ciclo de <i>real estate</i> (Mueller, 1995).....	16
Figura 7 - Ciclo do mercado imobiliário (Fonte: Hedge Investments – fevereiro 2018) .....	16
Figura 8 – Relação entre quantidade de ativos e risco do portfólio (Fonte: Hishamuddin, 2006. Adaptado pelos autores).....	18
Figura 9 - Fronteira Eficiente (Fonte: PORTO, 2010).....	23
Figura 10 - Distribuição Ativos da Boston Properties por Região (Fonte: RI Boston Properties).....	25
Figura 11 - Base de inquilinos Boston Properties (Fonte: RI Boston Properties) .....	26
Figura 12 - Estratégia Boston Properties,(Fonte: tradução do Relatório Anual 2017 Boston Properties).....	26
Figura 13 - Aquisições e vendas da Boston Properties (Fonte: RI Boston Properties) .....	27
Figura 14 - Dividendos pagos aos acionistas da BXP (Fonte: Boston Properties) ....	28
Figura 15 - Pilares da estratégia BR Properties (Fonte: RI BR Properties) .....	29
Figura 16 -Base de inquilinos BR Properties (Fonte: RI BR Properties).....	30
Figura 17 - Aquisições e vendas da BR Properties (Fonte: RI BR Properties).....	31
Figura 18 – EBITDA por ação (Fonte: RI BR Properties) .....	32
Figura 19 - Aquisições e vendas dos FIIs (Fonte: sites dos administradores dos fundos) .....	36
Figura 20 - Dividendo distribuído por cota dos FIIs (Fonte: Economática).....	38
Figura 21 - % por segmento da carteira de FIIs do BCFF11 (Fonte: BTG Pactual - Elaborado pelos autores) .....	39
Figura 22 - tempo que a ABL permaneceu no portfólio .....	41

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estruturas de REITs ao redor do mundo (Fonte: BROUNEN, D.; de KONING, S, 2012).....	8
Tabela 2: Fundos de gestão ativa e passiva por segmento (Fonte: ANBIMA, elaborado pelos autores).....	33
Tabela 3 - FII's utilizados para o estudo.....	34
Tabela 4 - Dividendos totais distribuídos por cota (Fonte: Economatica).....	38
Tabela 5: Classificação ANBIMA (Fonte: ANBIMA, maio 2018).....	68
Tabela 6: Patrimônio Líquido e retorno dos FII's (Fonte: Economatica) .....	71
Tabela 7 - Histórico de Market Cap REITs (Fonte: NAREIT) .....	73
Tabela 8 - Histórico de dividendos Boston Properties (Fonte: Boston Properties) ..	74
Tabela 9 - Indicadores operacionais BR Properties (Fonte: RI BR Properties) .....	77

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABL	Área Bruta Locável
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais
B3	Brasil Bolsa Balcão
BOVESPA	Bolsa de Valores da São Paulo
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEPAC	Certificado de Pontencial Adicional de Construção
CMBS	<i>Commercial Mortgage Backed Securities</i>
CRI	Certificado de Recebível Imobiliário
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EEL	Edifícios de Escritório para Locação
FIDC	Fundo de Investimentos em Direito Creditórios
FII	Fundo de Investimento Imobiliário
FIP	Fundo de Investimento em Participações
IFIX	Índice de Fundos Imobiliários
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
LCI	Letra de Crédito Imobiliário
LH	Letra Hipotecária
MPT	<i>Modern Portfolio Theory</i>
NAREIT	<i>National Association of Real Estate Investment Trusts</i>
REIT	<i>Real Estate Investment Trust</i>
REOC	<i>Real Estate Operating Company</i>
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
TVM	Títulos e Valores Mobiliários

# **1 INTRODUÇÃO**

Neste capítulo são tratados os objetivos, a relevância do tema, metodologia, estrutura do trabalho e resultados esperados.

## **1.1 Objetivos**

O objetivo do trabalho é destacar os efeitos e resultados da gestão ativa de carteiras de fundos de investimento imobiliário e verificar se a reciclagem de portfólios de real estate, bastante presente na literatura como a principal ferramenta de gestão ativa, se verifica no âmbito dos FII's.

## **1.2 Relevância do Tema**

Os cenários macroeconômicos do segundo semestre de 2018 no Brasil, com taxa de inflação (IPCA) se mostrando estável, assim como a taxa de juros (Selic), implicam em uma combinação de mercado favorável para a expansão dos fundos de investimento imobiliários, uma vez que este tipo de investimento passa a ser uma alternativa atraente ao pequeno e médio investidor. Assim, a necessidade de mais informações sobre as características deste ativo se torna ainda mais relevante, dada a possibilidade de aumento de aporte de capital nesta classe de ativos.

A Figura 1 ilustra a variação do IFIX, Índice de fundos de investimento imobiliários da B3 (Bolsa de Valores de São Paulo), e da NTN-B com vencimento em 2024, título do governo que remunera a inflação mais uma diferença positiva, ou seja, é uma taxa de juros real. Percebe-se visualmente que o movimento de ambos apresenta uma correlação negativa. Assim, quando o juro real cai, o IFIX sobe. E o oposto também é evidenciado de tal modo que no cenário atual, de queda da taxa de juros, o ambiente para os FIIs pode se favorecer.



**Figura 1 – Evolução IFIX e NTN-B 2024 (fonte: Economática)**

Desde o início dos FII's em 1993, há um interesse crescente pelos FII's no Brasil. O número de fundos registrados na CVM, a autarquia federal responsável por regulamentar o mercado de capitais no Brasil, foi o maior até agosto de 2018.

O número de investidores em FII's no fechamento de agosto de 2018 foi o maior registrado na B3, totalizando 172.843 investidores. Na Figura 2, fica evidente o crescimento do número de investidores nessa classe de ativos.

Com o crescimento do número de fundos e de investidores é de relevância para o mercado e para a academia, que estudos sobre gestão de portfólios de fundos de investimento imobiliário acompanhem esse crescimento, visando um maior entendimento sobre este veículo de investimento.

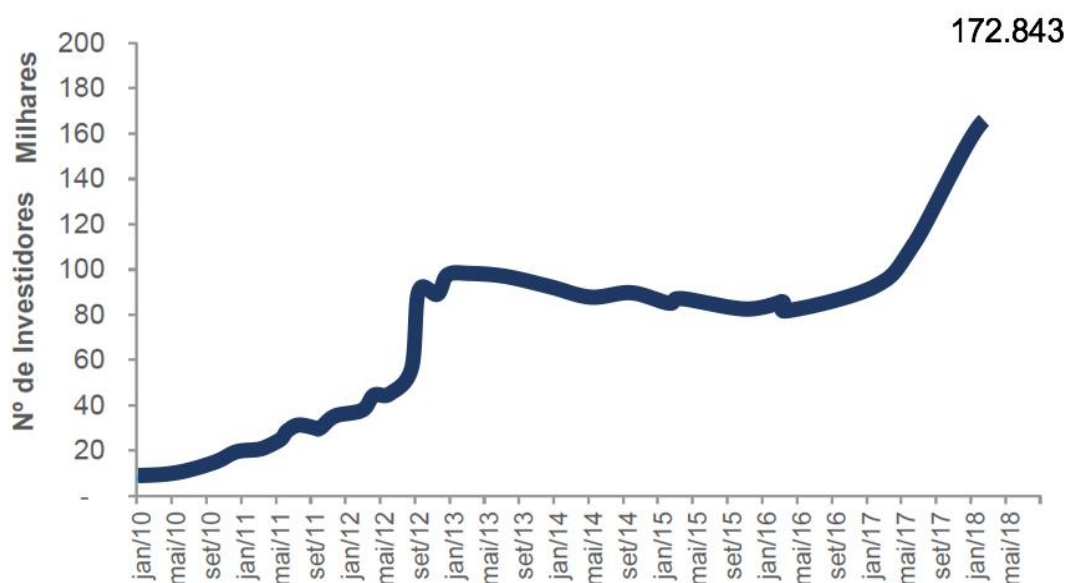


Figura 2 - Número de investidores em FII's (Fonte: B3 - agosto 2018)

### 1.3 Metodologia

Inicialmente, elencou-se os motivos para se investir em *real estate*, quais as vantagens e desvantagens dessa classe de ativos. Foi descrito também, como se dá o modelo de investimentos em ativos imobiliários por meio de veículos estruturados como os *Real Estate Investment Trust (REIT)* e os Fundos de Investimento Imobiliário (FII).

Na sequência, reduziu-se o escopo para a análise do trabalho para os Fundos de Investimento Imobiliários no Brasil, descrevendo seu histórico de elaboração e suas principais características, detalhando suas regulamentações e classificações.

Com relação à gestão de portfólios de investimentos imobiliários, foi analisado o que a literatura descreve como sendo os principais aspectos praticados pelos gestores de portfólios. Foram descritos também os tipos de gestão mais explorados na literatura, os quais podem ser agrupados em dois tipos: gestão ativa e gestão passiva.

Com o escopo definido, foram realizadas entrevistas com gestores de fundos de investimento imobiliário no Brasil, responsáveis por estratégias de gestão ativa e, com isso, compreendeu-se como é feita a elaboração e manutenção de portfólios de FIs.

A definição do conteúdo das entrevistas foi baseada no artigo escrito por Worzala (1997), no qual foi realizada uma pesquisa com gestores de fundos de pensão questionando quais os fundamentos utilizados por eles no processo de investimentos em ativos imobiliários. Assim, foi elaborado um questionário para as entrevistas realizadas neste trabalho que serão discutidas adiante, no qual foi abordado os principais tópicos necessários para subsidiar a comparação entre metodologias de gestão de carteira, buscando entender a rotina de análise das gestoras.

Para se estudar a gestão ativa em fundos de investimento imobiliários no Brasil, foram analisados um total de seis FIs de gestão ativa, que investem em ativos imobiliários e possuem um histórico de transações com dados disponíveis. Foram estudados também a Boston Properties, um REIT americano, e a BR Properties, uma empresa focada em investimentos imobiliários no Brasil. O principal aspecto analisado foi a reciclagem do portfólio praticadas por esses dois investidores que também adotam a gestão ativa e assim possibilitaram uma comparação com os FIs estudados.

Por fim, buscou-se inferir as principais características da gestão ativa em fundos de investimento imobiliários a partir do grupo estudado e da comparação com a Boston Properties e a BR Properties.

## **1.4 Estrutura do trabalho**

O primeiro capítulo descreve em linhas gerais o trabalho a ser realizado, seu objetivo, motivações e justificativas.

O segundo capítulo apresenta uma visão sobre o mercado de fundos de investimentos imobiliários. Além disso, contextualiza a atuação de tais veículos de investimentos no Brasil, no caso os fundos de investimento imobiliário.



O terceiro capítulo deste trabalho apresenta os principais aspectos e fundamentos utilizados por gestores de portfólios de investimentos de base imobiliária. E, também, define quais as diferenças entre gestão ativa e passiva. Realiza também, uma comparação da reciclagem de portfólios realizadas por um REIT americano, uma empresa de *properties* no Brasil e um grupo de FIs selecionados de acordo com critérios objetivos, também no Brasil.

O quarto capítulo descreve os principais pontos abordados pelos gestores de FIs durante as entrevistas, servindo de base para a comparação entre os diferentes veículos de investimento.

O quinto capítulo elucida as conclusões encontradas no presente trabalho a partir das análises das gestões ativas dos diferentes veículos estudados.

O sexto capítulo apresenta as referências bibliográficas utilizadas no trabalho.

## 2 OS INVESTIMENTOS EM REAL ESTATE

Neste capítulo são descritos os principais motivos para se realizarem investimentos em ativos de base imobiliária e também o modelo adotado via fundo de investimento.

### 2.1 Visão global de investimentos em real estate

Dentre as muitas opções de investimentos e produtos disponíveis para se investir, surge o questionamento dos motivos de investir em *real estate*. Worzala (1997) afirma que uma carteira ideal deve conter pelo menos de 10% a 20% investidos em ativos de *real estate*, enquanto que Hudson-Wilson et al. (2005) listam três razões primárias para se considerar esta classe de ativos dentro de qualquer portfólio de investimentos:

- I. Reduzir o risco total do portfólio pois, combinações de classes não relacionadas de ativos, respondem de modos diferentes ao mesmo cenário;
- II. Atingir um retorno absoluto maior, ou seja, uma maior rentabilidade;
- III. Proteção contra inflação inesperada;

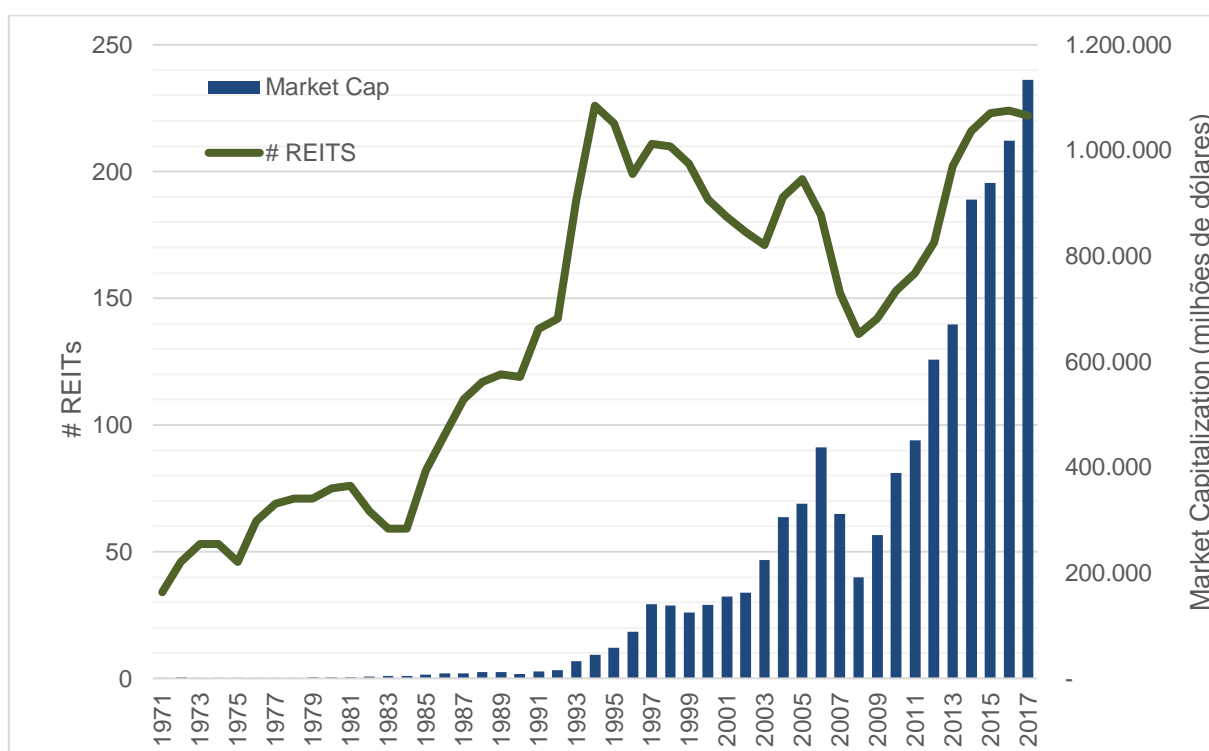
Porém, investir em ativos de base imobiliária, seja na construção ou aquisição de ativos já construídos, não é trivial. Rocha Lima et al. (2011) discorrem que empreender em *real estate* obriga tomar decisões que comprometem grande capacidade de investimento para fazer empreendimentos sem flexibilidade, cujos resultados serão alcançados em um prazo longo em relação ao momento de decisão.

Neste sentido, buscando facilitar os investimentos em ativos imobiliários, surgiram ao longo dos anos diversos veículos ao redor do mundo que buscavam auferir ganhos a partir de investimentos em *real estate*. Tais veículos possuem como características principais: os incentivos fiscais, o fracionamento do veículo e ter múltiplos investidores.

O principal modelo de investimentos em ativos de base imobiliária com essas características foi difundido com criação dos REITs (*Real Estate Investment Trust*) nos Estados Unidos na década de 1960.

Os REITs são companhias que foram inicialmente criadas para oferecer ao pequeno e médio investidor a possibilidade de investimento em portfólios diversificados. Pode-se citar dois objetivos com a criação destas companhias: promover ao investidor a oportunidade de participar do mercado de base imobiliária e simultaneamente prover maior liquidez ao mercado de *real estate*; isentar a companhia do pagamento de imposto de renda se eles distribuíssem a maior parte do resultado tributável para seus acionistas (PORTO, 2010).

Nos Estados Unidos, e em outros países também, os REITs possuem as suas ações negociadas em bolsa de valores. Tal característica possibilita uma maior adesão por parte do pequeno investidor. Ao longo das décadas, os REITs se desenvolveram bastante, criando diversificados portfólios. O gráfico da Figura 3 ilustra a evolução do número de REITs e o valor de mercado total de 1971 a 2017. No final de 2017, existiam 222 REITs listados em bolsa e possuíam aproximadamente 1,13 Trilhões de dólares em valor de mercado.



**Figura 3 - Evolução do mercado de REITs entre 1971 e 2016 – Fonte: NAREIT (2017)**

Nas décadas subsequentes aos anos 1960, outros países de várias regiões do mundo também desenvolveram regras que permitiram a criação de estruturas similares aos

REITs. Tanto na Europa quanto na Ásia, foi observado uma rápida difusão do modelo dos REITs. BROUNEN, D.; de KONING, S (2012) destaque que a isenção fiscal foi consequência da obrigatoriedade da distribuição de resultados e renda aos investidores e, assim, ofereceu ao pequeno investidor acesso ao *real estate* com liquidez e diversidade.

No Brasil, os Fundos de Investimento Imobiliários, os FII (que serão melhor elaborados adiante) foram desenvolvidos em 1993. As principais estruturas de investimento em portfólios de *real estate* criadas ao redor do mundo estão descritas na Tabela 1.

**Tabela 1 - Estruturas de REITs ao redor do mundo (Fonte: BROUNEN, D.; de KONING, S, 2012)**

<b>País</b>	<b>Nome Legal</b>	<b>Ano de Criação</b>	<b>Distribuição de Lucros</b>
Bélgica	SICAFI	1995	80% da receita líquida
Finlândia	FINNISH REIT	2009	90% da receita líquida
França	SIIC	2003	85% lucros isentos de IR
Alemanha	G-REIT	2007	90% da receita líquida
Grécia	REIC	1999	35% da receita líquida
Israel	REIF	2006	90% da receita líquida
Itália	SIQ	2007	85% da renda imobiliária
Lituânia	REIT	2008	Sem requerimentos
Luxemburgo	SIF	2007	Sem requerimentos
Holanda	FBI	1969	100% da receita líquida
Espanha	SOCIMI	2009	90% da receita imobiliária
Turquia	REIC	1995	Mínimo de 20%
Reino Unido	UK-REIT	2007	90% de lucros isentos
Austrália	Unit Trust	1971	100% da receita líquida
Dubai	REIT	2006	80% da receita líquida
Hong Kong	HK-REIT	2003	90% da receita líquida
Índia	REMF	2008	De acordo com contrato
Japão	J-REIT	2000	90% da receita líquida
Malásia	MREIT	2002	90% da receita líquida
Nova Zelândia	PIE	2007	Sem requerimentos
Paquistão	Pakistan REIT	2008	90% da receita líquida
Cingapura	S-REIT	1999	90% da receita líquida
Coreia do Sul	REIC	2001	90% da receita líquida
Taiwan	REIT	2003	De acordo com o contrato
Tailândia	PFPO	1992	90% da receita líquida
África do Sul	Property Unit Trust	2002	Lucros devem ser reinvestidos
Brasil	FII	1993	95% da receita líquida
Canadá	MFT	1994	100% da receita líquida
Chile	FII	1989	30% da receita líquida
Costa Rica	REIF	1997	Sem requerimentos
México	FIBRAS	2004	95% da receita líquida
Porto Rico	REIT	1972	90% da receita líquida
Estados Unidos	US-REIT	1960	90% da receita líquida

## **2.2 Fundos De Investimento Imobiliário – FIs**

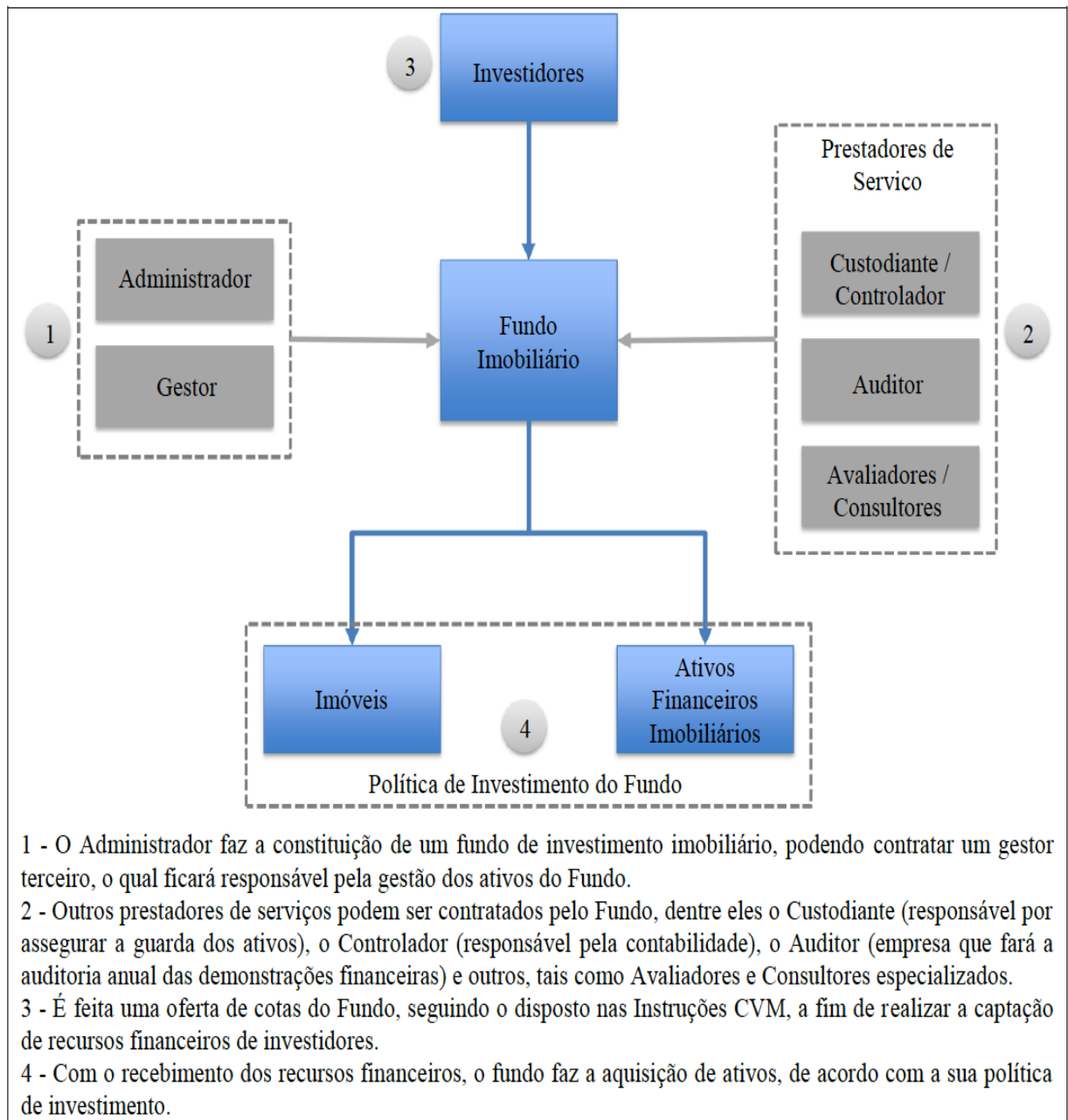
Porto (2010) detalha que assim como os REITs, o surgimento no Brasil de fundos de investimento imobiliários (FII) foram estimulados pela possibilidade da entrada do pequeno e médio investidor no mercado imobiliário.

Os FIs são condomínios fechados de investidores fracionados em quotas. Por ser um condomínio fechado, não é permitido ao investidor resgatar os recursos investidos. Para tal, é necessário que o investidor venda suas quotas no mercado secundário. Ao adquirir quotas, os investidores recebem os retornos do capital investido por meio da distribuição de resultados provenientes das receitas de alugueis ou do lucro da venda de ativos do fundo.

No entanto, os cotistas não possuem qualquer direito real sobre os ativos, o que difere dos investimentos diretos em imóveis. Assim, por não possuir tal direito, os cotistas não possuem qualquer obrigação legal ou contratual relativa a estes imóveis (SCOLESE, 2014).

Os FIs possuem uma estabilidade em relação a geração de renda e ao valor dos ativos, satisfazendo as demandas de poupanças ou de investidores conservadores que buscam alocação em ativos com potencial de gerar rendas harmônicas e com baixa flutuação de valor no longo prazo (ALENCAR, 2018).

Os fundos investem em empreendimentos imobiliários ou ativos de base imobiliária nos mais diversos segmentos, como por exemplo: lajes corporativas, galpões logísticos, shoppings centers, hospitais, universidades, varejo, entre outros. Porto (2010) ressalta que o fundo imobiliário passa a ser dono dos ativos e o administrador da carteira de investimentos, como representante dos interesses dos investidores. A estrutura simplificada de um fundo imobiliário está exemplificada na Figura 4.



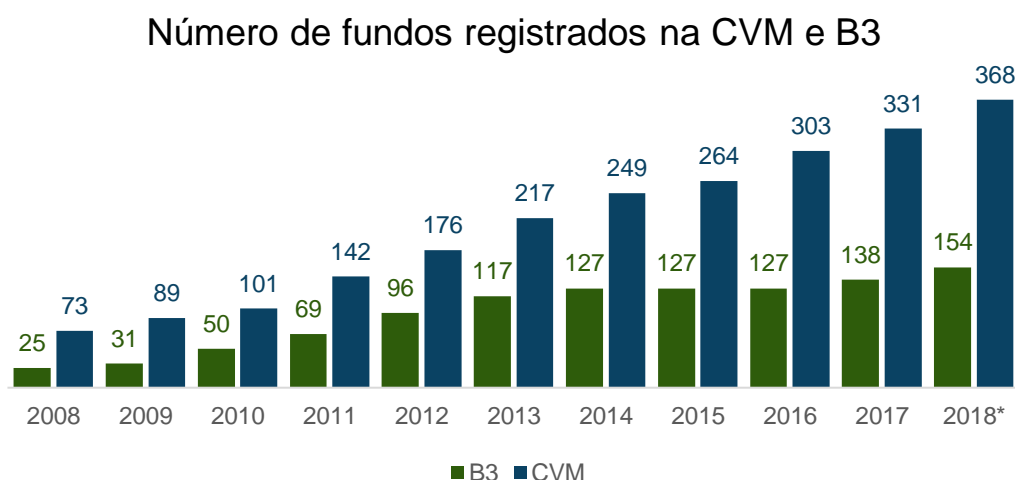
**Figura 4 - Estrutura de um Fundo de Investimento Imobiliário no Brasil atualmente**

**Fonte: Okazuka Júnior (2015)**

A legislação regulamentadora dos FIIs foi introduzida pela Lei 8668/93 e pela Instrução 205/94 da CVM. Mais recentemente a mesma autarquia federal atualizou a regulamentação que exerce sobre os fundos imobiliários ao publicar a Instrução 571 de 25 de novembro de 2015.

Todos os fundos imobiliários devem estar devidamente aprovados e registrados na CVM para funcionarem. Em agosto de 2018, a CVM possuía o registro de 386 fundos

imobiliários que totalizavam um patrimônio líquido de aproximadamente R\$ 74,5 bilhões. Já a B3, possuía 154 fundos listados para negociação. De 2011 até agosto de 2018, o número de FIs registrados aumentou 157%, como pode ser visto na Figura 5.



**Figura 5 – Número de fundos imobiliários registrados na CVM (Fonte: CVM, \*agosto 2018)**

## 2.3 Classificação e tipos de FIs

Para os fundos de investimento imobiliário, os conceitos de gestão ativa e gestão passiva também são empregados. Com o crescimento da indústria de FIs nos últimos anos, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, a ANBIMA, desenvolveu no ano de 2015 uma classificação para todos os fundos presentes na indústria.

Ao dividir os fundos em tipos ou categorias que expressam os objetivos e políticas de investimento, agrupando-os conforme suas semelhanças, viabiliza a comparação entre fundos, e adicionalmente, com outras alternativas de investimento. A classificação também auxilia no processo de seleção e decisão de investimento, na medida em que facilita a identificação dos fundos pelos investidores, de modo que haja maior compatibilidade entre os interesses e objetivos de ambos.

Para os FIs, a classificação entrou em vigor em 01 de outubro de 2015 de acordo com a Deliberação Nº 2062 de 22 de junho de 2015 da ANBIMA, que dividia os fundos conforme dois critérios: Mandato e Tipo de Gestão. Adicionalmente a esses critérios,

acompanhavam-se os segmentos de atuação do fundo. O mandato de um FII poderia estar classificado como:

- FII de Desenvolvimento para Renda: fundos que, conforme definido em seu regulamento, objetivam investir acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em desenvolvimento/incorporação de empreendimentos imobiliários em fase de projeto ou construção, para fins de geração de renda com locação ou arrendamento;
- FII de Desenvolvimento para Venda: fundos que, conforme definido em seu regulamento, objetivam investir acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em desenvolvimento de empreendimentos imobiliários em fase de projeto ou construção, para fins de alienação futura a terceiros;
- FII de Renda: fundos que, conforme definido em seu regulamento, objetivam investir acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em empreendimentos imobiliários construídos, para fins de geração de renda com locação ou arrendamento;
- FII de Títulos e Valores Mobiliários: fundos que, conforme definido em seu regulamento, objetivam investir acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em Título e Valores Mobiliários, tais como ações, cotas de sociedades, Fundos de Investimento em Participação ("FIPs") e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios ("FIDC"), cujas políticas ou propósitos se enquadre entre as atividades permitidas aos FII, cotas de FII, fundos de investimento em ações setoriais, Certificado de Potencial Adicional de Construção ("CEPAC"), Certificado de Recebíveis Imobiliários ("CRI"), Letras Hipotecárias ("LH"), Letra de Crédito Imobiliário ("LCI") ou qualquer outro valor mobiliário abarcado pela legislação vigente;



- FII Híbrido: fundos cuja estratégia de investimento não observe nenhuma concentração das classificações acima mencionadas, conforme definido em seu regulamento.

O Tipo de Gestão é classificado como:

- Gestão Passiva: fundos que especificam em seus regulamentos o imóvel ou o conjunto de imóveis que comporão sua carteira de investimento, ou, aqueles que têm por objetivo acompanhar um benchmark do setor.
- Gestão Ativa: fundos que não possuem gestão passiva.

Sendo assim, o Tipo ANBIMA dos FIIs serão definidos pela composição da classificação de Mandato e Tipo de Gestão e se encaixam em um dos Tipos conforme:

- I. FII Desenvolvimento para Renda Gestão Ativa;
- II. FII Desenvolvimento para Renda Gestão Passiva;
- III. FII Desenvolvimento para Venda Gestão Ativa;
- IV. FII Desenvolvimento para Venda Gestão Passiva;
- V. FII Renda Gestão Ativa;
- VI. FII Renda Gestão Passiva;
- VII. FII de Título e Valores Mobiliários Gestão Ativa;
- VIII. FII de Título e Valores Mobiliários Gestão Passiva;
- IX. FII Híbrido Gestão Ativa; e
- X. FII Híbrido Gestão Passiva.

A classificação será complementada pelo segmento de atuação do FII, devendo este ser informado no ato do registro do fundo na ANBIMA. As opções de segmento estão descritas da seguinte maneira:

- I. Agências: fundos que, conforme definido em seu regulamento, objetivam investir acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em imóveis destinados a agências bancárias;

- II. Educacional: fundos que, conforme definido em seu regulamento, objetivam investir acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em imóveis destinados a atividades educacionais;
- III. Híbrido: fundos que, conforme definido em seu regulamento, objetivam investir, direta ou indiretamente, em imóveis relacionados a mais de um segmento;
- IV. Hospital: fundos que, conforme definido em seu regulamento, objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis destinados a receber instalações hospitalares;
- V. Hotel: fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis destinados a atividades hoteleiras, incluindo unidades integrantes de flats que tenham a mesma atividade;
- VI. Lajes Corporativas: fundos que, conforme definido em seu regulamento, objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis destinados a escritórios;
- VII. Logística: fundos que, conforme definido em seu regulamento, objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis provenientes do segmento logístico. Imóveis destinados a sediar instalações de centros de distribuição, armazenamento e logística;
- VIII. Residencial: fundos que, conforme definido em seu regulamento, objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis residenciais;
- IX. Shoppings: fundos que, conforme definido em seu regulamento, objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis destinados a sediar centros comerciais - Shoppings centers;
- X. Títulos e Valores mobiliários: fundos que, conforme definido em seu regulamento, objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido em ações, cotas de sociedades, FIP e FIDC, cujas políticas ou propósitos se enquadre entre as atividades permitidas aos FII, cotas de FII, fundos de investimento em ações setoriais, CEPAC, CRI, LH, LCI ou qualquer outro valor mobiliário permitido pela legislação vigente;
- XI. Outros: fundos que, conforme definido em seu regulamento, objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis destinados a segmentos não listados acima.

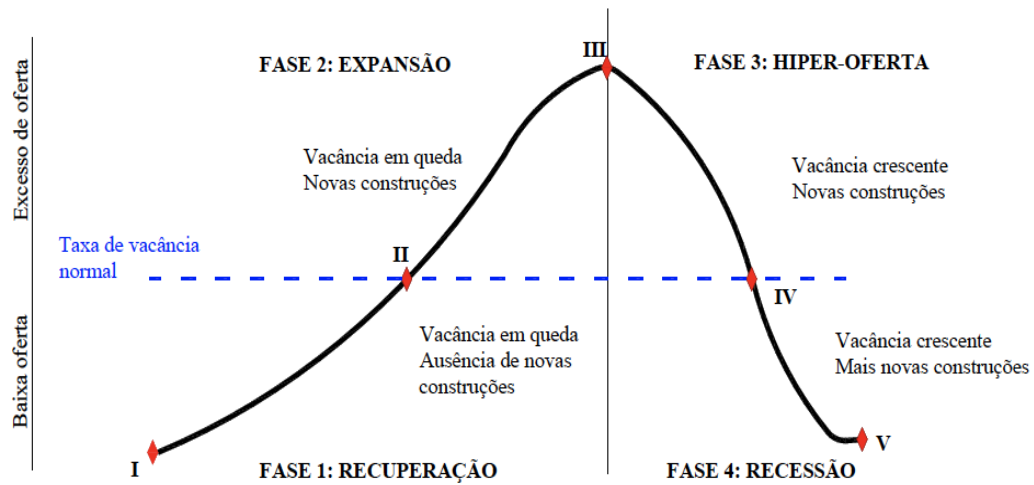
### 3 GESTÃO DE PORTFÓLIOS DE REAL ESTATE

No âmbito da gestão de portfólios de ativos imobiliários, é fundamental destacar o ciclo do *real estate*, uma vez que este ciclo é muito estudado e observado pelos gestores. É por meio da análise deste ciclo que os gestores buscam se posicionar mais adequadamente para a mobilização ou desmobilização de um ativo. Conforme Pyhrr, Born E Webb (1990) a análise deste ciclo pode ser muito importante para o retorno obtido em investimentos de *real estate*.

Mueller (1995) dividiu o ciclo do real estate em quatro fases. Sendo elas:

- Recuperação: o mercado se caracteriza por um período em que apresenta excesso de oferta, baixo crescimento da demanda, ou ainda, uma combinação de ambos;
- Expansão: nesta fase a demanda continua em crescimento e as taxas de vacância em queda, o que por sua vez pode acarretar em um aumento nos preços de locação e incentivando a elaboração e realização de novos empreendimentos. O crescimento da oferta e da demanda cresce, até que seja atingido um ponto de inflexão. Neste ponto a taxa de crescimento da demanda passa a ficar abaixo da taxa de crescimento da oferta.
- Hiperoferta: nesta fase a taxa de crescimento da oferta é superior à taxa de crescimento da demanda, o que configura no crescimento da taxa de vacância, uma vez que começa a aumentar o número de espaços vagos. Enquanto não há excesso de oferta, os preços dos aluguéis tendem a permanecer estáveis.
- Recessão: As taxas de vacância atingem patamares elevados (acima de uma taxa tida como “normal”) e os investidores reduzem os preços dos aluguéis para manterem seus inquilinos. Além disso, muitos empreendimentos têm seus lançamentos postergados e as novas construções são interrompidas. Somente no final da recessão, as taxas de demanda voltariam a crescer acima das taxas de oferta, iniciando-se um novo ciclo.

A Figura 6 ilustra as fases do ciclo proposto por Mueller, onde o eixo das abcissas representa o tempo e o eixo das ordenadas a taxa de ocupação:



**Figura 6 - Fases do ciclo de *real estate* (Mueller, 1995)**

Apesar de no longo prazo, os comportamentos de diferentes regiões e classes de ativos tenderem para um comportamento similar, no curto prazo eles possuem dinâmicas diferentes. A Figura 7 ilustra a percepção de um gestor de FIIs em relação a qual fase do ciclo do *real estate* diferentes segmentos de ativos imobiliários no Brasil durante os primeiros meses de 2018.



**Figura 7 - Ciclo do mercado imobiliário (Fonte: Hedge Investments – fevereiro 2018)**

Além disso, é importante destacar uma outra divisão explorada na Figura 6: a linha pontilhada vertical que divide o ciclo em duas partes. Na esquerda estão destacadas

as fases de “Recuperação” e “Expansão” como favoráveis aos proprietários, enquanto que na direita, as fases de “Desaceleração” e “Recessão” como favoráveis aos locatários. Ou seja, no momento em que o ciclo é favorável aos proprietários existe uma demanda maior que a oferta, o que por sua vez favorece a negociação de preços de aluguel e ocupação, assim como os preços em patamares mais elevados. Já quando o ciclo é favorável para os inquilinos, a situação oposta pode ser verificada.

Tendo em visto o ciclo exposto anteriormente, o gestor de portfólios de *real estate* que for capaz de visualizar as diferentes fases do ciclo em que se encontram os mercados em que atua ou pretende atuar, deve ser capaz de posicionar seu portfólio de modo a buscar uma rentabilidade ótima em momentos de expansão, ou ainda, protegê-lo em momentos de recessão. Por isso existe a necessidade de o gestor realizar análises e avaliações periódicas da estratégia de mobilização ou desmobilização dos ativos, ponderando sempre se as premissas utilizadas para a realização do investimento ainda são válidas.

Os modelos elaborados pelos gestores devem refletir as implicações que as diferentes fases do ciclo acarretam no portfólio, como por exemplo, oscilação nos preços de locação, nas taxas de ocupação, variação nas despesas operacionais, entre outros.

Buscando proteger o portfólio destas oscilações e reduzir os riscos aos quais o portfólio está exposto, a diversificação em diferentes segmentos traz benefícios por meio da possibilidade de o gestor selecionar ativos que tenham uma melhor performance, e também, por ser capaz de limitar a exposição em ativos que possam ter uma pior performance.

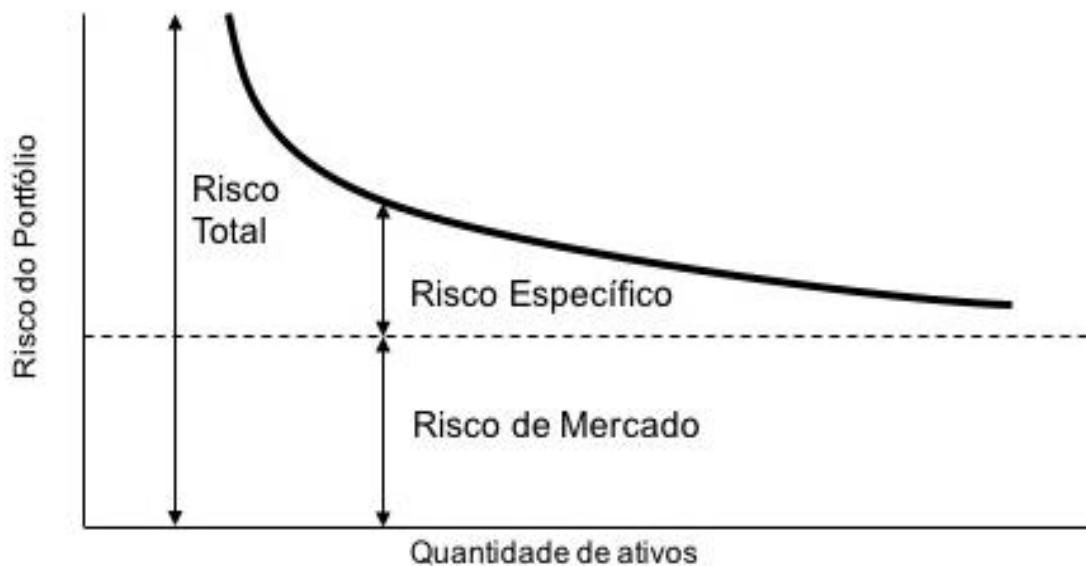
O risco pode ser entendido como a possibilidade de perdas, danos ou qualquer outra circunstância adversa. O risco está em um evento ou condição incerta que, se ocorrer, provoca um efeito positivo ou negativo em um ou mais objetivos do projeto, tal como o alcance de determinados indicadores financeiros. Os riscos positivos e negativos são comumente chamados de oportunidades e ameaças (PMBOK, 2013).

De acordo com Hishamuddin (2006), os riscos aos quais um portfólio está exposto podem ser divididos em dois tipos: específico ou de mercado. O primeiro é aquele que

é afetado por fatores exclusivos aos investimentos do setor. No caso do *real estate*, localização, locatários, qualidade do ativo e assim por diante. O segundo, é aquele afetado por fatores como inflação, taxas de juros, crescimento econômico, impostos, entre outros. É um risco ao qual todos os *players* estão expostos.

Segundo Crestana (2012), cada ativo tem uma função diferente e, portanto, um modo de operação, ciclo de vida, ciclo de mercado e comportamentos diferentes. Isso implica que, mesmo sendo considerados ativos de real estate, cada segmento possui riscos diferentes.

O risco de mercado não é possível de ser mitigado. Já o risco específico é possível de ser controlado e mitigado por meio da diversificação dos ativos e combinações de ativos que não sejam correlacionadas, assim, o investidor é capaz de reduzir o risco específico do portfólio e gerar uma relação risco e retorno mais eficiente. A Figura 8 ilustra a relação entre a quantidade de ativos e a redução do risco de um portfólio.



**Figura 8 – Relação entre quantidade de ativos e risco do portfólio (Fonte: Hishamuddin, 2006. Adaptado pelos autores)**

Como o investimento pode ser feito tanto na fase de implementação do empreendimento quanto na aquisição de um ativo já em operação, os riscos variam de acordo com esses momentos. Durante a implementação de um empreendimento há o risco de variação do preço de venda no momento inicial da construção em relação ao momento em que o empreendimento é finalizado.

Os FIs não investem apenas em ativos físicos, um outro segmento por exemplo, em que os FIs atuam são na negociação de Títulos e Valores Mobiliários (TVM), ou seja, em títulos como as LCIs (Letras de Crédito Imobiliário), CRIs (Certificado de Recebível Imobiliário) e, inclusive em cotas de outros FIs. Os dois primeiros consistem em títulos de dívida lastreados em imóveis, o terceiro, ao comprar cotas de outros Fundos de Investimento Imobiliário, podem constituir assim, um Fundo de Fundos, tendo como objetivo conseguir bons retornos por meio dos dividendos recebidos dos fundos investidos. Portanto, mesmo indiretamente, os FIs ainda estão expostos aos riscos do setor imobiliário.

De modo a identificar os possíveis riscos de um portfólio, Porto (2010) define parâmetros da qualidade do portfólio de modo que seja possível identificar se o risco global do portfólio é reduzido ao aplicar fatores de diversificação. Apesar de focar na aplicação em EEL, tais parâmetros definidos por Porto (2010) poderiam ser aplicados ou adaptados para outros segmentos do *real estate*.

Dentre os critérios de diversificação para mitigação dos riscos, destacam-se:

- Concentração geográfica: tida como uma atitude prudente para a redução de impactos devido a mudança de políticas de uso do solo, ou ainda, de alterações de oferta e demanda de uma região. Consiste na mobilização de ativos em algumas regiões ao contrário de uma concentração em uma única.
- Classe do Imóvel: Para os EEL, os ciclos do *real estate* podem trazer uma maior, ou menor, demanda por escritórios de um determinado padrão.
- Fase no ciclo de vida: Ativos mais novos podem ter flutuações de receita maior do que os mais antigos. Já estes, por sua vez, podem exigir mais recursos para manutenção.
- Locatário: Esta medida busca na diversidade dos locatários reduzir os riscos de inadimplência ou rescisão contratual.
- Atividade fim do locatário: Tal medida busca não concentrar locatários que atuem no mesmo setor. Pois assim, se tal setor performa mal, seus players podem sentir os efeitos da oscilação do mercado e reduzirem custos imobiliários.

- Temporal: Dispersão do vencimento ou renovação dos contratos é mais prudente pois assim pode-se evitar que grandes impactos ocorram de uma vez só no portfólio.
- Liquidez do Imóvel: Ativos de uso muito específico e de pouca liquidez podem comprometer a desmobilização e reciclagem do portfólio.
- Proporção do ativo na carteira: Deve-se considerar o quanto a renda mensal de um ativo representa, assim como o quanto o valor do ativo representa no valor total do portfólio para se mitigar apropriadamente o risco de concentração.

Hishamuddin (2006) destaca que a atividade da gestão de portfólios de *real estate* não é uma tarefa simples. Isto pois tal atividade exige, aquisições e vendas de ativos imobiliários, ou seja, a burocracia para se realizar tais transações é mais difícil do que transacionar outros tipos de ativos.

Além disso, com o passar do tempo, as propriedades tornam-se obsoletas, sejam pelos novos materiais e recursos tecnológicos disponíveis, ou ainda, simplesmente pelas modificações de uso. A renovação das metrópoles urbanas gerou também, a necessidade do desenvolvimento de procedimentos técnicos que buscavam a reabilitação das construções e que por consequência prolongassem seu ciclo de vida e uso.

No final da década de 90, surgiu nos Estados Unidos e na Europa o conceito do *retrofit* (“retro” significa movimentar-se para trás em latim e *fit*, do inglês, ajuste). A ideia do *retrofit* diz respeito ao processo de atualização e modernização de edificações por meio do uso de avanços tecnológicos e de materiais de última geração de modo que prolongue a vida útil, conforto e funcionalidade da edificação. (Barrientos e Qualharini, 2004).

De acordo com Wiazowski (2007), em engenharia, o termo *retrofit* geralmente é utilizado para designar inovações em sistemas elétricos, que com tecnologias novas obtém maior aproveitamento e economia. Já o termo *renovation* difere de *retrofit*, posto que envolve uma maior complexidade operacional. É uma intervenção mais ampla no edifício e tem como objetivo revitalizar edifícios antigos aumentando sua vida



útil por meio da incorporação de tecnologias modernas e utilização de materiais modernos.

No ambiente dos fundos de investimentos imobiliários os gestores utilizam o termo *retrofit* para se referirem a ambas situações, independentemente do momento em que ocorram um edifício.

O gestor de um portfólio de ativos imobiliários deve ser capaz de identificar a qualidade dos ativos e necessidades de manutenção. Tanto *retrofit* quanto o *renovation* podem vir a ser fundamentais para restaurar a competitividade de um edifício, tornando-o não apenas um prédio com boa aparência, mas também melhorar sua eficiência energética, a mobilidade nas áreas comuns, os acessos ao edifício e portanto, um espaço o qual os inquilinos queiram ocupar.

### **3.1 Características da gestão ativa e gestão passiva**

A criação de um portfólio de investimentos implica na escolha de uma estratégia que cumpra com os objetivos e políticas de investimentos do FII em questão, e também, aos critérios requeridos pelo investidor. Apesar de existirem uma grande variedade de estratégias possíveis, Fabozzi & Markowitz (2002) afirmam que as mesmas podem ser agrupadas em duas classes distintas: gestão ativa e gestão passiva.

Ao longo do ciclo do *real estate* os gestores que adotam um modelo de gestão buscando se posicionar de modo a proteger, e ou maximizar a rentabilidade do portfólio, consequentemente maximizando também o retorno do investidor, ou ainda buscando se adaptar às inovações tecnológicas da construção civil, podem ser classificados como gestores ativos.

A gestão ativa de portfolios consiste em observar constantemente toda a informação disponível fazendo o uso de estimativas e previsões de modo a se obter uma melhor performance em relação a um benchmark. Para os FIIs no Brasil, muitas vezes é adotado o IFIX ou um múltiplo do CDI. Elton et al. (2009) dividem os gestores ativos

em 3 grupos: os que usam o timing de mercado, os que praticam a seleção de ativos e, por fim, os que praticam a seleção de setores ou de indústrias.

No primeiro grupo, os investidores buscam se posicionar em diferentes ativos, visando antecipar e acertar os movimentos do mercado baseados nas análises de indicadores e previsões. No segundo grupo, os investidores buscam ativos com preços subestimados, com o intuito de elaborar carteira de investimentos otimizadas, maximizando os retornos. O terceiro grupo é similar ao segundo, porém os gestores se diferenciam neste caso, ao avaliarem um setor inteiro como subestimado ou superestimado.

Além disso, Alencar (2018) descreve que a gestão ativa pressupõe a reciclagem de frequente do portfólio de *real estate*, comprando ou vendendo posições em empreendimentos, sempre observando as flutuações do mercado objetivando atender as expectativas dos investidores.

Dentre as principais teorias que abordam a elaboração e gestão de carteiras, a primeira delas que pode ser citada é Moderna Teoria de Portfólios. Introduzida inicialmente por Harry Markowitz em seu artigo “*Portfolio Selection*” publicado pelo *Journal of Finance* em 1952.

Décadas depois, em 1990, Harry Markowitz, Willian F. Sharpe Merton H. Miller, desenvolveram o que pode ser considerada uma extensão da Moderna Teoria de Portfólios, que foi chamada de *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*). Naquele mesmo ano, os autores da teoria do CAPM foram premiados com Prêmio Nobel de Economia pelo desenvolvimento desta. Atualmente, o CAPM é muito empregado no mercado de capitais mundial.

De acordo com a Moderna Teoria de Portfólios, a importância de cada ativo está baseada em termos de suas características individuais de risco e retorno. Sendo o primeiro medido pela variância dos retornos historicamente medidos, enquanto que o retorno é medido pela média histórica do mesmo. Securato (2007) aponta que é possível incorporar distribuições de probabilidades aos retornos historicamente verificados, considerando-se uma distribuição exponencial, onde os fatos mais

recentes possuem maior relevância na projeção de risco e retorno em comparação aos fatos passados.

Quando dois ou mais ativos, pouco correlacionados entre si, compõem uma carteira, é possível alcançar um risco menor do que a média ponderada dos riscos individuais, obtendo-se assim um retorno maior e um risco menor do que o do ativo de menor risco. Deste modo, um portfólio diversificado com ativos pouco correlacionados, pode reduzir os riscos associados aos ativos individuais. Neste sentido, é possível a delimitação de uma “fronteira eficiente”, exemplificada na Figura 9, com as seguintes restrições:

- I. Dado um nível de risco, não existe carteira com retorno superior;
- II. Dado um nível de retorno, não existe carteira com menor risco;

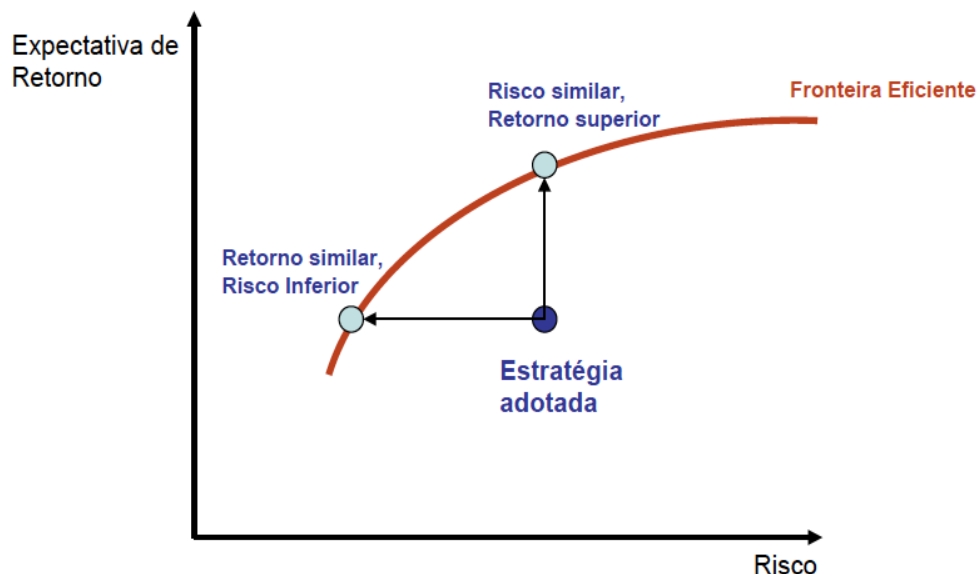


Figura 9 - Fronteira Eficiente (Fonte: PORTO, 2010)

Apesar de possuir uma aplicação e conceitos muito importantes para a gestão de portfólios, Hishamuddin (2006) destaca alguns pontos que tornam a aplicação do MPT em portfólios de *real estate* mais difíceis, como por exemplo a falta de liquidez dos ativos, os altos custos das transações de base imobiliária e a falta de uniformidade nos indicadores do setor imobiliário.

A gestão passiva de um fundo envolve menores expectativas, assumindo que o mercado reflete toda a informação disponível e, portanto, os preços estão sempre próximos do valor justo. Pires (2016) destaca duas grandes estratégias utilizadas na gestão passiva. A primeira delas é a chamada “*Buy and hold*” em que um portfólio é constituído inicialmente conforme os critérios definidos pelo investidor e é mantido da mesma forma até encerrar o período definido do investimento.

A segunda estratégia é a chamada “Indexada”, na qual o investidor não se baseia em previsões quanto aos movimentos do mercado e também não realiza análises para verificar se os ativos estão sob ou sobre avaliados. Nesta estratégia, o investidor elabora um portfólio composto de tal forma, que a proporção dos ativos replica a proporção em que estes mesmos ativos se apresentam dentro de um benchmark. Sendo assim, ele visa entregar um retorno muito próximo ou igual ao do benchmark do mercado no qual está inserida.

Alencar (2018) destaca que a gestão passiva, ou gestão ingênua, além da imobilidade do portfólio, seja este composto por diversos ou apenas um ativo de *real estate*, a única reciclagem observada são as renovações contratuais ou ainda, eventuais substituições de inquilinos. E quando se trata da rentabilidade esperada, busca-se padrões similares ao benchmark de referência.

Há ainda uma ressalva por Alencar (2018) quanto a utilização da estratégia de gestão ativa em FIs. O autor destacou que apesar de adotarem a classificação de gestão ativa, alguns FIs não fazem, ou ainda, nunca fizeram a reciclagem de seus portfólios.

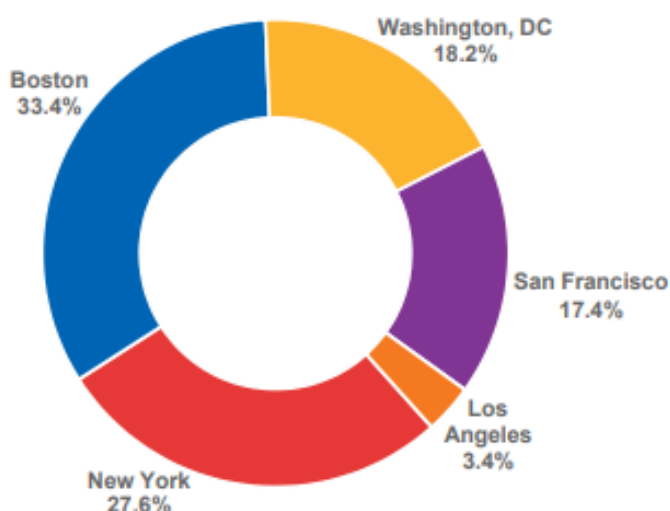
### **3.2 Gestão ativa no Boston Properties e BR Properties**

Com o que se pode observar na literatura, grande parte da gestão ativa de portfólios se evidencia na reciclagem dos próprios portfólios. No *real estate*, a reciclagem implica a compra e venda de ativos de base imobiliária. Apesar de o escopo de estudo no presente trabalho serem os FIs no Brasil, a análise de gestão de portfólios de *real estate* foi feita a partir do estudo de informações dos REITs americanos e empresas de *properties* no Brasil para um efeito comparativo com os FIs. O primeiro é de grande importância, pois foi a estrutura que serviu de referência para muitas outras similares

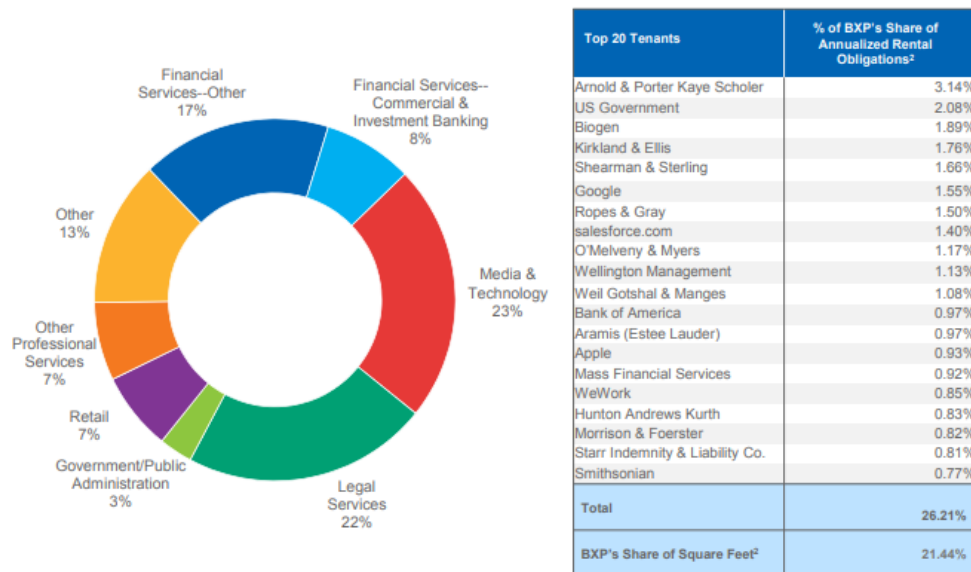
ao redor do mundo. Enquanto que a segunda é o veículo de investimentos em portfólios de *real estate* no Brasil que possuem amplas informações disponíveis para análises.

Dos 222 *REITs* listados em bolsa de valores nos Estados Unidos em agosto de 2018, e que investem nos mais diversos segmentos, o Boston Properties se destaca como um dos maiores no segmento de escritórios para locação e suas estratégias de gestão do portfólio são expostas com bastante clareza para seus acionistas.

Na data de 31 de julho de 2018 o Boston Properties contava com 200 propriedades, eram donos de 4.8 milhões de metros quadrados de área. Focam em prédios de alta qualidade nas cidades de Nova York, Boston, Washington DC, São Francisco e Los Angeles. Possuem também uma base de locatários bem diversificada, tendo representantes de diversos setores como: Mídia e tecnologia, Serviços jurídicos, Finanças, Governo, Varejo, entre outros. Vale destacar que os 20 maiores locatários correspondem a aproximadamente 26% da receita anual de aluguel e 22% da área locável do portfólio e, também, nenhum deles corresponde por mais do que 3,2% da receita anual de aluguel. As Figuras 10 e 11 ilustram essas características da Boston Properties



**Figura 10 - Distribuição Ativos da Boston Properties por Região (Fonte: RI Boston Properties)**



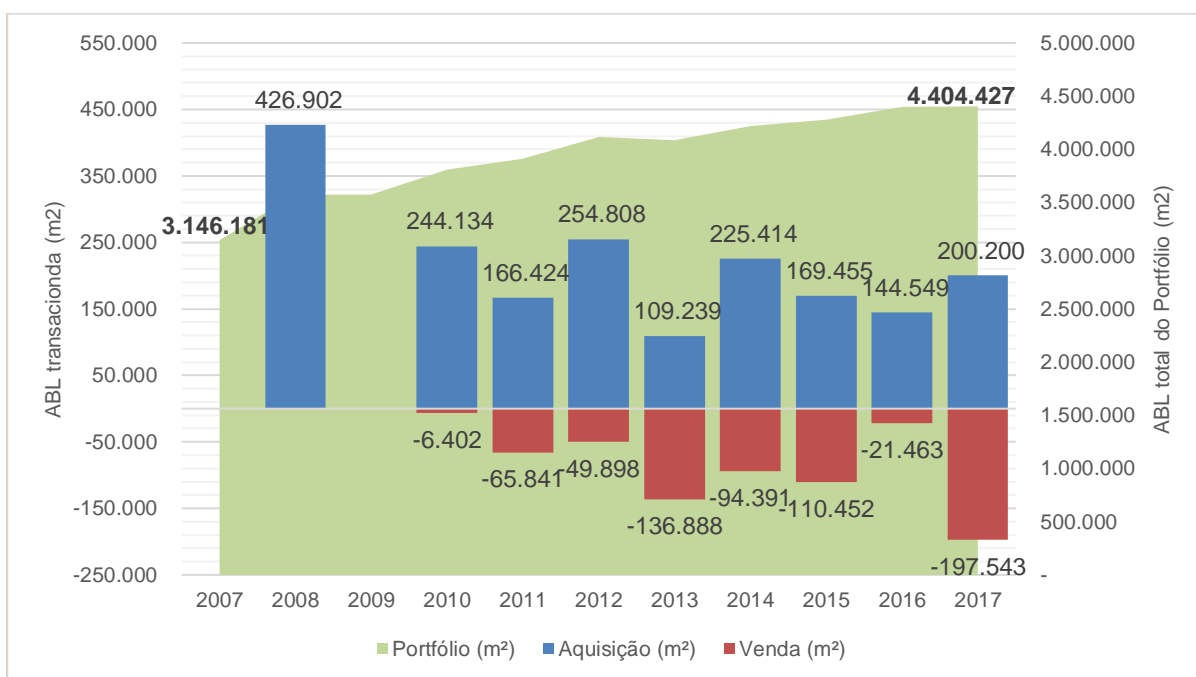
**Figura 11 - Base de inquilinos Boston Properties (Fonte: RI Boston Properties)**

O Boston Properties divide sua estratégia em três partes conforme a Figura 12: Estratégia de Investimentos, Estratégia de Balanço Financeiro e Estratégia de Aluguéis. A primeira envolve procurar ativamente por novas oportunidades de desenvolvimento, buscar adquirir oportunidades com características de poder agregar valor ao portfólio e também, selecionam ativos para vender e reciclar capital. A segunda envolve manter indicadores financeiros como alavancagem e capacidade de tomar empréstimos dentro de níveis pré-estabelecidos. A terceira envolve diminuir índices de vacância e aumentar as receitas de aluguel.

Estratégia de Investimentos	Estratégia do Balanço Financeiro	Estratégia de Aluguel
Buscar novas oportunidades de desenvolvimento	Manter um balanço financeiro forte com alavancagem conservadora	Desenvolvimentos 85% pré-locados
Buscar oportunidades de aquisições com características de geração de valor		Aumentar receitas alugando vacância de alto valor e capturando contratos próximos do vencimento
Seletivamente vender ativos para a reciclagem do portfólio	Melhorar níveis de alavancagem financeira e capacidade de investimento através da melhora do resultado ou entrega de desenvolvimentos imobiliários	Aumentar ocupação de ~91% para ~93%
		Proativamente administrar renovações de aluguel

**Figura 12 - Estratégia Boston Properties,(Fonte: tradução do Relatório Anual 2017 Boston Properties)**

Nos últimos sete anos o Boston Properties foi ativo na reciclagem do portfólio. Comprou 14.2 bilhões de dólares em ativos, e vendeu 10.4 bilhões de dólares no mesmo período. No fechamento de julho de 2018 tais valores representam aproximadamente 43% e 32% do valor de mercado de 32,5 bilhões de dólares da Boston Properties. Na Figura 13 está demonstrado os ciclos de movimentação do portfólio nos últimos dez anos em termos de área bruta locável.

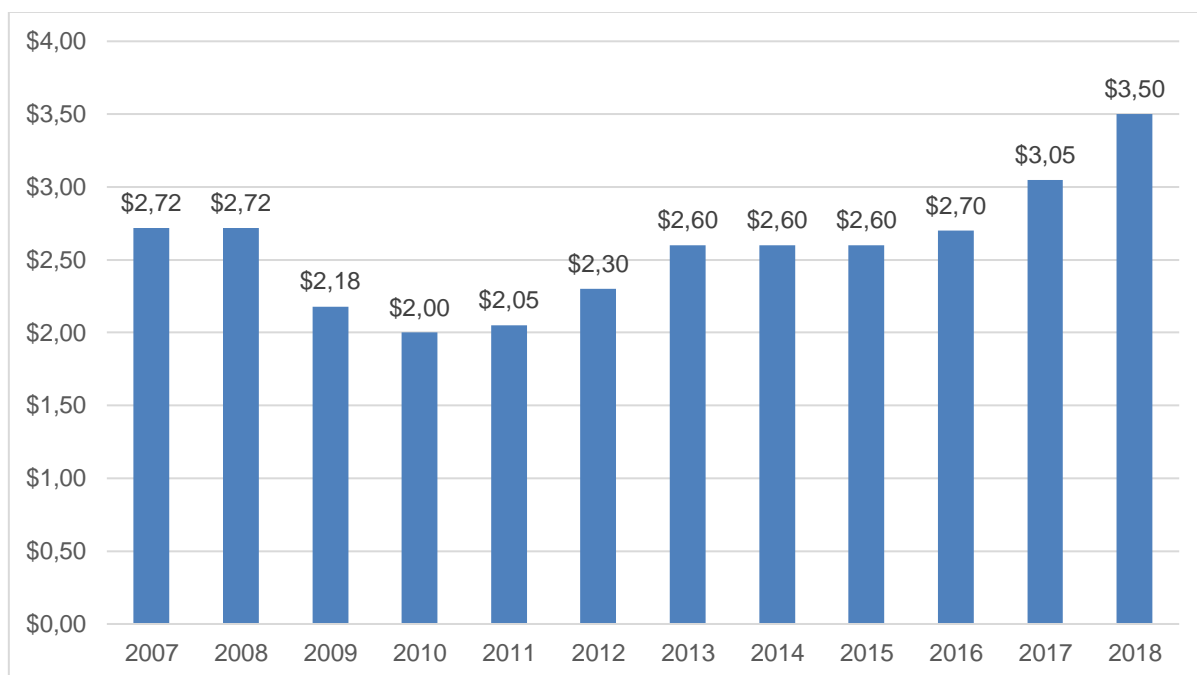


**Figura 13 - Aquisições e vendas da Boston Properties (Fonte: RI Boston Properties)**

Pela Figura 13 pode-se perceber que a área total do portfólio aumentou de pouco mais de 3,1 milhões de metros quadrados para pouco mais de 4,4 milhões de metros quadrados, um aumento de 42%, e fica evidente também que em 2017 a Boston Properties praticamente não alterou o portfólio com vendas e aquisições, o que indica a reciclagem de ativos da carteira.

Ao longo do mesmo período entre 2007 e 2017 os rendimentos distribuídos aos acionistas durante o ano também aumentou, foi de USD2,72 em 2007 para \$3,50 em 2017, uma alta de 28,6%. O histórico de rendimentos pagos pode ser visualizado na Figura 14. Nota-se que apesar de durante todo o período, o tamanho do portfólio da empresa cresceu ano após ano, porém mesmo assim, entre 2009 e 2011 os

rendimentos foram o mais baixos distribuídos no período todo, o que indicam o período de crise financeira iniciado em 2008 nos Estados Unidos também afetou a ocupação e preços praticados no mercado de escritórios nas cidades em que a Boston Properties atua.



**Figura 14 - Dividendos pagos aos acionistas da BXP (Fonte: Boston Properties)**

No Brasil, a BR Properties se destaca como uma das principais empresas de investimentos em ativos de base imobiliária. Foi fundada em 2006 com o propósito de investir em ativos imobiliários por meio de participação em outras sociedades como sócia ou acionista, ou ainda em consórcios, no Brasil ou no exterior. O foco da empresa é investir em edifícios e andares comerciais e de escritórios, lojas de varejo e armazéns, desde que todos os ativos sejam existentes ou construídos sob medida (*built to suit*) e que tenham contrato de locação já firmado. O objeto social da empresa não contempla shoppings centers.

No encerramento do 3º trimestre de 2018 a empresa detinha um portfólio com 597.421 m² de ABL, e este possuía um valor estimado em R\$7,7 Bilhões de reais em um total de 46 propriedades, concentrada em grande parte no estado de São Paulo e Rio de Janeiro.



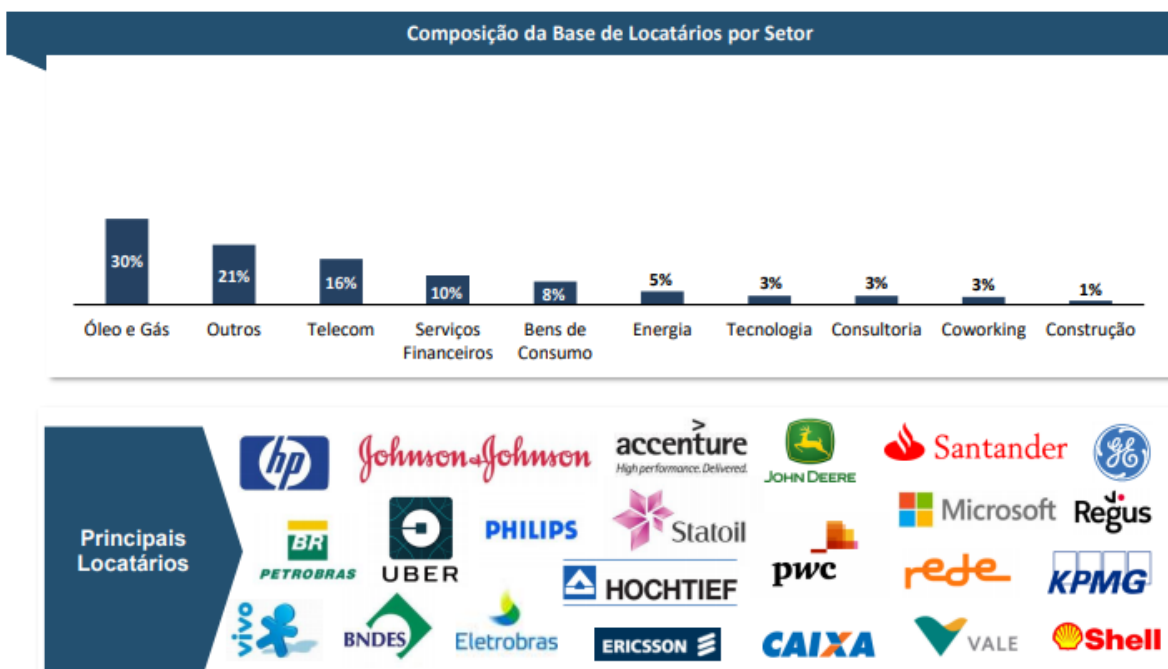
A empresa destaca suas principais estratégias em três pilares como pode ser visto na Figura 15:



**Figura 15 - Pilares da estratégia BR Properties (Fonte: RI BR Properties)**

Na estratégia da empresa, destaca-se a gestão ativa do portfólio como uma das criadoras de valor para seus investidores. A Eficiência Operacional e a Estrutura de Capital são fundamentais para a reciclagem do portfólio, uma vez que, o primeiro é importante para manter os ativos em bons níveis de performance, e o segundo, para se conseguir recursos para novas aquisições.

Além disso, análogo a Boston Properties, a BR Properties também possui uma base de clientes bem diversificada. Como é possível observar na Figura 16, os clientes são compostos por diversos setores e por grandes empresas atuante no Brasil.



**Figura 16 -Base de inquilinos BR Properties (Fonte: RI BR Properties)**

Desde o início de suas operações em 2006, a BR Properties realizou a aquisição e venda de ativos com o intuito de se posicionar no ciclo do mercado imobiliário. Na Figura 17, pode-se evidenciar a movimentação do portfólio da empresa.

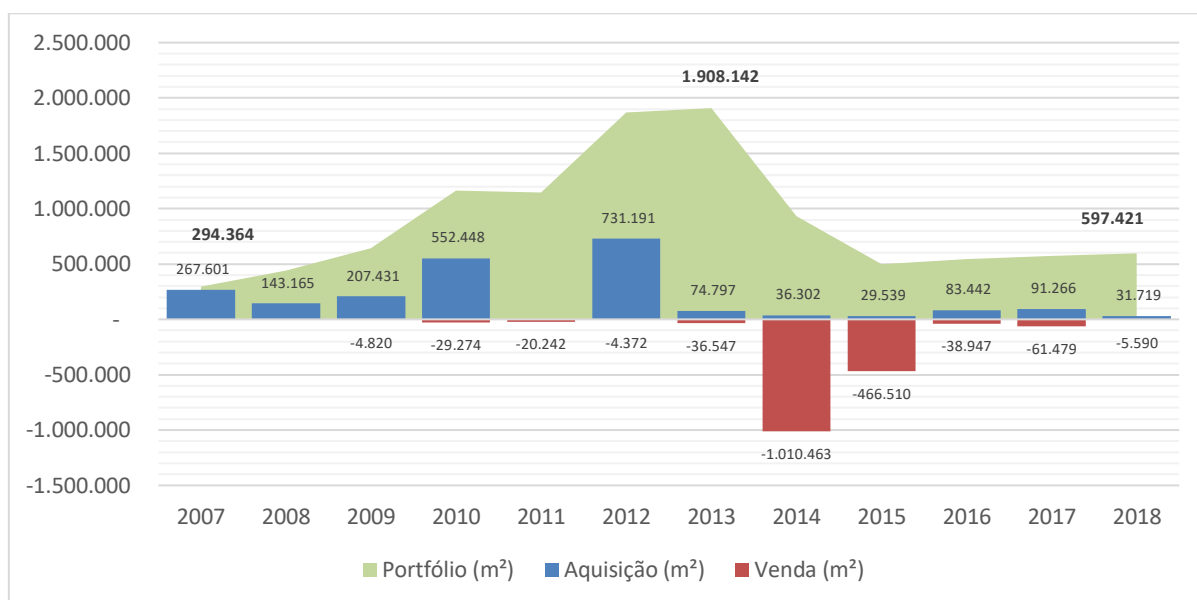
A empresa enfatiza que a gestão ativa de seu portfólio de empreendimentos gera valor para os mesmos ao ser capaz de identificar oportunidades e necessidades de modernização e atualização tecnológica de seus imóveis, com a implantação de sistemas operacionais e equipamentos mais eficientes e econômicos, tais como sistemas de automação predial e racionalização do consumo de energia.

Outro aspecto destacado pela empresa é a redução do valor do condomínio por metro quadrado de ABL, pois possibilita aumentar o valor do aluguel e, conseqüentemente, as receitas sem aumentar os custos.

A gestão ativa, de acordo com a BR Properties, possibilita reconhecer quando o ativo atingiu a maturidade em termos de valorização e, portanto, fornece dados e sinaliza o melhor momento para realizar a venda e, além disso, por meio de um contato constante com os locatários, identifica oportunidades de expansão e possíveis

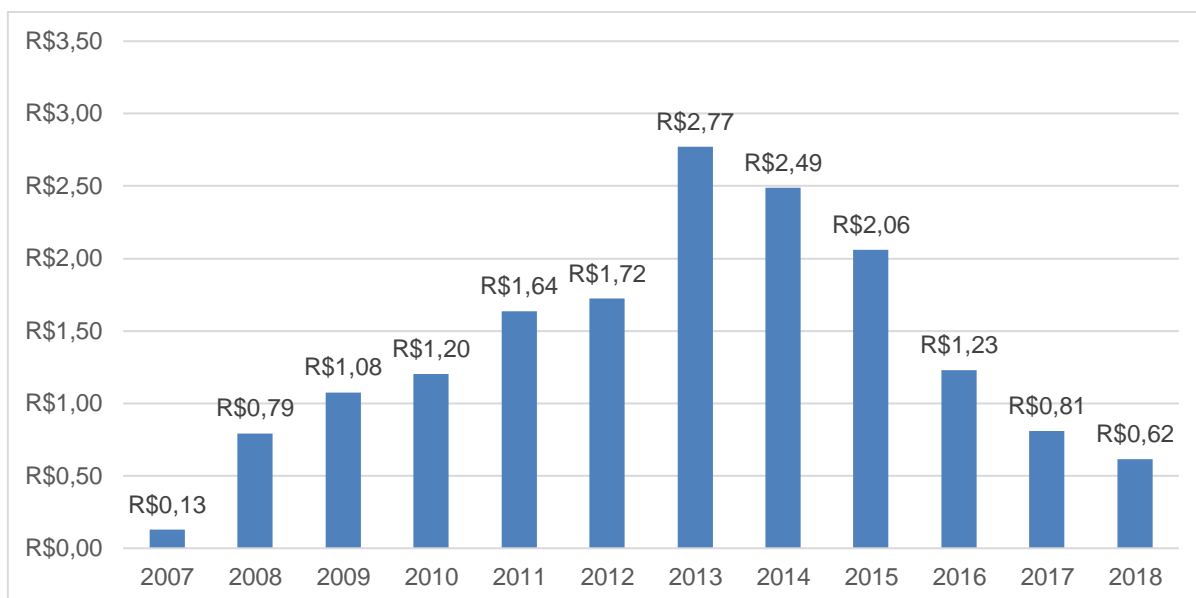
realocações, mantendo baixas taxas de vacância financeira e aumentando o potencial de receita com os clientes existentes.

A BR Properties investiu os recursos em edifícios de escritório para locação como também em galpões logísticos e industriais, porém durante 2014 e 2015 a empresa desinvestiu desses ativos, passando a atuar majoritariamente no segmento de escritórios, e assim reduziu significativamente o tamanho total do seu portfólio. Em 2013, o portfólio tinha uma ABL total de pouco mais de 1,9 milhões de metros quadrados e no terceiro trimestre de 2018, aproximadamente 600 mil metros quadrados de ABL, uma redução de 68,6%.



**Figura 17 - Aquisições e vendas da BR Properties (Fonte: RI BR Properties)**

Como a BR Properties não possui uma obrigatoriedade na distribuição dos seus resultados como acontece no caso dos REITs e dos FIIs, para quantificar uma métrica de resultado que poderia ser distribuído foi calculado o EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), em português LAJIDA (Lucro Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) dividido pelo total de ações. Uma vez que nos REITs e FIIs o resultado das operações deve ser distribuído e o imposto é cobrado dos investidores (nos FIIs nem sempre é aplicável o imposto de renda) após receber os dividendos. Na Figura 17 pode-se visualizar o histórico da BR Properties.



**Figura 18 – EBITDA por ação (Fonte: RI BR Properties)**

Apesar do grande reposicionamento do portfólio em 2014 e 2015 e de a partir de então o seu tamanho total tendo permanecido praticamente o mesmo o EBITDA por ação caiu de R\$2,06 para R\$0,62, uma queda de 70%, o que indica também que o portfólio foi afetado pelo momento negativo da economia brasileira durante o mesmo período.

### 3.3 Gestão ativa em FII's

No segundo semestre de 2018, dos fundos listados na B3, 140 deles possuíam classificação ANBIMA, sendo que 59 estão classificados como gestão passiva e 81, como ativa, ou seja, 58% dos fundos listados que adotam classificação ANBIMA, se consideram como sendo de gestão ativa. Um resumo dos 140 fundos listados está exposto na Tabela 2.

Os segmentos com maior presença de fundos de gestão passiva são os de Lajes Corporativa e Shoppings, com 26 e 13 fundos respectivamente. Já os segmentos que mais possuem fundos de gestão ativa são os de Títulos e Valores Mobiliários (TVM) com 32 fundos, e os Híbridos com 13.

**Tabela 2: Fundos de gestão ativa e passiva por segmento (Fonte: ANBIMA, elaborado pelos autores)**

Segmento	Gestão	
	Ativa	Passiva
Agências	1	2
Shoppings	8	13
Lajes Corporativas	10	26
Outros	4	2
Logística	6	5
Hospital	1	3
Educacional	0	3
Residencial	6	0
Híbrido	13	4
Títulos e Valores Mobiliários	32	1
<b>Total</b>	<b>81</b>	<b>59</b>

Pode-se perceber que os fundos de gestão ativa se concentram especialmente nos segmentos de TVM e Híbridos. Isso se deve em grande parte ao fato de que os fundos do primeiro tipo possuem como ativos alvo “papéis”, ou seja, LCIs, CRIs, LHs e cotas de outros fundos imobiliários.

Todos estes segmentos possuem uma liquidez maior em relação aos imóveis, que por sua vez, possibilita ao gestor alterar as posições relativas do fundo com maior facilidade do que em um fundo exclusivamente de imóveis. Já os fundos Híbridos indicam que o gestor pode alocar os recursos em mais de um segmento, proporcionando maior flexibilidade na estratégia adotada.

Para a análise da gestão ativa em FIs, foram tomados como referências fundos que se enquadram na classificação de gestão ativa, que sejam de portfólios de empreendimentos imobiliários (não de títulos e valores mobiliários, como os CRIs ou fundos de fundos), e que tenham sido constituídos há aproximadamente dez anos, pois assim já teriam elaborado seus portfólios e poderiam ter passado por alguma reciclagem. Os fundos escolhidos para a análise e suas principais informações estão resumidas na Tabela 3.

Os fundos analisados são tidos como grandes exemplos de portfólios e pioneiros na indústria de fundos imobiliários e que adotaram a classificação ANBIMA de como sendo fundos de Renda Gestão Ativa.

**Tabela 3 - FIs utilizados para o estudo**

<b>FII</b>	<b>Nome</b>	<b>Gestor</b>	<b>Segmento</b>	<b>Constituição</b>
KNRI11	Kinea Renda Imobiliária	Kinea	Corporativo/Logística	julho 2010
HGRE11	CSHG Real Estate	CSHG	Corporativo	maio 2008
FFCI11	Rio Bravo Renda Corporativa	Rio Bravo	Corporativo	dezembro 1999
BRCR11	BTG Pactual Corporate Office	BTG Pactual	Corporativo	maio 2007
HGBS11	Hedge Brasil Shopping	Hedge Investments	Shopping	dezembro 2006
HGLG11	CSHG Logística	CSHG	Logística	junho 2010

- Kinea Renda Imobiliária – No encerramento de outubro de 2018 o fundo possuía participação em 15 imóveis (7 edifícios corporativos e 8 galpões logísticos) com uma ABL total de 519.000  $m^2$ . Dos 15 ativos do fundo, 13 estão localizados no estado de São Paulo, 1 no estado do Rio de Janeiro e 1 no estado de Minas Gerais. No encerramento de outubro de 2018 o fundo possuía um patrimônio líquido de aproximadamente R\$2,2 Bilhões com 28.592 cotistas.
- CSHG Real Estate – É um fundo focado exclusivamente em investimentos em lajes corporativas ou cotas de fundos imobiliários do mesmo segmento. No encerramento de outubro 2018 o fundo detinha participação em 20 ativos concentrados em grande parte na cidade de São Paulo, totalizando 160.000  $m^2$  de ABL. Apenas 3 ativos no interior do estado de São Paulo, 2 ativos na cidade do Rio de Janeiro, 1 em Curitiba e também 1 em Porto Alegre, e os 13 outros na cidade de São Paulo. No encerramento de outubro de 2018 o fundo possuía um patrimônio líquido de aproximadamente R\$1,1 Bilhões com 18.016 cotistas
- Rio Bravo Renda Corporativa – É um fundo focado exclusivamente em investimentos em lajes corporativas que no encerramento de outubro 2018 possuía participação em 8 ativos, sendo 6 na cidade de São Paulo e 2 na

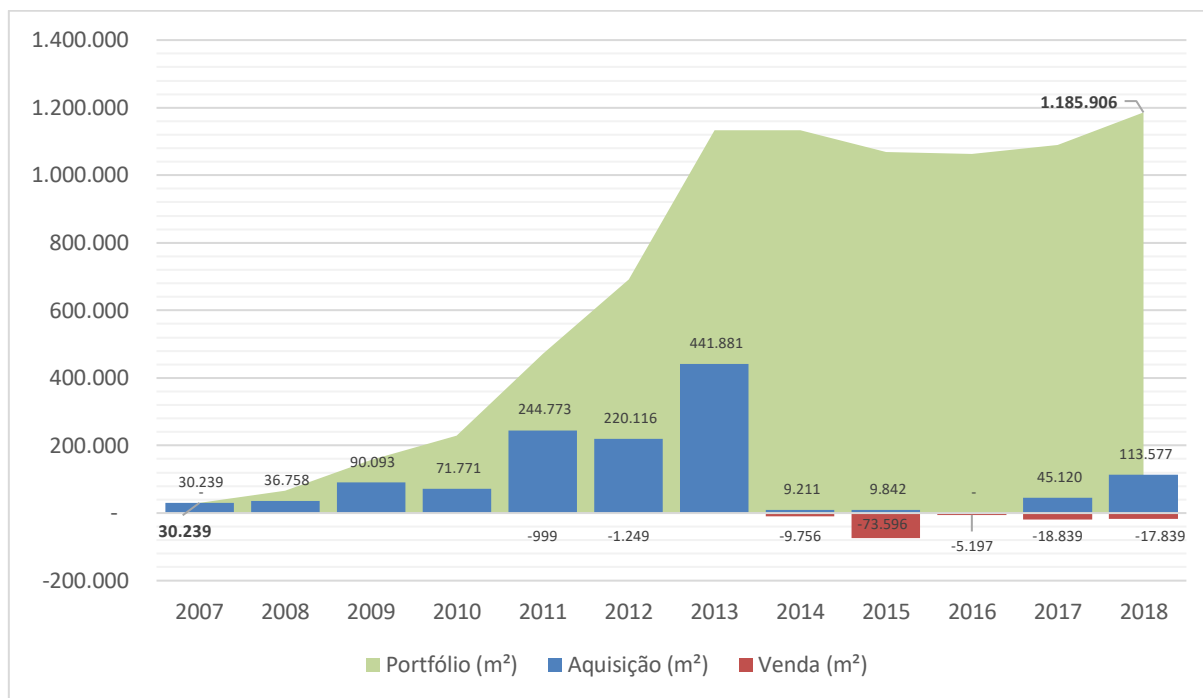
cidade do Rio de Janeiro totalizando 19.886  $m^2$ . O fundo possuía um patrimônio líquido de aproximadamente R\$ 384 Milhões com 6.385 cotistas.

- BTG Pactual Corporate Office - É um fundo focado exclusivamente em investimentos em lajes corporativas e em cotas de fundos imobiliários do mesmo segmento. No encerramento de outubro de 2018 o fundo detinha participação em 10 ativos sendo 7 na cidade de São Paulo e 3 na cidade do Rio de Janeiro que totalizavam 229.426  $m^2$  de ABL. No encerramento de outubro de 2018 o fundo possuía um patrimônio líquido de aproximadamente R\$2,4 Bilhões com 38.870 cotistas.
- Hedge Brasil Shopping – É um fundo focado em investimentos em shopping centers e cotas de fundos imobiliários do mesmo segmento, e que pelo regulamento pode investir em cotas de fundos de outros segmentos. O fundo detinha participação em 8 ativos, sendo 5 no estado de São Paulo, 1 no estado do Rio Grande do Sul, 1 no estado do Mato Grosso 1 no estado do Rio de Janeiro que totalizavam 110.400  $m^2$  de ABL. No encerramento de outubro de 2018 o fundo possuía um patrimônio líquido de aproximadamente R\$1,2 Bilhões com 9.533 cotistas.
- CSHG Logística – É um fundo focado em investimentos no segmento de galpões logísticos e industriais, ou em cotas de fundos imobiliários do mesmo segmento. No encerramento de outubro de 2018 o fundo detinha participação em 12 ativos, sendo 7 no estado de São Paulo, 2 no estado de Santa Catarina, 1 no estado do Rio de Janeiro e 1 no estado de Minas Gerais que totalizavam 286.000  $m^2$  de ABL. No encerramento de outubro de 2018 o fundo possuía um patrimônio líquido de aproximadamente R\$ 915 Milhões com 24.584 cotistas.

Ao longo dos anos, os FIs analisados constituíram seus portfólios aos poucos, pois diferentemente da Boston Properties e da BR Properties, os fundos não podem se alavancar, ou seja, só podem adquirir ativos à vista. Além disso, em muitos fundos, para que o gestor possa realizar uma venda ou aquisição de ativo a transação deve ser aprovada em assembleia geral de cotistas.

Apesar de adotarem a classificação de gestão ativa, seus portfólios dos FIs analisados mudaram muito pouco, e fica evidente o movimento de apenas terem

incorporado ativos aumentando o portfólio, consequentemente, apenas diversificando a exposição geográfica e também à diferentes inquilinos. A movimentação dos portfólios dos FIIs analisados está resumida na Figura 19.



**Figura 19 - Aquisições e vendas dos FIIs (Fonte: sites dos administradores dos fundos)**

Os fundos imobiliários analisados dão muito destaque para a gestão ativa dos ativos que é feita individualmente, ou seja, busca-se realizar melhoria de custos e de ocupação, assim como manutenções que visam garantir a qualidade do ativo e prolongar sua vida útil.

Por exemplo, o fundo CSHG Real Estate (HGRE11) realizou em 2014 um *refit* em um edifício do fundo, o edifício Paulista Star com 10.593 metros quadrados de área e fundo detinha 100% de participação no empreendimento. Construído no início dos anos 90 para ocupação pela Mercedes-Benz, foi posteriormente ocupado pela Telecomunicações de São Paulo (TELESP) e, em seguida, pela Telefonica. A empresa desocupou completamente o imóvel em janeiro de 2013. A desocupação integral do empreendimento, permitiu ao Fundo realizar algumas intervenções para atualizá-lo em relação aos padrões técnicos de mercado.



Dentre os investimentos realizados pelo Fundo, que totalizaram cerca de R\$ 30 milhões, destacam-se: retrofit de fachadas; substituição de todas as instalações elétricas, ar condicionado, supervisão predial e controle de acesso, cabeamento estruturado, iluminação, sistemas hidráulicos e de combate a incêndio; reforma dos elevadores; e reforma civil contemplando a instalação de novos revestimentos e acabamentos.

Em janeiro-14, as obras na área externa e na fachada foram finalizadas, e o imóvel tornou-se totalmente disponível para ocupação. No final de fevereiro-14 o fundo firmou um contrato de locação de 59% da ABL do edifício Paulista Star com uma vigência de 120 meses e após o período de carência em setembro-14 o fundo recebeu o primeiro aluguel referente ao novo contrato, em um valor 46% acima do antigo em termos reais.

Outro fundo imobiliário que realizou *retrofits* importantes foi BC Fund (BRCR11). Em 2016, realizou dois *retrofits*, o do edifício CENESP e do edifício Brazilian Financial Center. Este último foi ganhador do prêmio máster imobiliário como melhor projeto de *retorfit* no Brasil em 2016.

O *retrofit* do edifício Brazilian Financial Center envolveu a remoção de 10 mil metros quadrados de granito da fachada e substituição por uma pele de vidro, e também com o aumento do pé direito para 2,75m. Com a remoção de muretas e empenas cegas, a luminosidade aumentou em 30%. Tudo isso foi feito com o prédio ocupado 100%.

Os fundos imobiliários de gestão ativa em que se verifica uma maior reciclagem do portfólio, são os do segmento de TVM, mais especificamente os Fundos de Fundos, ou seja, aqueles que investem em cotas de outros fundos imobiliários. Por terem a possibilidade negociarem as cotas dos fundos na bolsa de valores, possuem uma liquidez maior em seus investimentos e desinvestimentos.

OS FIIs são obrigados a distribuir 95% do resultado líquido do semestre aos cotistas, e para efeito de comparação, estes estão exemplificados na Tabela 4 e resumidos na Figura 20.

Tabela 4 - Dividendos totais distribuídos por cota (Fonte: Economatica)

ANO/FII	KNRI11	HGRE11	FFCI11	BRCR11	HGBS11	HGLG11	TOTAL
<b>2008</b>	-	-	R\$10,46	-	R\$12,44	-	<b>R\$22,90</b>
<b>2009</b>	-	R\$6,79	R\$8,35	-	R\$11,75	-	<b>R\$26,89</b>
<b>2010</b>	-	R\$7,35	R\$11,63	-	R\$13,09	-	<b>R\$32,07</b>
<b>2011</b>	R\$7,82	R\$9,45	R\$13,43	R\$6,84	R\$13,20	R\$7,15	<b>R\$57,89</b>
<b>2012</b>	R\$8,40	R\$9,83	R\$14,38	R\$10,00	R\$16,07	R\$9,62	<b>R\$68,30</b>
<b>2013</b>	R\$9,29	R\$10,10	R\$14,22	R\$11,52	R\$16,31	R\$10,09	<b>R\$71,52</b>
<b>2014</b>	R\$19,17	R\$8,30	R\$15,14	R\$12,12	R\$16,78	R\$12,39	<b>R\$83,90</b>
<b>2015</b>	R\$11,04	R\$11,62	R\$15,47	R\$12,12	R\$17,81	R\$14,69	<b>R\$82,75</b>
<b>2016</b>	R\$11,04	R\$13,25	R\$13,86	R\$8,26	R\$16,56	R\$10,44	<b>R\$84,56</b>
<b>2017</b>	R\$11,04	R\$14,32	R\$15,07	R\$6,79	R\$14,85	R\$10,44	<b>R\$72,51</b>
<b>2018</b>	R\$10,66	R\$14,22	R\$8,63	R\$4,37	R\$14,30	R\$9,72	<b>R\$61,90</b>

Os fundos imobiliários analisados estavam todos com suas atividades estabelecidas e operacionais em 2011. Em 2013 atingiu o tamanho de aproximadamente 1,1 milhões de metros quadrados de ABL e a partir de então mudou muito pouco até 2018. E apesar dessa pouca mudança no tamanho total os dividendos tiveram queda do pico em 2014 até 2018 em todos os FIIs estudados exceto o HGRE11.

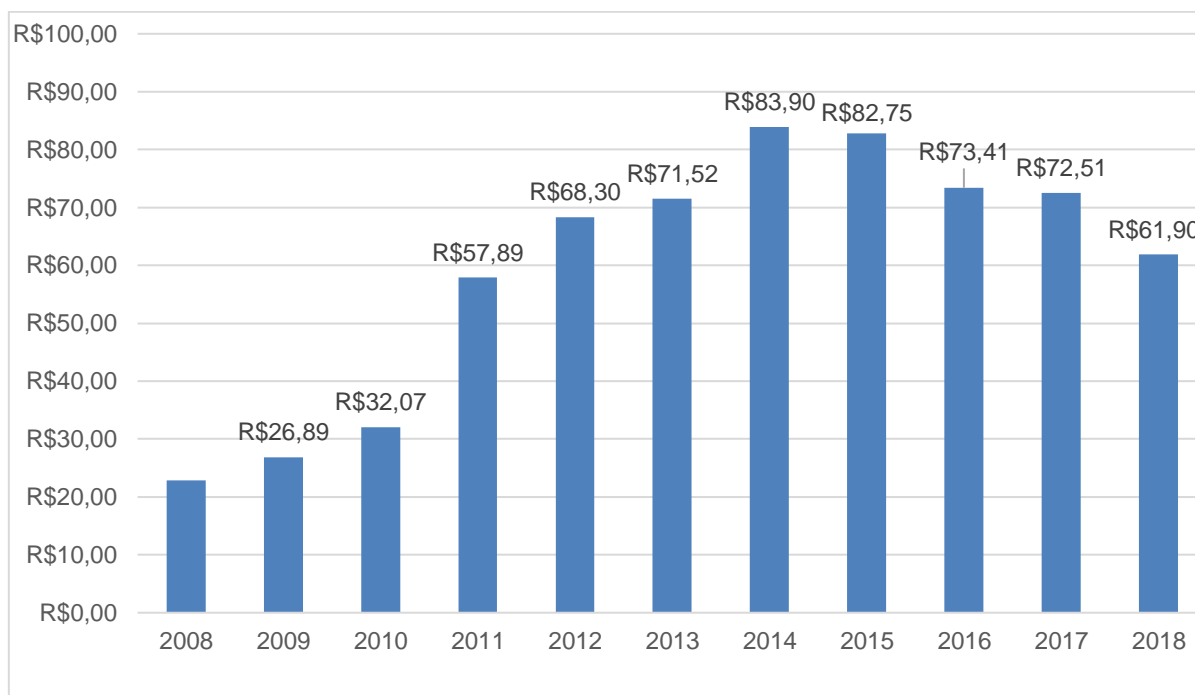
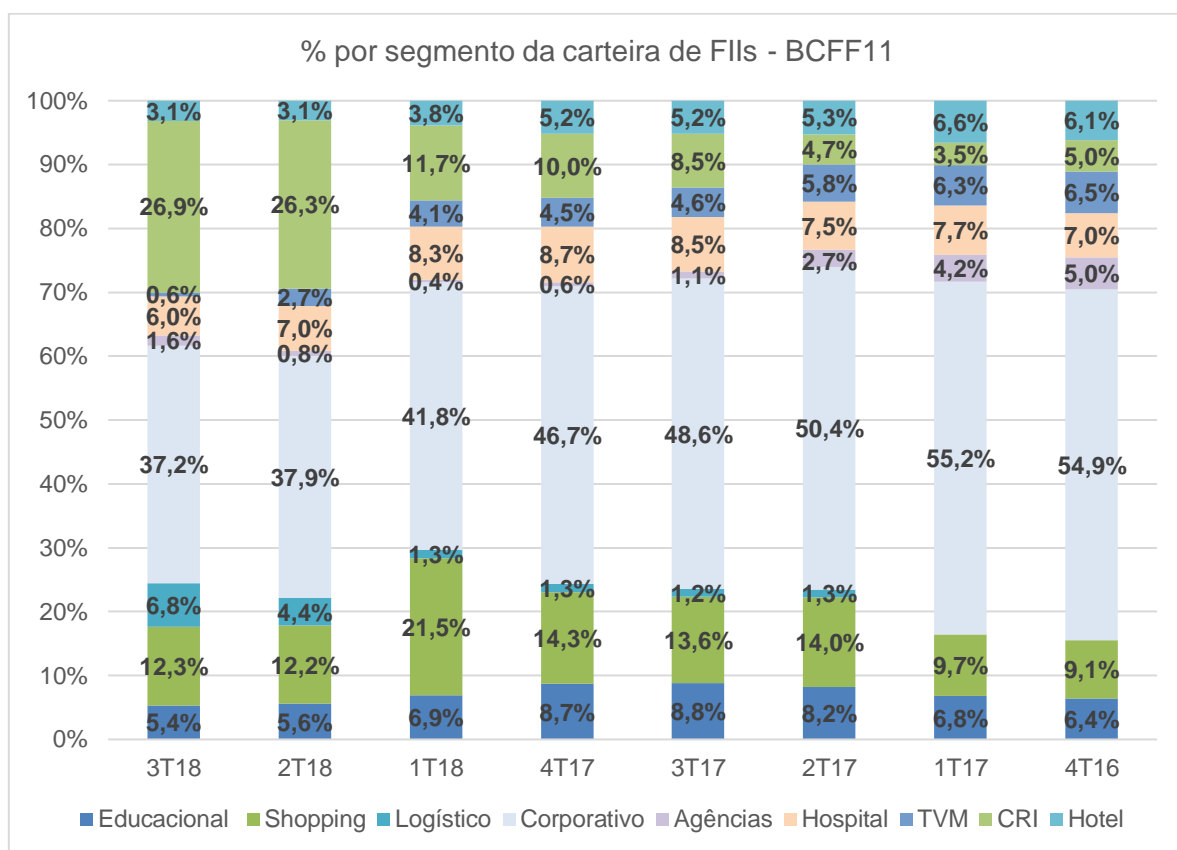


Figura 20 - Dividendo distribuído por cota dos FIIs (Fonte: Economatica)

O fundo BTG PACTUAL FUNDO DE FUNDOS (BCFF11), gerido pelo banco BTG Pactual e que foi constituído em 2010, é um exemplo de Fundo de Fundos com gestão ativa. No encerramento de outubro de 2010 possuía patrimônio líquido de aproximadamente R\$500 Milhões e que realiza muitas transações em bolsa de valores. Na Figura 21 está ilustrado a participação financeira que ele possuía por segmento ao longo de 8 trimestres, ou seja, qual a porcentagem dos recursos investidos em fundos imobiliários estava alocada em cada segmento.



**Figura 21 - % por segmento da carteira de FIIs do BCFF11 (Fonte: BTG Pactual - Elaborado pelos autores)**

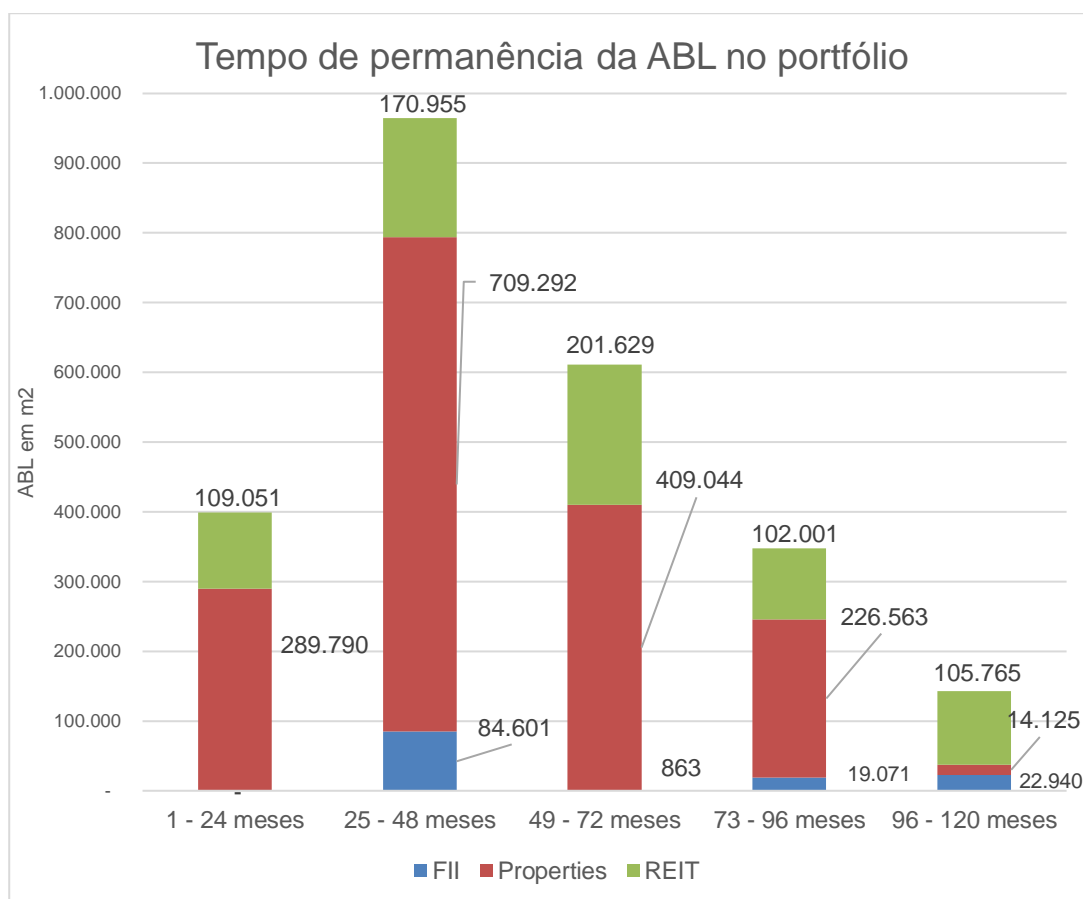
Da Figura 21 pode-se perceber que a participação nos segmentos variou bastante e em um período relativamente curto, de apenas 2 anos. Os investimentos no segmento de lajes corporativas que representava pouco mais da metade da carteira de FIIs no quarto trimestre de 2016, representava 37,2% no terceiro trimestre de 2018.

Um segmento que apresentou o movimento contrário ao das lajes corporativas foi o de CRIs. No quarto trimestre de 2016 representava apenas 5%, enquanto que dois anos depois, representava 26,9% da posição em FIIIs.

O grupo de FIIIs estudado praticamente não realizou uma reciclagem da carteira, uma vez que a área vendida no período estudado é muito inferior à adquirida. Dentre os fatores que levam os FIIIs a apresentarem uma reciclagem menor de seus portfólios, pode-se destacar os seguintes:

- Necessidade de comprar à vista – Os FIIIs por se tratarem de condomínios fechados não podem se alavancar, ou seja, não existe a possibilidade de o fundo imobiliários se endividar para a aquisição de ativos. Os FIIIs devem, por meio de uma emissão de cotas, captar os recursos necessários para a aquisição de ativos;
- Exigências regulamentares – Os fundos imobiliários possuem um Regulamento que determina o escopo de atuação da gestão (caso esteja previsto) e da administração. Sendo assim, em muitos casos para o gestor poder comprar ou vender ativos, a transação deve ser aprovada em assembleia de cotistas. Isto por sua pode atrasar uma transação, ou ainda, impedi-la de ocorrer.
- Perfil de investidor diferente dos demais – Como mencionado por Alencar (2018), os FIIIs buscam satisfazer a necessidade de poupança dos investidores. Isso significa que o investidor de um fundo imobiliário tem por objetivo preservar seus recursos de modo que uma eventual reciclagem do portfólio possa oferecer riscos à essa característica de poupança. Em contraposição, o investidor de uma empresa de *properties* espera que as suas ações se valorizem ao longo do tempo, e isso aconteceria caso a empresa mostre resultados robustos. Assim as reciclagens de portfólios são mais frequentes nas empresas de *properties*. A Figura 22 ilustra o quanto tempo a área vendida permaneceu no portfólio. Pode-se perceber que a BR Properties e a Boston Properties foram muito mais agressivas nesse aspecto do que os FIIIs pois tiveram um volume significativo de área que permaneceu por pouco tempo no portfólio de investimentos.

- Histórico recente da indústria de FII – Os fundos imobiliários foram constituídos em 1993 e ganharam uma maior expressão quase dez anos depois com os primeiros fundos de portfólio sendo constituídos. Sendo assim, era de esperar que as reciclagens ainda estejam em estágios mais iniciais, ou que não se evidenciem com a mesma frequência das empresas de *properties*. Além disso, o próprio mercado imobiliário brasileiro, que tradicionalmente se concentrou no eixo São Paulo – Rio de Janeiro para os ativos de grande porte, precisa se desenvolver em outras regiões do país de modo a oferecer mais opções aos gestores de portfólios imobiliários.



**Figura 22 - tempo que a ABL permaneceu no portfólio**

Outro aspecto que fica evidente entre os FIIs analisados e a BR Properties e Boston Properties, é o fato de que, apesar de todos se identificarem com o perfil da gestão ativa, sempre buscando entregar resultados superiores aos acionistas e cotistas, a gestão ativa nos FIIs estudados envolve muito mais o ativo em si do que nos outros veículos estudados.

Pode-se perceber que os FIIs analisados, por terem as travas regulamentares e de alavancagem tiveram que se adaptar ao longo do tempo para desenvolverem um estilo de gestão ativa muito mais focado em cuidar, manter e inclusive, melhorar as qualidades e características técnicas dos ativos.

## 4 ENTREVISTAS COM GESTORES DE FIIS

De maneira a validar as análises e aproximar os estudos com as práticas atuais do mercado, foram programadas três entrevistas com gestoras de fundos imobiliários de relevante presença no mercado. As visitas consistiram em entrevistas com os responsáveis pela gestão dos FIIs, e visavam abordar os principais temas no que se refere a composição, manutenção e reciclagem do portfólio.

Os gestores convidados para as entrevistas, foram selecionados segundo tamanho de patrimônio sobre gestão, de maneira que as informações elucidassem as práticas do mercado sob diferentes perspectivas de ativos e de mercado. Os gestores convidados a para participar do estudo foram:

- Mauro **DAHRUJ**, gestor da Hedge Investments;
- Carlos **MARTINS**, gestor da Kinea;
- Fernando **CRESTANA**, diretor executivo responsável pela área de fundos imobiliários do Banco BTG.

As perguntas presentes no questionário elaborado baseiam-se em estudos internacionais que também se propõem a analisar as estratégias do mercado, e que visavam a prospecção das técnicas utilizadas na gestão de vários fundos, com destaque especial para fundos de pensão.

### 4.1 Metodologia das entrevistas

As entrevistas tiveram como guia o questionário elaborado pelos autores e que está dividido em dois grandes temas:

#### **4.1.1 Momento Certo De Fazer Uma Transação Imobiliária**

As perguntas presentes neste tópico visavam a preparação para a estruturação de uma carteira, ainda na seleção ou elaboração de ativos. Parte deste segmento de perguntas relaciona-se com o atual estado econômico do país, e tinham o intuito de entender quais eram as medidas, rotineiras e de exceção, adotadas pelos gestores segundo a conjuntura econômica corrente.

Também foi questionado aos gestores sobre quais os indicadores econômicos que os levavam a realizar a emissão, ou captação de recursos para um fundo, e como esses indicadores se combinavam em prol de um cenário positivo para a emissão.

Somado a isso, perguntou-se o motivo de investir via um fundo, no comparativo frente ao investimento direto em imóveis.

#### **4.1.2 Processo De Tomada De Decisão**

Neste trecho da entrevista, buscou-se entender o operacional da gestão da carteira, focando principalmente nos segmentos de cada gestora, de maneira a compreender as diferenças de atuação e de mercado.

Adicionalmente questionou-se a respeito da prospecção de novos negócios, e da maneira que estes ativos são apresentados para a equipe, contemplando casos nos quais os negócios seriam oferecidos a gestora. Aqui também foram feitos questionamentos sobre as facilidades e dificuldades de cada gestora, de modo a entender as diferenças de atuação de acordo com o seu porte e estrutura.

Com relação aos ativos, algumas perguntas se direcionaram a identificar como é realizada a avaliação da qualidade do ativo, e quais os critérios e características que a gestora leva em consideração na análise. Adicionalmente, foi questionado a possibilidade de o cliente final ser determinado previamente (locatário alvo), e como essa decisão afeta na tomada de decisão. Além disso quais as mudanças possíveis nos empreendimentos, visando reposicioná-lo no mercado, e como realiza-las.

Por fim, abordou-se as teorias aplicadas na gestão e renovação das carteiras, e como são empregadas no cotidiano das equipes. Também se ponderou quais as consequências da utilização das ferramentas teóricas.

## 4.2 Questionário

### I. Momento certo de realizar uma transação imobiliária

A. Como determinar o momento de realizar uma compra e qual o momento de realizar uma venda?

B. Como é determinado o momento de realizar uma emissão de um fundo (seja para a constituição de um novo fundo ou apenas uma nova emissão de um fundo já existente?) Quais são os indicadores? Juros baixos; Oportunidades? movimentos de empresas (oportunidades de mercado)?

C. Por que fazer um investimento via fundo e não “diretamente”?

### I. Processo de tomada de decisão

A. Qual é a sequência do processo adotada pelo fundo? Como é a influência da empresa na tomada de decisão do real estate? (estar em uma estrutura de banco/asset independente tem influência? )

B. As outras áreas do banco dão algum auxílio no processo de tomada de decisão?

C. Como são selecionados os ativos? São pesquisados pela equipe? São ofertados por corretores? Utiliza-se consultores externos? (JLL, Colliers, CBRE, Cushman, etc...)



- D. Como é feita a avaliação da qualidade do ativo? (Localização, preço, idade do imóvel, tamanho)
- E. O gestor avalia o imóvel para o locatário? Existe um “locatário-alvo”? São previstas bem feitorias para atender um espectro maior de empresas?
- F. Quais ferramentas são utilizadas para o portfólio?
- G. O portfólio passa por reciclagens? (Isso é avaliado de tempos em tempos? (SIM) como é feita essa avaliação?)
- 1) Modern Portfolio Theory (MPT);
  - 2) Capital Asset Pricing Model (CAPM);
  - 3) Correlação Simples;
  - 4) Modelagem financeira/Estudos de viabilidade;
  - 5) Experiência prévia dos gestores;
  - 6) Outros? Quais?
- H. Os gestores se inspiram em alguma estratégia/estrategista do exterior?

### **4.3 Entrevistas**

A consolidação das entrevistas realizadas com os gestores, abordando os principais tópicos relevantes ao trabalho está em seguida. As entrevistas em sua versão integral estão em anexo, neste mesmo trabalho.

#### **4.3.1 Momento Certo De Realizar Uma Transação Imobiliária**

Segundo DAHRUJ, o processo de venda ou aquisição, primeiramente deve estar previsto e acordado no regulamento do fundo. Uma vez satisfeitas as condições regulamentais, a administração do fundo poderá chamar uma assembleia para poder definir o que deverá ser feito com o ativo. MARTINS ressalta que a importância da verificação da disponibilidade de recurso dentro do fundo, e também se as opções que estão disponíveis no mercado são alinhadas com o mandato e perfil do fundo.

Sobre o momento de se realizar a emissão CRESTANA ratifica a importância de uma economia estável e propícia para o movimento, com inflação controlada e taxa de juros baixa e sob controle. Além disso, uma confiança na política econômica de longo prazo também é um dos indícios que levam a tal decisão. MARTINS complementa dizendo que é necessário avaliar inclusive o interesse do mercado, sendo esse um quesito mais comercial do que econômico.

Há um consenso no qual o investimento via fundo proporciona benefícios fiscais para pessoas físicas proporciona uma maior liquidez se comparado ao investimento direto. Além disso há o aumento de escala do investimento, que proporciona a possibilidade de participação em grandes empreendimentos (lajes corporativas, galpões logísticos e shoppings), além da diminuição dos riscos atrelados ao investimento como um todo devido a diversificação de ativos proporcionada pela escala do fundo, o que faz do investimento via fundo mais vantajoso frente ao investimento direto.

MARTINS sugere outras vantagens, como a equipe dedicada a gestão do fundo, que possui profissionais exclusivos para a gestão do portfólio e da parte financeira e de prestação de contas. Entretanto o entrevistado pondera algumas desvantagens do

investimento via fundo frente ao investimento direto, como a flutuação do valor das cotas, uma vez que, estando listado em bolsa, as cotas possuem maior liquidez e variam diariamente, o que pode ser percebido com desconforto para os investidores acostumado com investimento direto, além do fato dos imóveis não estarem escriturados nome do investidor, o mais uma vez poderá ser fator de desconforto nesta modalidade.

#### **4.3.2 Processo De Tomada De Decisão**

O processo de tomada de decisão inicia-se com a escolha dos ativos e a análise de viabilidade destes. Segundo DAHRUJ, as ofertas de diversos tipos de ativo são recebidas em grande parte vindas de corretores externos, empresas de consultoria especializadas, grandes investidores institucionais ou até mesmo de empresas de properties. Seguido a isso elas são avaliadas por uma equipe de analistas, e esta equipe faz uma filtragem inicial, em que os ativos que fujam do escopo determinado pelo(s) fundo(s) são eliminados. O comitê avalia o ativo segundo uma série de critérios, dentre eles:

- Localização: macrorregião e microrregião, vias de acesso e regresso, rotas comerciais (galpões logísticos), acessibilidade por transporte público, proximidade de outros empreendimentos de mesmo nicho;
- Características físicas: Idade, necessidade de manutenção (retrofit), adição de facilities internos, reforços estruturais;
- Locatário: avaliação do tipo de contrato, avaliação de crédito do inquilino
- Oferta e demanda: é avalizada a disponibilidade de ativos semelhantes no mercado;
- Estudo de viabilidade: são simuladas as performances dos ativos, segundo diferentes cenários de locação e econômicos, de maneira a calcular o retorno

esperado no investimento e a comparação frente a taxa de atratividade esperada.

Alternativamente, no BTG as ofertas de ativos podem ser feitas por empresas externas, porém o processo usual é que as oportunidades passíveis de investimento sejam oriundas de pesquisas internas do banco, o qual possui uma equipe designada para essa prospecção. Neste caso, nota-se a influência da estrutura bancária por trás do processo representando uma vantagem competitiva, uma vez que as informações e buscas permeiam a estrutura do banco como um todo, e não somente a área de real estate como nas outras gestoras analisadas, proporcionando maior exposição de oportunidades e ofertas. Soma-se a isso, a coexistência de grandes complexas estruturas (como por exemplo o departamento jurídico e tesouraria) alinhadas sobre o mesmo objetivo de captar negócios, que também facilitam a exposição e construção de oportunidades de investimento.

Feita a triagem da equipe de gestão de investimentos sobre as características acima, a proposta avança para um comitê de investimento, composto por profissionais mais sêniores, que se encarregam de julgar os ativos e tomar a decisão de investir ou não, e se o ativo está alinhado com escopo do fundo. Após a decisão de adquirir o ativo, inicia-se uma etapa operacional, no qual verifica-se os documentos legais e licenças do imóvel e a existência de passivos fiscais ou ambientais, com o auxílio do setor jurídico da gestora e por fim é concretizada a compra.

Quando se trata da gestão de fundos já existentes, seja na emissão, captação ou reciclagem de portfólio, MARTINS comenta que não é utilizada nenhuma ferramenta de gestão específica da carteira (CAPM, MPT, etc.), porém são sempre feitos muitos estudos de viabilidade, análises de risco com apoio dos Risk Managers da Kinea. Além disso, como a gestão do portfólio de FIIs exige muita disciplina, na Kinea há a combinação de dois perfis profissionais nas equipes dos fundos, de maneira a potencializar resultados: profissionais com habilidades na gestão de FIIS e profissionais com conhecimentos em finanças gerais. Assim, complementa-se as necessidades da gestão da carteira de fundos imobiliários, que envolve a gestão de ativos e necessita de ter uma contabilidade em ordem.

Na Hedge e no BTG também não é empregada nenhuma técnica específica de gestão de carteira prevista na literatura por completo. A análise e gestão da carteira são feitas segundo a modelagem interna, que visa auferir a sensibilidade do ativo segundo diferentes indicadores aplicados a situação econômica do momento, e também da avaliação do desempenho do ativo a médio e longo prazo sob diferentes cenários, como mencionado anteriormente.

CRESTANA complementa que a gestão da carteira possui alguns indicadores de literatura, que são aplicados no cotidiano e fazem parte da gestão da equipe de FIIs do BTG, como:

- Taxa livre de risco: é a taxa referencial do mercado, para investimentos livres de risco (também conhecida como custo de oportunidade);
- Spread real frente ao dividend yield: performance relativa da rentabilidade do ativo segundo a variação do indicador no tempo, visando identificar os picos da rentabilidade do ativo;
- Cota patrimonial (laudo de avaliação) versus a cota mercado: a cota patrimonial representa o valor do laudo pelo qual foram baseados os valores iniciais do fundo.
- Custo de reposição;
- Vacância do mercado;

#### **4.3.3 Estratégias Externas**

Abordou-se também a influência de estratégias externas, no modelo de gestão de fundos aplicados aqui no Brasil, e se existe alguma correlação clara entre mercados. DAHRUJ posiciona que o acompanhamento internacional se resume ao cenário macroeconômico e suas influências aqui no país, haja vista que o mercado de FIIs é sensível a dinâmicas locais e, portanto, o acompanhamento externo se faz de maneira

mais distante. MARTINS pontou que há casos externos interessantes, como os REITs, porém mais uma vez a dinâmica do mercado é diferente e limita a abordagem das estratégias aplicadas neste tipo de fundo. CRESTANA complementa sobre as diferentes características dos mercados globais, sobretudo na estrutura e legislação destes, mas que os rendimentos dos fundos internacionais podem servir de parâmetro para o mercado brasileiro, se feitas algumas adaptações, em especial ao abordar o mercado mexicano, que segundo o gestor, é o que mais se aproxima ao mercado de FIIs brasileiro.

## 5 CONCLUSÕES

Como se pode perceber, os fundos imobiliários estudados, que são os principais fundos de portfólio com gestão ativa, não realizaram uma reciclagem do portfólio como o descrito na literatura, uma vez que a área que foi vendida é muito inferior a área que foi incorporada ao portfólio.

Mesmo assim a gestão ativa dos FIs buscou realizar melhorias nos ativos dos portfólios como foram as renovações feitas pelo BRCR11 e pelo HGRE11, buscaram também, diversificar as regiões as quais os ativos estão inseridos e além disso, diversificaram a base de inquilinos.

Os principais entraves para os FIs poderem realizar transações de imóveis, as quais foram apontados pelos gestores, são a adequação ao regulamento e objetivos de investimentos do fundo, e também, o quão favorável é o cenário para se realizar uma captação de recursos para aquisições de novos ativos, uma vez que em um cenário desfavorável os investidores podem preferir outra classe de ativos para aportarem seus recursos.

Assim, para que os FIs tenham maior capacidade de reciclar seus portfólios imobiliários, é necessário que sejam utilizadas outras medida que não dependam apenas da captação de recursos, há a possibilidade de se explorar outros mecanismos como a fusão e cisão de fundos imobiliários, que apesar de estar prevista na ICVM 472, foi muito pouco utilizada pela indústria no Brasil.

Fica evidente também que mesmo com a reciclagem de portfólios, como visto no caso da Boston Properties e BR Properties, o risco de mercado se evidenciou quando ambos os portfólios passaram por crises e tiveram uma diminuição dos seus resultados. Mesmo com a diversificação que os portfólios possuíam o cenário macroeconômico se impôs e impactou negativamente as operações em ambos os casos.

Com o crescimento do número de fundos imobiliários na indústria no Brasil, crescem também o número de possibilidades de investimentos em FIs e consequentemente o mercado se torna mais propício para elaboração dos Fundos de Fundos.

Com a criação de mais Fundos de Fundos, é de se esperar que com isso surjam carteiras bastante diversificadas de fundos de fundos e consequentemente tornam esse tipo de fundo mais atrativo para o investidor que busca uma estratégia de investimentos mais flexível e diversificável no próprio mercado imobiliário.

Como ficou evidente com o BCFF11, os Fundos de Fundos têm uma capacidade de reciclar o portfólio, diversificar os segmentos do mercado imobiliário aos quais possui exposição e também, de se posicionar no ciclo imobiliário muito mais rapidamente do que um fundo que investe diretamente em imóveis.

Ademais, com a Resolução nº 4.661 de 25 de Maio de 2018 do Conselho Monetário Nacional (CMN), pertencente ao Banco Central do Brasil, a qual exige que as EFPCs (Entidade Fechada de Previdência Complementar) deverão, em até de doze anos a contar da entrada em vigor desta Resolução, alienar o estoque de imóveis e terrenos pertencentes à sua carteira própria de investimentos imobiliários ou constituir um FI para abrigá-los.

Como os fundos de pensão e previdência, são grandes investidores em ativos imobiliários, ao longo dos próximos anos, irão surgir diversos portfólios de fundos de investimento imobiliário provenientes das entidades de previdência complementar, os quais antes da resolução nº4.661 do Banco Central não estavam disponíveis aos investidores em geral, e que poderão ser acessados por um mercado mais amplo investidores, tornando assim ainda mais relevante o tema da gestão de portfólios dos FIs.



## 6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANBIMA, **DELIBERAÇÃO Nº 62** de 22 de junho' de 2015. Estabelece que os FII deverão ser classificados em Mandato e Tipo de Gestão, devendo observar, adicionalmente, o segmento de atuação de cada FII. Disponível em <[http://www.anbima.com.br/data/files/9F/21/46/B7/FBC575106582A275862C16A8/DeliberacaoN\\_2062\\_ClassificacaoFII\\_1\\_.pdf](http://www.anbima.com.br/data/files/9F/21/46/B7/FBC575106582A275862C16A8/DeliberacaoN_2062_ClassificacaoFII_1_.pdf)>. Acesso em 17 de julho de 2018.

ALENCAR, C.T. A reciclagem planejada do portfólio de investimento imobiliário propicia um melhor desempenho? Uma análise ex-post de 2010 a 2017. **Carta do NRE – POLI**. 51-18. 14p

BANCO CENTRAL DO BRASIL, Resolução nº 4.661 de 25 de maio de 2018. Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. Disponível em <<http://www.previc.gov.br/regulacao/normas/resolucoes/resolucoes-cmn/resolucao-cmn-no-4-661-de-25-de-maio-de-2018.pdf/view>>. Acesso em 26 de dezembro de 2018.

BARRIENTOS, M.I.G.G.; QUALHARINI. Retrofit de Construções: Metodologia de Avaliação. I Conferência Latino-Americana de Construção Sustentável, X Econtro Nacional de Tecnologia do Ambiente Construído, São Paulo. 18-21. julho, 2004.

BOND, S. A., & MITCHELL, P. Alpha and persistence in real estate fund performance. **Journal of Real Estate Economics and Finance**. 41. 53-79. 2010.

BROUNEN, D.; de KONING, S. 50 Years of Real Estate Investment Trusts: An International Examination of The Rise and Performance of Reits. **Journal of Real Estate Literature**, n. 20, 197-223, novembro, 2012.

Comissão de Valores Mobiliários, **Instrução Normativa nº 472** de 31 de outubro de 2008. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII. Disponível em

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst472consolid.pdf>>. Acesso em: 17 de julho de 2018

\_\_\_\_\_. **Instrução Normativa nº 571** de 25 de novembro de 2015. Altera dispositivos da Instrução CVM nº 472 de 31 de outubro de 2008, e da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst571.pdf>>. Acesso em: 17 de julho de 2018

CRESTANA, F.R.S. **Fundo de Investimento Imobiliário multiproduto comercial como alternativa de diversificação de portfólio em investimento imobiliário: estudo de caso do BCFUND I**. 2012. 119p. Monografia (MBA) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2012.

ELTON, E.J. et al. **Moderna Teoria de Carteiras e Análise de Investimentos**. 8 ed. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2012

FABOZZI, F. J., GUPTA, F., & MARKOWITZ, H. M. The legacy of modern portfolio theory. **The Journal of Investing**, 11(3), 7-22. 2002

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: II. **The Journal of Finance**, v.46, n.5, 1991.

FIORINI, R.M. **Determinantes da rentabilidade dos fundos de investimento imobiliários no Brasil**. 2012. 73f. Dissertação de Mestrado – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2012.

HISHAMUDDIN MOHD, A. Modern Portfolio Theory: Is there any opportunity for real estate?. **Malaysian Journal of Real Estate**, v1., n.1. 14-26., 2006.

HUDSON-WILSON, J. et al. Why real estate? And how? Where? And when? **Journal of Portfolio Management**. Special Issue. 12-22, 2005.

LINNEMAN, P. Real Estate Finance & Investments: Risks and Opportunities. (2a ed.) Philadelphia, PA: Linneman Associates. (2004).

LEKANDER, J. ***Institutional Real Estate Investments: Real estate in a multi-asset portfolio***. 2016. 38p. Dissertação (Doutorado) – KTH Royal Institute of Technology, Stockholm, 2016.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **The Journal of Finance**, 7(1), 77-91. 1952

MUELLER, G.R.; Understanding real estate's physical and financial market cycles. **Real Estate Finance**, v12., n.1, p.47-52, 1995.

OKAZUKA JUNIOR, M. ***A utilização dos fundos de investimento imobiliários como veículos na gestão de ativos das empresas***. Tese (Doutorado), Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2015

PIRES, B.M.R. ***A Gestão ativa de carteiras: uma análise das estratégias predefinidas***. 2016. 103 f. Tese (Mestrado) – Universidade de Coimbra, Coimbra, 2016.

PMBOK. Um Guia do Conhecimento em Gerenciamento de Projetos (Guia PMBOK 5a edição). São Paulo: Saraiva. 2013

PORTO, P.T. ***Método para gestão de portfólios de investimentos em edifícios de escritórios para locação no Brasil***. 2010, 280 f. Tese (Doutorado em engenharia Civil) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

ROCHA LIMA JR, J.; ALENCAR, C.T.; MONETTI, E.; Real Estate Fundamentos para Análise de Investimentos: 4. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

SECURATO, J.R. ***Decisões financeiras em condições de risco***. São Paulo: Atlas, 2007. 264p.

SCOLESE, D. ***Fatores determinantes da rentabilidade dos fundos de investimentos imobiliários no Brasil de 2011 a 2013***. 2014, Tese (Doutorado) - Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP), São Paulo

WEISS, L.A.S. ***O papel da gestão no desempenho de fundos de investimento imobiliário no Brasil (2010-2016)***. 2017, 89 f. Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Cascavel, 2017

WORZALA, E.W. Real estate asset allocation and the decisionmaking framework used by pension fund managers. **Journal of Real Estate Portfolio Management**. 3-1. 1997.

## **APÊNDICES**

### **Apêndice I – Entrevista 1 – Mauro Dahruj (Hedge Investments)**

A 1ª entrevista foi realizada com o gestor da Hedge Investments, Mauro Dahruj, que atua no setor de fundos de investimento imobiliários há 8 anos. Ingressou em 2010 na Credit Suisse Hedging-Griffo participando dos processos de estruturação de FIIs e atuando na gestão dos produtos com foco em imóveis corporativos e galpões logísticos-industriais. Foi responsável pela condução de diversos processos de aquisição e vendas de ativos. A partir de 2014, participou da estruturação dos produtos com foco na estratégia de investimento em cotas de fundos imobiliários (“Fund of Funds”) participando diretamente da sua gestão. Em 2017, deixou a CSHG para formar a Hedge Investments com demais sócios.

#### **Momento De Fazer Uma Transação Imobiliária**

A. Inicialmente, antes de se fazer uma venda ou aquisição, tal evento deve estar previsto e de acordo com as regras detalhadas no regulamento do fundo. Uma vez satisfeitas as condições necessárias, se ativo se enquadrar na política de investimentos determinadas pelo fundo, a administração responsável pelo fundo deve convocar uma assembleia para os cotistas do fundo determinarem através de uma votação, qual é o destino a se fazer em relação ao ativo. Se o fundo venderá o ativo ou não.

B. Existem momentos mais favoráveis, com taxas de juros mais baixas e expansão da atividade econômica em que as empresas buscam por imóveis logísticos ou corporativos. Mas em grande parte, a gestão ativa vai indicar o melhor momento para se realizar uma emissão, seja de um fundo novo ou de uma nova emissão de um fundo já existente. Esse é um modo de estar constantemente identificando diferentes caminhos que um fundo pode ter. Além disso existe uma grande questão comercial, ou seja, quando se trata de uma emissão de um fundo, deve-se fazer um levantamento se existe interesse, seja por parte de pessoas físicas ou investidores institucionais de adquirirem cotas de um fundo. Ou seja, tem que se identificar um potencial prévio de captação de recursos.

C. Um investimento via fundo busca uma maior rentabilidade desde o início, diferentemente de grandes investidores (Fundos estrangeiros, Fundos de Pensão) que podem fazer a aquisição do ativo diretamente ou via SPE e ter um rendimento mais baixo no início. Sendo assim o fundo imobiliário tem uma melhor adequação à estratégia de distribuir rendimentos desde o início e de menor risco que uma SPE. Além disso existem todas as outras vantagens como a de se ter maior liquidez e a isenção fiscal para pessoa física, caso o fundo se enquadre nos requisitos para tal.

### **Processo De Tomada De Decisão**

As ofertas de diversos tipos de ativo são recebidas em grande parte vindas de corretores externos, empresas de consultoria especializadas, grandes investidores institucionais ou até mesmo de empresas de properties.

Seguindo essa sequência elas são avaliadas por uma equipe de analistas, e esta equipe faz uma filtragem inicial, em que os ativos que fujam do escopo determinado pelo(s) fundo(s) são eliminados. Em sequência estas ofertas são organizadas e um gestor as apresenta para um comitê de investimentos. Este comitê é composto pelos profissionais mais sêniores da empresa.

O comitê avalia uma série de critérios e se os ativos em questão se enquadram neles. Dentre os critérios, se encontram os seguintes:

**Localização:** No caso de galpões logísticos eles são estudados de acordo com a macrorregião (cidade, e competição entre cidades próximas) e a microrregião, se ele tem acesso para rodovias importantes, ou seja, se ele se conecta a rotas de transporte relevantes. No caso de shoppings por exemplo é avaliada também a facilidade de acesso por diferentes modais de transporte e a proximidade a outros shoppings, uma vez que shopping muito próximos competem entre si pelo fluxo de pessoas.

**Características físicas do ativo:** Em grande parte é avaliada a idade do ativo e necessidades de manutenção. Essas necessidades vão desde uma pintura da

fachada, troca de elevadores, instalação de equipamentos de segurança, até situações mais complexas que envolvem reforços estruturais ou ampliação de áreas. Locatário: Quando se trata de quem vai locar o ativo, ou se já está locado, é avaliado o tipo de contrato. Contratos atípicos, como o caso do Sale and Lease Back (SLB) ou então o Built to Suit (BTS), e que são mais comuns no segmento de imóveis logístico. Além disso é feita a análise de crédito do inquilino para se avaliar saúde financeira e consequentemente sua capacidade de pagar os alugueis. Estes são pontos importantes para se avaliar a capacidade de o fundo gerar resultados.

Oferta e demanda: É avaliada a disponibilidade de ativos como o que está sendo avaliado pelo comitê e qual a demanda por ativos de tal categoria.

Estudo de viabilidade: São feitas diversas simulações da performance dos ativos, diferentes faixas de preço para o aluguel, diferentes cenários (mais ou menos estressados) e consequentemente é calculado um retorno esperado no investimento e comparado a uma taxa de atratividade (geralmente uma taxa básica como o CDI adicionado um prêmio pelos riscos e iliquidez)

Após uma tomada de decisão do comitê em adquirir o ativo, dá-se início a uma etapa operacional. É feita uma diligência jurídica do imóvel e do terreno, para garantir que não existirão futuros riscos de brigas jurídicas pelo controle do ativo. São verificadas todas as licenças do imóvel junto aos órgãos públicos, como por exemplo, o AVCB (Auto de Vistoria do Corpo de Bombeiros) e também o Habite-se (certificação emitida pela prefeitura que atesta a construção nos moldes exigidos pela mesma, e a partir da emissão a construção tem sua utilização efetiva). Estar em uma empresa independente possibilita muitas facilidades operacionais, justamente por ser menor possui menos burocracias internas e com isso possui um custo operacional mais baixo do que em uma estrutura de grande porte.

Quando já existe um fundo em andamento, para se fazer a gestão dos ativos não são utilizadas nenhuma das ferramentas citadas pela literatura como MPT (Modern Portfolio Theory) ou CAPM (Capital Asset Pricing Model), mas existe um acompanhamento muito grande dos riscos dos ativos e da capacidade geração de receitas dos ativos.

Um caso de sucesso dessa metodologia de processo de tomada de decisão em que são exauridas as características qualitativas se deu dentro do fundo de investimento imobiliário CSHG Logística. Trata-se do galpão adquirido pelo fundo Industrial do Brasil, logístico localizado dentro de um condomínio logístico em Joinville no estado de Santa Catarina. O condomínio é relativamente próximo à três portos, tinha uma ótima estrutura para inquilino instalar as operações corporativas e também, por ser um condomínio, conseguia equilibrar melhor os custos tornando-o mais barato e eficiente. A própria cidade de Joinville possui até hoje muitas indústrias instaladas na cidade o que mostra a demanda por ativos daquele tipo. Todos esses fatores contribuíram para que o imóvel apresentasse uma boa taxa de ocupação ao longo de sua trajetória dentro do fundo e mostrou muita resiliência em momentos adversos da economia e do próprio ciclo imobiliário.

O acompanhamento de estratégias no exterior está muito mais relacionado ao cenário macroeconômico e como isso afeta o Brasil, do que o acompanhamento do real estate em si. Isso se dá devido ao fato de que o mercado imobiliário no Brasil é muito relacionado a fatores locais.

## **Entrevista 2 – Carlos Martins (Kinea Investimentos)**

A 2ª entrevista foi realizada com o gestor Carlos Martins da Kinea. Carlos é sócio fundador da Kinea e responsável pela implementação da área de fundos imobiliários. Atua na área imobiliária desde 2007 sendo responsável pela gestão de recursos, relacionamento com investidores e captação e originação de negócios. Participa ativamente nos comitês de investimentos imobiliários. Ao longo de sua carreira, atuou também no BankBoston e no Citibank. Hoje a Kinea tem um patrimônio de R\$27 Bi sob gestão em áreas como Private Equity, Fundos Imobiliários, Hedge Funds e Infraestrutura.

## **Momento De Fazer Uma Transação Imobiliária**



A. O momento certo de se realizar uma transação imobiliária, em específico na aquisição um ativo, é importante que se verifiquem algumas condições como por exemplo: a disponibilidade de recursos dentro do fundo, as opções que estão disponíveis no mercado e também deve-se estar de acordo com o mandato e perfil do fundo. Ou seja, as características do(s) ativo(s) em questão devem estar de acordo com o previsto pelo regulamento do fundo.

B. Para se fazer uma emissão, deve-se primeiramente ser aprovado em assembleia pelos cotistas do fundo, caso ele já seja um fundo em operação. Mesmo que seja uma emissão de um fundo novo, deve-se avaliar o interesse do mercado e os recursos disponíveis para tal.

C. Existem algumas vantagens e desvantagens de se fazer um investimento via fundo. Dentre as vantagens, destacam-se:

Maior facilidade para participar de grandes empreendimentos (lajes comerciais, galpões logísticos e shoppings);

Maior poder de negociação – Por ter mais recursos disponíveis o gestor de um fundo possui maiores poder de negociação;

Possibilidade de monetizar parte do investimento – diferentemente de quando se compra um imóvel inteiro é possível vender apenas parte das cotas;

Diversificação: fundos com diversos ativos possibilitam uma exposição a diferentes segmentos;

Equipe de gestão: os fundos possuem profissionais dedicados exclusivamente para cuidar do portfólio e de toda a parte jurídica e de prestação de contas do fundo, enquanto que o investimento direto em imóveis exige que o investidor tenha todo esse trabalho;

Isenção fiscal: quando o fundo se enquadra nos requisitos de ter as cotas listadas em bolsa e mais do que 50 cotistas, o investidor pessoa física não é tributado sobre os rendimentos distribuídos.

Porém, existem também algumas desvantagens, dentre as quais destacam-se:

Flutuação do valor das cotas – Quando o fundo está listado em bolsa e possui liquidez, as cotas variam diariamente e sendo assim o patrimônio do investidor também. Isso causa desconforto para quem está acostumado a investir em imóveis diretamente, uma vez que o valor do imóvel é determinado por um laudo de avaliação apenas uma ou duas vezes no ano.

Imóvel não está escriturado no nome do investidor – existem investidores que sentem uma maior segurança em investir diretamente em imóveis pois assim o ativo fica registrado em nome dele, diferentemente dos fundos de investimento imobiliário em que o imóvel está registrado em nome do fundo.

### **Processo De Tomada De Decisão**

O processo de tomada de decisão se dá de um modo sequencial com algumas etapas: Inicialmente existe uma análise do momento econômico e das características do ativo como por exemplo: preço, localização, idade do ativo, tipologia, lay out.

Avaliação crítica da equipe de gestão – profissionais da empresa se responsabilizam por avaliar as características dos ativos e filtrar os que são mais relevantes ou teriam maiores qualidades e assim elaborar um estudo de viabilidade para posteriormente apresentarem para um comitê de investimentos.

Avaliação do comitê de investimentos – Um gestor apresenta os ativos pre selecionados na etapa anterior e os apresentam para os profissionais mais sêniores, que se encarregam de julgar os ativos e tomar a decisão de investir ou não.

Diligência – Caso seja aprovado pelo comitê, os gestores ficam responsáveis por fazer a diligência dos ativos. Verificam as licenças do imóvel como AVCB e Habite-se, assim como também verificam possíveis passivos, como dívidas e questões ambientais.

Operacional – Caso a diligência indique a possibilidade de se seguir com o investimento, toda a documentação de contratos e pagamentos é elaborada e por fim é concretizada a compra e incorporação do ativo no fundo.

Na Kinea, e quando está sendo realizada uma aquisição de um imóvel ou uma locação, para se determinar a saúde financeira do inquilino é realizada uma análise de crédito deste. Como a empresa possui uma área de análise de crédito sempre que há necessidade, os profissionais dessa área contribuem para as análises. Quando se trata de uma operação com um CRI, em que existe uma necessidade de se fazer uma diligência bastante robusta, esses profissionais dão bastante suporte para a área imobiliária.

Atualmente não é utilizada nenhuma ferramenta de gestão de portfólios (MPT, CAPM, etc.) porém são sempre feitos muitos estudos de viabilidade, análises de risco com apoio dos Risk Managers da Kinea. A gestão de portfólios de base imobiliária exige muita disciplina para acompanhar constantemente os ativos e garantir a qualidade dos investimentos. Para se ter uma boa gestão é preciso ter um time com uma combinação de dois perfis de profissionais: um com habilidades de gestão de ativos imobiliários (“conhecimento de tijolo”) e outro com habilidades financeiras. Estes dois perfis se complementam quando se trata da gestão de fundos de investimento imobiliário, pois este tem a necessidade de se ter uma manutenção de ativos e também, de se ter uma contabilidade em ordem.

Quando se trata do acompanhamento de estratégias do exterior, existem modelos que são interessantes como caso dos REITs, porém eles têm uma dinâmica diferente por serem mais parecidos com empresas de properties no Brasil. Apesar de existir um pequeno acompanhamento de estratégias no exterior, o real estate está muito exposto a dinâmicas locais, sendo assim faz mais sentido ter um acompanhamento de empresas de properties do Brasil.

### **Entrevista 3 – Fernando Crestana (Banco BTG)**

A 3ª entrevista foi realizada com o diretor executivo responsável pela área de fundos imobiliários do Banco BTG, Fernando Crestana. No setor de real estate desde 2007, quando ainda fazia parte da Rio Bravo Manager, Crestana participou da estruturação e desenvolvimento do setor de real estate no Brasil. Além disso, participou da equipe responsável pela criação do BC Fund, maior fundo de investimento imobiliário listado em bolsa no Brasil, além de ser gestor do maior player de mercado de fundos imobiliários brasileiro, o banco BTG.

#### **Momento De Realizar Uma Transação Imobiliária**

A. Além de um cenário favorável para fundos com as características do fundo imobiliário, como juros baixos e inflação sobre controle, o gestor fez questão de ressaltar que deve haver confiança na economia, bem como na proposta da política econômica, haja vista que os ativos de real estate geralmente tem um longo prazo de retorno. Aproveitando o tema, o entrevistado fez referência ao momento econômico atual do país, mostrando que a influência da agenda de reformas propostas pelo governo, atrelam confiança ao futuro econômico do Brasil, e, portanto, um cenário mais propício a novos investimentos no mercado imobiliário.

B. O investimento via fundo proporciona ao investidor uma menor concentração de risco frente ao investimento direto, principalmente no que se refere ao pequeno investidor e pessoa física, que juntos concentram cerca de 80% dos investimentos da área. Tal diminuição do risco é obtida devido ao ganho de escala, e a diversificação de investimentos presentes no fundo, ao contrário do investimento direto, que usualmente concentra seu investimento em poucos ativos. Além disso, Fernando destaca o benefício fiscal como sendo um dos atrativos para o investidor pessoa física, já que a menor alíquota incidente sobre os fundos de investimento frente ao investimento direto, proporciona um ganho de rendimento para o investidor.

#### **Processo De Tomada De Decisão**

A. As ofertas de ativos podem ser feitas por empresas externas, porém o processo usual é que as oportunidades passíveis de investimento sejam oriundas de pesquisas internas do banco, que possui uma equipe destina para tal. Ressalta-se que há uma intensa procura por possibilidades de investimento, entretanto embora haja uma grande lista de possibilidades de empreendimentos levantadas pela equipe, até a seleção final e a realização do investimento em si apenas poucos ativos permanecem como opção, tamanha a seleção da equipe de analistas.

Aqui nota-se a diferença entre a presença de uma estrutura bancária por trás da operação. Tal estrutura representa uma vantagem estratégica devido a maior presença de mercado, e neste caso, não só da área de real estate, mas do banco como um todo, o que proporciona uma maior exposição de oportunidades e ofertas. Além disso, o fato de existirem outras áreas grandes e complexas sobre mesma gestão e alinhadas com um mesmo objetivo (como por exemplo o departamento jurídico, e tesouraria), e em um mesmo local (a sede do banco), permite que a gestão de contatos seja otimizada, proporcionando uma maior capilaridade no mercado, e mais uma vez, uma facilidade de exposição e construção de oportunidades de investimento. Por fim, o entrevistado relata que uma das vantagens extras da estrutura bancária está na utilização das empresas pertencentes ao grupo, como por exemplo empresas de estacionamento, e na disposição de seus produtos como atrativos extras e complementos da oferta de um ativo.

Quando o assunto é a gestão do ativo e seu destinatário, o entrevistado alerta que para os casos de uma construção destinada a um locatário exclusivo com necessidades específicas, há um aumento considerado do risco do ativo, e para esse tipo de operação, é necessário um cuidado redobrado na elaboração do contrato, de maneira a mitigar possíveis perdas de rendimento. Porém o entrevistado relata que benfeitorias são bem-vindas quando estrategicamente elaboradas, como a realização de Retrofit para a modernização do empreendimento, ou a locação para antenas comerciais ou agência bancárias, o que visa uma melhoria do atendimento ao cliente final, mas que também proporciona um aumento do rendimento do ativo em si, com o aumento do aluguel e condomínio.

## **Ferramentas Utilizadas**

A respeito da maneira de análise do ativo, o estudo passa por 5 grandes temas:

- Taxa livre de risco: é a taxa referencial do mercado, para investimentos livres de risco (também conhecida como custo de oportunidade);
- Spread real frente ao dividend yield: o dividend yield representa a performance relativa da rentabilidade do ativo. No caso da avaliação do spread, Crestana ressalta que a análise é feita segundo a variação do indicador no tempo, visando identificar os picos da rentabilidade do ativo;
- Cota patrimonial (laudo de avaliação) versus a cota mercado: a cota patrimonial representa o valor do laudo pelo qual foram baseados os valores iniciais do fundo. Quando há uma diferença entre este valor, e o praticado pelo mercado, há um indício da qualidade do ativo e também um sinal de oportunidade de negócio;
- Custo de reposição;
- Vacância do mercado;

As análises visam refletir o período e a saúde do mercado de real estate, bem como são indícios da etapa atual do ciclo econômico do setor.

Segundo o entrevistado, não são empregadas ferramentas de gestão de portfólio vistas na literatura como principal forma de gestão, apenas a utilização de alguns conceitos como composição da análise geral. A principal forma de análise está nos temas acima mencionados, e na modelagem do ativo feita internamente pelo banco, a qual visa medir a sensibilidade do ativo segundo diferentes cenários econômicos, e avaliar seu desempenho a médio e longo prazo, e que também permite a comparação com ativos existentes e, portanto, uma previsão desempenho frente a resultados concretos.

## **Estratégias Externas**

Segundo o entrevistado, a comparação com mercados externos é dificultada pela diferença da estrutura e regulamentação dos países. Porém, a atualização com relação ao que acontece no exterior é válida, principalmente no que se refere aos rendimentos (dividend yield) obtidos pelos fundos imobiliários em outros países. Com relação a proximidade com mercado de real estate do Brasil, Crestana pontua que o México é o país com características que mais se aproximam ao mercado brasileiro, e talvez seja a melhor comparação possível atualmente.

## ANEXOS

### Tabela de classificação ANBIMA

**Tabela 5: Classificação ANBIMA (Fonte: ANBIMA, maio 2018)**

FII	NOME	CLASSIFICAÇÃO ANBIMA	SEGMENTO	GESTÃO
AEFI11	AESAPAR	Desenvolvimento para Renda Gestão Passiva	Educacional	Passiva
AGCX11	Agências Caixa	Desenvolvimento para Renda Gestão Ativa	Agências	Ativa
ALZR11	Alianza Trust Renda Imobiliária	Renda Gestão Ativa	Logística	Ativa
ANCR11B	Ankar IC	Desenvolvimento para Renda Gestão Ativa	Shoppings	Ativa
FAED11	Anhanguera Educacional	Renda Gestão Passiva	Educacional	Passiva
AQLL11	Áquilla	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
ARFI11B	Áquilla Renda	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
ATCR11	Ático Renda	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
BCRI11	Banestes Recebíveis Imobiliários	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
BNFS11	Banrisul Novas Fronteiras	Desenvolvimento para Renda Gestão Ativa	Outros	Ativa
BBFI11B	BB Progressivo	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
BBPO11	BB Progressivo II	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
BBIM11	BB Recebíveis Imobiliários	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
BBRC11	BB Renda Corporativa	Desenvolvimento para Renda Gestão Passiva	agências	Passiva
RNDP11	BB Renda de Papéis Imobiliários	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
RDPD11	BB Renda de Papeis Imobiliários II	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
BBVJ11	BB Votorantim Cidade Jardim Continental Tower	Desenvolvimento para Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
BMLC11B	BM Brascan Lajes Corporativas	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
BCIA11	Bradesco Carteira Imobiliária Ativa	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
BPFF11	Brasil Plural Absoluto Fundo de Fundos	Híbrido Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
BVAR11	Brasil Varejo	Renda Gestão Ativa	Outros	Ativa
BMII11	Brasílio Machado	Desenvolvimento para Renda Gestão Ativa	Lajes Corporativas	Ativa
BZLI11	Brazil Realty	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
CARE11	Brazilian Graveyard and Death Care	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Híbrido	Ativa
BRCR11	BTG Pactual Corporate Office	Renda Gestão Ativa	Híbrido	Ativa
FEXC11	BTG Pactual Fundo de CRI	Renda Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
BCFF11	BTG Pactual Fundo de Fundos	Renda Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
CXCE11B	Caixa Cedae	Desenvolvimento para Renda Gestão Passiva	Outros	Passiva
CXRI11	Caixa Rio Bravo	Híbrido Gestão Ativa	Híbrido	Ativa
CXTL11	Caixa TRX Logística Renda	Renda Gestão Passiva	Logística	Passiva
FCFL11	Campus Faria Lima	Renda Gestão Passiva	Educacional	Passiva
CPTS11B	Capitania Securities II	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
CBOP11	Castello Branco Office Park	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
CNES11	CENESP	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
CTXT11	Centro Têxtil Internacional	Desenvolvimento para Renda Gestão Ativa	Lajes Corporativas	Ativa
FLMA11	Continental Square Faria Lima	Renda Gestão Ativa	Híbrido	Ativa
ATSA11B	CSHG Atrium Shopping Santo André	Desenvolvimento para Renda Gestão Ativa	Shoppings	Ativa
HGBS11	CSHG Brasil Shopping	Renda Gestão Ativa	Shoppings	Ativa



GRLV11	CSHG GR Louveira	Desenvolvimento para Renda Gestão Passiva	Logística	Passiva
HGJH11	CSHG JHSF Prime Offices	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
HGLG11	CSHG Logística	Renda Gestão Ativa	Logística	Ativa
HGRE11	CSHG Real Estate	Renda Gestão Ativa	Lajes Corporativas	Ativa
HGCR11	CSHG Recebíveis Imobiliários	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
TFOF11	CSHG TOP FOFII	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
FOFT11	CSHG TOP FOFII 2	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
CEOC11	Cyrela Commercial Properties	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
THRA11	Cyrela Thera Corporate	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
FAMB11B	Edifício Almirante Barroso	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
FCAS11	Edifício Castelo	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
EDGA11	Edifício Galeria	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
EDFO11B	Edifício Ourinvest	Renda Gestão Passiva	lajes Corporativas	Passiva
ELDO11B	Eldorado	Renda Gestão Passiva	shoppings	Passiva
EURO11	EUOPAR	Híbrido Gestão Passiva	Logística	Passiva
KINP11	Even Permuta Kinea	Desenvolvimento para Venda Gestão Ativa	Residencial	Ativa
FIXX11	Fator IFIX	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
VRTA11	Fator Verita	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
FLRP11	Floripa Shopping	Renda Gestão Passiva	Shoppings	Passiva
FIGS11	General Shopping Ativo e Renda	Desenvolvimento para Venda Gestão Passiva	Shoppings	Passiva
GGRC11	GGR Covepi Renda	Desenvolvimento para Renda Gestão Ativa	Logística	Ativa
ABCP11	Grand Plaza Shopping	Renda Gestão Passiva	Shoppings	Passiva
GWIR11	GWI Renda Imobiliária	Renda Gestão Ativa	Híbrido	Ativa
HFOF11	Hedge Top FOFII 3	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
HCRI11	Hospital da Criança	Renda Gestão Passiva	Hospital	Passiva
NSLU11	Hospital Nossa Senhora de Lourdes	Renda Gestão Passiva	Hospital	Passiva
HTMX11	Hotel Maxinvest	Renda Gestão Passiva	Hospital	Passiva
FIIB11	Industrial do Brasil	Híbrido Gestão Passiva	Híbrido	Passiva
FINF11	Infra Real State	Desenvolvimento para Renda Gestão Ativa	Logística	Ativa
IRDM11	Iridium Recebíveis Imobiliários	Renda Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
RBBV11	JHSF Rio Bravo Fazenda Boa Vista	Híbrido Gestão Passiva	Títulos e Valores Mobiliários	Passiva
JSRE11	JS Real Estate Multigestão	Híbrido Gestão Ativa	Híbrido	Ativa
JTPR11	JT Prev FII Desenvolvimento Habitacional	Desenvolvimento para Venda Gestão Ativa	Residencial	Ativa
KNRE11	Kiena II real Estate Equity	Desenvolvimento para Venda Gestão Ativa	Residencial	Ativa
KNIP11	Kinea Índice de Preços	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
KNRI11	Kinea Renda Imobiliária	Renda Gestão Ativa	Híbrido	Ativa
KNCR11	Kinea Rendimentos Imobiliários	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
LATR11B	Lateres	Desenvolvimento para Venda Gestão Ativa	Residencial	Ativa
MALL11	Malls Brasil Plural	Renda Gestão Ativa	Shoppings	Ativa
MAXR11	Max Retail	Renda Gestão Passiva	Outros	Passiva
MXRF11	Maxi Renda	Híbrido Gestão Ativa	Híbrido	Ativa
FMOF11	Memorial Office	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
MBRF11	Mercantil do Brasil	Renda Gestão Ativa	Outros	Ativa
MFII11	Mérito Desenvolvimento Imobiliário	Híbrido Gestão Ativa	Híbrido	Ativa
MGFF11	Mogno Fundo de Fundos	Renda Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa

PRTS11	Multi Properties	Renda Gestão Passiva	Híbrido	Passiva
SHOP11	Multi Shoppings	Renda Gestão Passiva	Híbrido	Passiva
DRIT11B	Multigestão Renda Comercial	Renda Gestão Ativa	lajes Corporativas	Ativa
NCHB11	NCH Brasil Recebíveis Imobiliários	Renda Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
NVHO11	Novo Horizonte	Desenvolvimento para Renda Gestão Ativa	Hospital	Ativa
FTCE11B	Opportunity	Híbrido Gestão Ativa	Híbrido	Ativa
OUCY11	Ourinest Cyrela	Renda Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
ORPD11	Ouro Preto Desenvolvimento Imobiliário I	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
PABY11	Panamby	Desenvolvimento para Venda Gestão Passiva	Híbrido	Passiva
PQDP11	Parque Dom Pedro Shopping Center	Renda Gestão Passiva	Shoppings	Passiva
FPNG11	Pedra Negra Renda Imobiliária	Renda Gestão Ativa	Lajes Corporativas	Ativa
PRSN11B	Personale I	Desenvolvimento para Venda Gestão Ativa	residencial	Ativa
PLRI11	Polo Recebíveis Imobiliários I	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
PORD11	Polo Recebíveis Imobiliários II	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
VPSI11	Polo Shopping Indaiatuba	Renda Gestão Passiva	Shoppings	Passiva
PRSV11	Presidente Vargas	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
FPAB11	Projeto Agua Branca	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
RBDS11	RB Capital Desenvolvimento Residencial II	Desenvolvimento para Venda Gestão Ativa	Residencial	Ativa
RBGS11	RB Capital General Shopping Sulacap	Renda Gestão Passiva	Shoppings	Passiva
FIIP11B	RB Capital Renda I	Renda Gestão Ativa	Logística	Ativa
RBRD11	RB Capital Renda II	Renda Gestão Ativa	Híbrido	Ativa
RBRF11	RBR Alpha Fundo de Fundos	Renda Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
DOMC11	Reag Renda Imobiliária	Renda Gestão Ativa	Lajes Corporativas	Ativa
RDES11	Renda de Escritórios	Renda Gestão Ativa	Híbrido	Ativa
RBCB11	Rio Bravo Crédito Imobiliário I	Renda Gestão Ativa	Outros	Ativa
FFCI11	Rio Bravo Renda Corporativa	Renda Gestão Ativa	Lajes Corporativas	Ativa
RNGO11	Rio Negro	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
SAAG11	Santander Agências	Renda Gestão Passiva	Agências	Passiva
FISD11	São Domingos	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
SFND11	São Fernando	Renda Gestão Ativa	Lajes Corporativas	Ativa
SCPF11	SCP	Renda Gestão Ativa	Shoppings	Ativa
SDIL11	SDI Logística Rio	Renda Gestão Passiva	Logística	Passiva
JRDM11	Shopping Jardim Sul	Renda Gestão Passiva	Shoppings	Passiva
SHDP11B	Shopping Parque Dom Pedro	Renda Gestão Passiva	shoppings	Passiva
SHPH11	Shopping Patio Higienopolis	Renda Gestão Passiva	Shoppings	Passiva
WPLZ11	Shopping West Plaza	Renda Gestão Passiva	Shoppings	Passiva
SAIC11B	Sia Corporate	Desenvolvimento para Renda Gestão Passiva	lajes Corporativas	Passiva
REIT11	Socopa Fundo de Investimento Imobiliário	Títulos e Valores Mobiliários Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
SPTW11	SP Downtown	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
SPAF11	SPA Fundo de Investimento Imobiliário	Desenvolvimento para Renda Gestão Ativa	Shoppings	Ativa
TBOF11	TB Office	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
ONEF11	The One	Renda Gestão Ativa	Lajes Corporativas	Ativa
ALMI11	Torre Almirante	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
TRNT11	Torre Norte	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
XTED11	TRX Edifícios Corporativos	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva

TRXL11	TRX Realty Logística Renda I	Renda Gestão Passiva	Logística	Passiva
UBSR11	UBS (BR) Recebíveis Imobiliários	Renda Gestão Ativa	Títulos e Valores Mobiliários	Ativa
FVBI11	VBI FL 4440	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
VLJS11	Vector Queluz Lajes Corporativas	Renda Gestão Ativa	Lajes Corporativas	Ativa
VERE11	Vereda	Renda Gestão Ativa	Híbrido	Ativa
FVPQ11	Via Parque Shopping	Renda Gestão Passiva	Shoppings	Passiva
FIVN11	Vida Nova	Renda Gestão Passiva	Shoppings	Passiva
VLOL11	Vila Olímpia Corporate	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
VISC11	Vinci Shopping Centers	Renda Gestão Ativa	Shoppings	Ativa
VTLT11	Votorantim Logística	Renda Gestão Ativa	Logística	Ativa
XPCM11	XP Corporate Macaé	Renda Gestão Passiva	Lajes Corporativas	Passiva
XPML11	XP Malls FII	Renda Gestão Ativa	Shoppings	Ativa

## Patrimônio Líquido e retorno dos FIIs.

**Tabela 6: Patrimônio Líquido e retorno dos FIIs (Fonte: Economática)**

Código	Patrimônio Líquido (mil R\$)	Gestão	Retorno 12 meses (%)	Retorno 36 meses (%)	Retorno 60 meses (%)	Meses Acima do IFIX (últ. 12 meses) em unidades
KNCR11	2.936.909	Ativa	3,87	34,74	60,71	6
KNRI11	2.170.359	Ativa	20,19	82,85	48,78	7
BRCR11	2.403.938	Ativa	-2,47	49,78	33,49	5
HGBS11	1.243.573	Ativa	18,09	83,62	72,55	7
HGLG11	922.048	Ativa	22,31	75,22	90,04	8
HGRE11	1.103.364	Ativa	12,98	43,56	38,70	6
JSRE11	712.931	Ativa	14,68	68,42	89,92	6
BCFF11	533.614	Ativa	30,31	80,91	32,15	7
AGCX11	432.141	Ativa	-0,91	58,21	62,25	3
FFCI11	383.983	Ativa	-0,84	48,79	52,41	3
MXRF11	300.924	Ativa	16,18	60,62	80,64	5
HGCR11	109.516	Ativa	12,94	50,33	74,01	6
VRTA11	230.625	Ativa	2,98	37,75	63,24	5
BPFF11	197.181	Ativa	24,52	97,59	89,10	9
FIIP11B	164.678	Ativa	21,12	90,64	102,57	7
FLMA11	183.527	Ativa	21,85	79,79	78,52	8
RBRD11	138.545	Ativa	21,16	84,48	82,05	8
FEXC11	147.589	Ativa	24,61	46,90	53,35	9

ONEF11	99.186	Ativa	29,77	123,55	122,10	8
MBRF11	116.120	Ativa	38,33	60,77	58,91	7
RNDP11	112.023	Ativa	1,38	47,18	108,24	3
PORD11	105.911	Ativa	3,03	42,47	63,58	7
BBPO11	1.525.226	Passiva	14,05	88,79	90,66	8
ABCP11	785.426	Passiva	5,17	85,60	142,09	6
PQDP11	636.682	Passiva	31,75	218,72	188,66	6
SAAG11	494.902	Passiva	4,98	90,31	98,87	5
SHPH11	423.772	Passiva	24,90	109,78	114,58	7
FCFL11	261.755	Passiva	18,93	126,60	170,06	7
FAMB11B	484.164	Passiva	-32,64	-6,52	-6,09	6
NSLU11	236.187	Passiva	32,57	93,12	120,24	8
BBFI11B	350.007	Passiva	-12,25	21,07	-22,35	5
HGJH11	192.808	Passiva	36,90	89,49	77,89	7
FIIB11	266.729	Passiva	19,27	80,02	59,08	8
XPCM11	193.831	Passiva	27,95	79,72	77,18	7
CNES11	306.581	Passiva	-9,21	3,87	-10,46	3
RNGO11	248.478	Passiva	4,73	50,79	47,92	3
BBRC11	153.305	Passiva	21,13	124,85	89,97	8
FVBI11	202.001	Passiva	6,19	73,43	50,87	5
JRDM11	188.775	Passiva	-3,05	61,87	29,66	3
ALMI11	212.543	Passiva	-5,78	-7,75	-24,02	6
THRA11	134.654	Passiva	16,22	154,00	67,22	5
VLOL11	132.568	Passiva	17,68	96,45	54,80	6
CEOC11	150.467	Passiva	23,71	185,78	34,42	4
EDGA11	310.339	Passiva	-19,88	-25,33	-29,53	4
CXCE11B	157.815	Passiva	10,55	77,12	82,07	7
BBVJ11	161.639	Passiva	-6,11	20,77	-17,85	2
FAED11	103.288	Passiva	4,91	112,23	155,79	6
SDIL11	133.824	Passiva	18,53	69,48	50,96	6
SPTW11	133.346	Passiva	15,58	57,02	70,19	7
TRXL11	173.151	Passiva	22,63	17,67	25,36	6
AEFI11	111.181	Passiva	33,34	120,67	128,12	9
MAXR11	109.714	Passiva	18,27	134,20	172,34	6
HTMX11	150.792	Passiva	18,54	85,88	24,20	7

BMLC11B	84.253	Passiva	0,28	12,96	-1,37	7
PRSV11	79.015	Passiva	-21,62	-17,20	-56,51	2
EURO11	119.198	Passiva	1,81	28,72	24,38	3
HCRI11	62.917	Passiva	31,26	125,80	136,35	7
RBGS11	107.053	Passiva	20,23	67,45	32,38	7
XTED11	51.326	Passiva	2,40	-40,34	-56,18	5
RBVO11	30.823	#N/D	4,41	30,62	42,95	3

Tabela 7 - Histórico de Market Cap REITs (Fonte: NAREIT)

END OF	ALL REITS	EQUITY		MORTGAGE		HYBRID	
YEAR	# OF REITS	MARKET CAPITALIZATIO N	# OF REIT S	MARKET CAPITALIZATIO N	# OF REIT S	MARKET CAPITALIZATIO N	# OF REIT S
1971	34	1,494.3	12	332.0	12	570.8	10
1972	46	1,880.9	17	377.3	18	774.7	11
1973	53	1,393.5	20	336.0	22	517.3	11
1974	53	712.4	19	241.9	22	238.8	12
1975	46	899.7	12	275.7	22	312.0	12
1976	62	1,308.0	27	409.6	22	415.6	13
1977	69	1,528.1	32	538.1	19	398.3	18
1978	71	1,412.4	33	575.7	19	340.3	19
1979	71	1,754.0	32	743.6	19	377.1	20
1980	75	2,298.6	35	942.2	21	509.5	19
1981	76	2,438.9	36	977.5	21	541.3	19
1982	66	3,298.6	30	1,071.4	20	1,133.4	16
1983	59	4,257.2	26	1,468.6	19	1,460.0	14
1984	59	5,085.3	25	1,794.5	20	1,801.3	14
1985	82	7,674.0	37	3,270.3	32	3,162.4	13
1986	96	9,923.6	45	4,336.1	35	3,625.8	16
1987	110	9,702.4	53	4,758.5	38	3,161.4	19
1988	117	11,435.2	56	6,141.7	40	3,620.8	21
1989	120	11,662.2	56	6,769.6	43	3,536.3	21
1990	119	8,737.1	58	5,551.6	43	2,549.2	18
1991	138	12,968.2	86	8,785.5	28	2,586.3	24
1992	142	15,912.0	89	11,171.1	30	2,772.8	23

1993	189	32,158.7	135	26,081.9	32	3,398.5	22
1994	226	44,306.0	175	38,812.0	29	2,502.7	22
1995	219	57,541.3	178	49,913.0	24	3,395.4	17
1996	199	88,776.3	166	78,302.0	20	4,778.6	13
1997	211	140,533.8	176	127,825.3	26	7,370.3	9
1998	210	138,301.4	173	126,904.5	28	6,480.7	9
1999	203	124,261.9	167	118,232.7	26	4,441.7	10
2000	189	138,715.4	158	134,431.0	22	1,632.0	9
2001	182	154,898.6	151	147,092.1	22	3,990.5	9
2002	176	161,937.3	149	151,271.5	20	7,146.4	7
2003	171	224,211.9	144	204,800.4	20	14,186.5	7
2004	193	307,894.7	153	275,291.0	33	25,964.3	7
2005	197	330,691.3	152	301,491.0	37	23,393.7	8
2006	183	438,071.1	138	400,741.4	38	29,195.3	7
2007	152	312,009.0	118	288,694.6	29	19,054.1	5
2008	136	191,651.0	113	176,237.7	20	14,280.5	3
2009	142	271,199.2	115	248,355.2	23	22,103.2	4
2010	153	389,295.4	126	358,908.2	27	30,387.2	--
2011	160	450,500.6	130	407,528.9	30	42,971.7	--
2012	172	603,415.3	139	544,414.9	33	59,000.3	--
2013	202	670,334.1	161	608,276.6	41	62,057.4	--
2014	216	907,425.5	177	846,410.3	39	61,017.2	--
2015	233	938,852.0	182	886,487.5	41	52,364.6	--
2016	224	1,018,729.9	184	960,192.8	40	58,537.1	--
2017	222	1,133,697.6	181	1,065,947.7	41	67,749.9	--

**Tabela 8 - Histórico de dividendos Boston Properties (Fonte: Boston Properties)**

Declared	Record	Payable	Amount	Type
12/17/18	12/31/2018	01/30/19	R\$ 0,95	Regular
09/18/18	09/28/18	10/31/18	R\$ 0,95	Regular
06/14/18	06/29/18	07/31/18	R\$ 0,80	Regular
03/15/18	03/29/18	04/30/18	R\$ 0,80	Regular
12/18/17	12/29/17	01/30/18	R\$ 0,80	Regular
09/15/17	09/29/17	10/31/17	R\$ 0,75	Regular
06/16/17	06/30/17	07/31/17	R\$ 0,75	Regular
03/16/17	03/31/17	04/28/17	R\$ 0,75	Regular
12/19/16	12/30/16	01/30/17	R\$ 0,75	Regular
09/01/2016	09/30/16	10/31/16	R\$ 0,65	Regular

06/16/16	06/30/16	07/29/16	R\$ 0,65	Regular
03/09/2016	03/31/16	04/29/16	R\$ 0,65	Regular
12/17/15	12/31/15	01/28/16	R\$ 1,25	Special
12/17/15	12/31/15	01/28/16	R\$ 0,65	Regular
09/16/15	09/30/15	10/30/15	R\$ 0,65	Regular
06/17/15	06/30/15	07/31/15	R\$ 0,65	Regular
03/18/15	03/31/15	04/30/15	R\$ 0,65	Regular
12/08/2014	12/31/14	01/28/15	R\$ 4,50	Special
12/08/2014	12/31/14	01/28/15	R\$ 0,65	Regular
09/11/2014	09/30/14	10/31/14	R\$ 0,65	Regular
06/19/14	06/30/14	07/31/14	R\$ 0,65	Regular
03/18/14	03/31/14	04/30/14	R\$ 0,65	Regular
12/02/2013	12/31/13	01/29/14	R\$ 2,25	Special
12/02/2013	12/31/13	01/29/14	R\$ 0,65	Regular
09/18/13	09/30/13	10/31/13	R\$ 0,65	Regular
06/18/13	06/28/13	07/31/13	R\$ 0,65	Regular
03/11/2013	03/29/13	04/30/13	R\$ 0,65	Regular
11/08/2012	12/31/12	01/29/13	R\$ 0,65	Regular
09/17/12	09/28/12	10/31/12	R\$ 0,55	Regular
06/15/12	06/29/12	07/31/12	R\$ 0,55	Regular
03/16/12	03/30/12	04/30/12	R\$ 0,55	Regular
12/14/11	12/31/11	01/27/12	R\$ 0,55	Regular
09/16/11	09/30/11	10/31/11	R\$ 0,50	Regular
06/17/11	06/30/11	07/29/11	R\$ 0,50	Regular
03/18/11	03/31/11	04/29/11	R\$ 0,50	Regular
12/20/10	12/31/10	01/28/11	R\$ 0,50	Regular
09/16/10	09/30/10	10/29/10	R\$ 0,50	Regular
06/17/10	06/30/10	07/30/10	R\$ 0,50	Regular
03/18/10	03/31/10	04/30/10	R\$ 0,50	Regular
12/17/09	12/31/09	01/29/10	R\$ 0,50	Regular
09/17/09	09/30/09	10/30/09	R\$ 0,50	Regular
06/17/09	06/30/09	07/31/09	R\$ 0,50	Regular
03/17/09	03/31/09	04/30/09	R\$ 0,68	Regular
12/15/08	12/31/08	01/30/09	R\$ 0,68	Regular
09/17/08	09/30/08	10/31/08	R\$ 0,68	Regular
06/17/08	06/30/08	07/31/08	R\$ 0,68	Regular
03/17/08	03/31/08	04/30/08	R\$ 0,68	Regular
12/18/07	12/31/07	01/30/08	R\$ 0,68	Regular
12/18/07	12/31/07	01/30/08	R\$ 5,98	Special
09/18/07	09/28/07	10/31/07	R\$ 0,68	Regular
06/18/07	06/29/07	07/31/07	R\$ 0,68	Regular
03/13/07	03/30/07	04/30/07	R\$ 0,68	Regular

12/18/06	12/29/06	01/30/07	R\$ 0,68	Regular
12/18/06	12/29/06	01/30/07	R\$ 5,40	Special
09/18/06	09/29/06	10/31/06	R\$ 0,68	Regular
06/19/06	06/30/06	07/31/06	R\$ 0,68	Regular
03/17/06	03/31/06	04/28/06	R\$ 0,68	Regular
12/19/05	12/30/05	01/30/06	R\$ 0,68	Regular
09/19/05	09/30/05	10/31/05	R\$ 0,68	Regular
07/26/05	09/30/05	10/31/05	R\$ 2,50	Special
05/11/2005	06/30/05	07/29/05	R\$ 0,68	Regular
03/17/05	03/31/05	04/29/05	R\$ 0,65	Regular
12/17/04	12/31/04	01/31/05	R\$ 0,65	Regular
09/16/04	09/30/04	10/29/04	R\$ 0,65	Regular
05/05/2004	06/30/04	07/30/04	R\$ 0,65	Regular
01/21/04	03/31/04	04/30/04	R\$ 0,63	Regular
12/18/03	12/30/03	01/30/04	R\$ 0,63	Regular
09/11/2003	09/30/03	10/31/03	R\$ 0,63	Regular
05/07/2003	06/30/03	07/30/03	R\$ 0,63	Regular
03/17/03	03/28/03	04/30/03	R\$ 0,61	Regular
12/19/02	12/30/02	01/29/03	R\$ 0,61	Regular
09/19/02	09/30/02	10/30/02	R\$ 0,61	Regular
05/02/2002	06/28/02	07/30/02	R\$ 0,61	Regular
03/19/02	03/29/02	04/30/02	R\$ 0,58	Regular
12/18/01	12/28/01	01/29/02	R\$ 0,58	Regular
09/17/01	09/28/01	10/30/01	R\$ 0,58	Regular
05/02/2001	06/29/01	07/30/01	R\$ 0,58	Regular
03/20/01	03/30/01	04/30/01	R\$ 0,53	Regular
12/15/00	12/29/00	01/29/01	R\$ 0,53	Regular
09/18/00	09/29/00	10/27/00	R\$ 0,53	Regular
05/03/2000	06/30/00	07/28/00	R\$ 0,53	Regular
03/21/00	03/31/00	04/28/00	R\$ 0,45	Regular
12/17/99	12/30/99	01/28/00	R\$ 0,45	Regular
09/16/99	09/30/99	10/28/99	R\$ 0,45	Regular
06/21/99	06/30/99	07/28/99	R\$ 0,43	Regular
03/22/99	03/31/99	04/28/99	R\$ 0,43	Regular
12/28/98	12/30/98	01/28/99	R\$ 0,43	Regular
10/29/98	11/09/1998	11/19/98	R\$ 0,43	Regular
07/30/98	08/10/1998	08/20/98	R\$ 0,41	Regular
04/29/98	05/08/1998	05/19/98	R\$ 0,41	Regular
12/15/97	12/26/97	01/28/98	R\$ 0,41	Regular
10/29/97	11/07/1997	11/21/97	R\$ 0,44	Regular



Tabela 9 - Indicadores operacionais BR Properties (Fonte: RI BR Properties)

Indicadores	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	3T18
<b>Financeiros (R\$ mil)</b>												
<b>Receita Bruta</b>	<b>24.869</b>	<b>97.038</b>	<b>125.703</b>	<b>223.437</b>	<b>372.575</b>	<b>677.945</b>	<b>993.499</b>	<b>902.236</b>	<b>774.762</b>	<b>505.255</b>	<b>491.815</b>	<b>134.631</b>
> Locações	24.808	96.080	123.625	210.250	362.864	667.848	953.013	877.662	744.889	486.727	473.188	129.933
> Serviços	61	958	2.078	3.608	6.467	7.845	9.475	15.051	18.984	18.528	18.627	4.699
> Linearização	-	-	-	9.579	3.244	2.253	31.010	9.523	10.888	-	-	-
> Vendas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Receita Líquida</b>	<b>21.872</b>	<b>86.707</b>	<b>112.748</b>	<b>204.464</b>	<b>343.464</b>	<b>630.825</b>	<b>923.670</b>	<b>836.788</b>	<b>714.880</b>	<b>465.679</b>	<b>430.450</b>	<b>113.456</b>
Despesas Gerais e Administrativas	(11.329)	(22.061)	(25.003)	(36.377)	(49.059)	(93.974)	(89.693)	(98.534)	(122.515)	(170.642)	(140.664)	(25.977)
<b>EBITDA*</b>	<b>10.543</b>	<b>64.646</b>	<b>87.745</b>	<b>168.087</b>	<b>294.406</b>	<b>536.851</b>	<b>866.147</b>	<b>742.264</b>	<b>614.281</b>	<b>366.002</b>	<b>329.831</b>	<b>89.153</b>
Margem EBITDA (%)	48%	75%	78%	82%	86%	85%	94%	89%	86%	79%	77%	79%
<b>Lucro Líquido</b>	<b>(13.154)</b>	<b>(1.579)</b>	<b>166.703</b>	<b>813.368</b>	<b>335.409</b>	<b>1.227.429</b>	<b>81.163</b>	<b>264.409</b>	<b>(769.638)</b>	<b>28.846</b>	<b>277.017</b>	<b>(37.103)</b>
<b>Operacionais</b>												
<b>ABL Total (m²)</b>	<b>294.364</b>	<b>437.528</b>	<b>640.140</b>	<b>1.171.511</b>	<b>1.164.218</b>	<b>1.901.134</b>	<b>1.939.384</b>	<b>965.224</b>	<b>528.253</b>	<b>580.498</b>	<b>595.897</b>	<b>636.414</b>
> Escritório (m²)	158.258	191.282	199.636	309.758	298.409	597.387	597.297	588.091	441.953	527.045	566.812	561.222
> Industrial (m²)	136.105	246.246	440.504	760.868	767.093	1.189.693	1.228.033	361.793	86.300	47.353	22.986	69.093
> Varejo (m²)	-	-	-	100.885	98.715	114.054	114.054	15.340	-	6.099	6.099	6.099
<b>ABL Total - Desenvolvidimentos (m²)</b>	<b>-</b>	<b>150.473</b>	<b>150.473</b>	<b>148.313</b>	<b>178.435</b>	<b>321.503</b>	<b>246.707</b>	<b>212.746</b>	<b>55.326</b>	<b>74.294</b>	<b>88.682</b>	<b>207.794</b>
> Escritório (m²)	-	25.473	25.473	23.313	23.313	111.709	90.050	84.865	55.326	41.307	41.307	41.307
> Industrial (m²)	-	125.000	125.000	125.000	155.122	206.913	153.776	125.000	-	32.987	47.375	166.487
> Varejo (m²)	-	-	-	-	-	2.881	2.881	2.881	-	-	-	-
Vacância Financeira	11,0%	1,2%	6,9%	8,1%	1,7%	4,0%	8,6%	8,6%	10,4%	11,8%	22,0%	22,4%
Vacância Física	16,4%	1,3%	7,4%	3,8%	0,9%	2,6%	4,1%	7,3%	14,3%	19,8%	30,2%	28,0%

\* EBITDA = Receita líquida - Despesas Gerais e Administrativas + Despesas Não Caixa ou Não Recorrentes

Performance da Ação (BRPR3)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	3T18
Número total de ações (R\$ mil)	81.607.272	81.607.272	81.607.272	139.511.953	180.003.919	311.612.894	312.653.445	298.228.434	298.228.434	298.228.434	407.135.283	407.135.283
EBITDA / Ação	R\$0,13	R\$0,79	R\$1,08	R\$1,20	R\$1,64	R\$1,72	R\$2,77	R\$2,49	R\$2,06	R\$1,23	R\$0,81	R\$0,22