

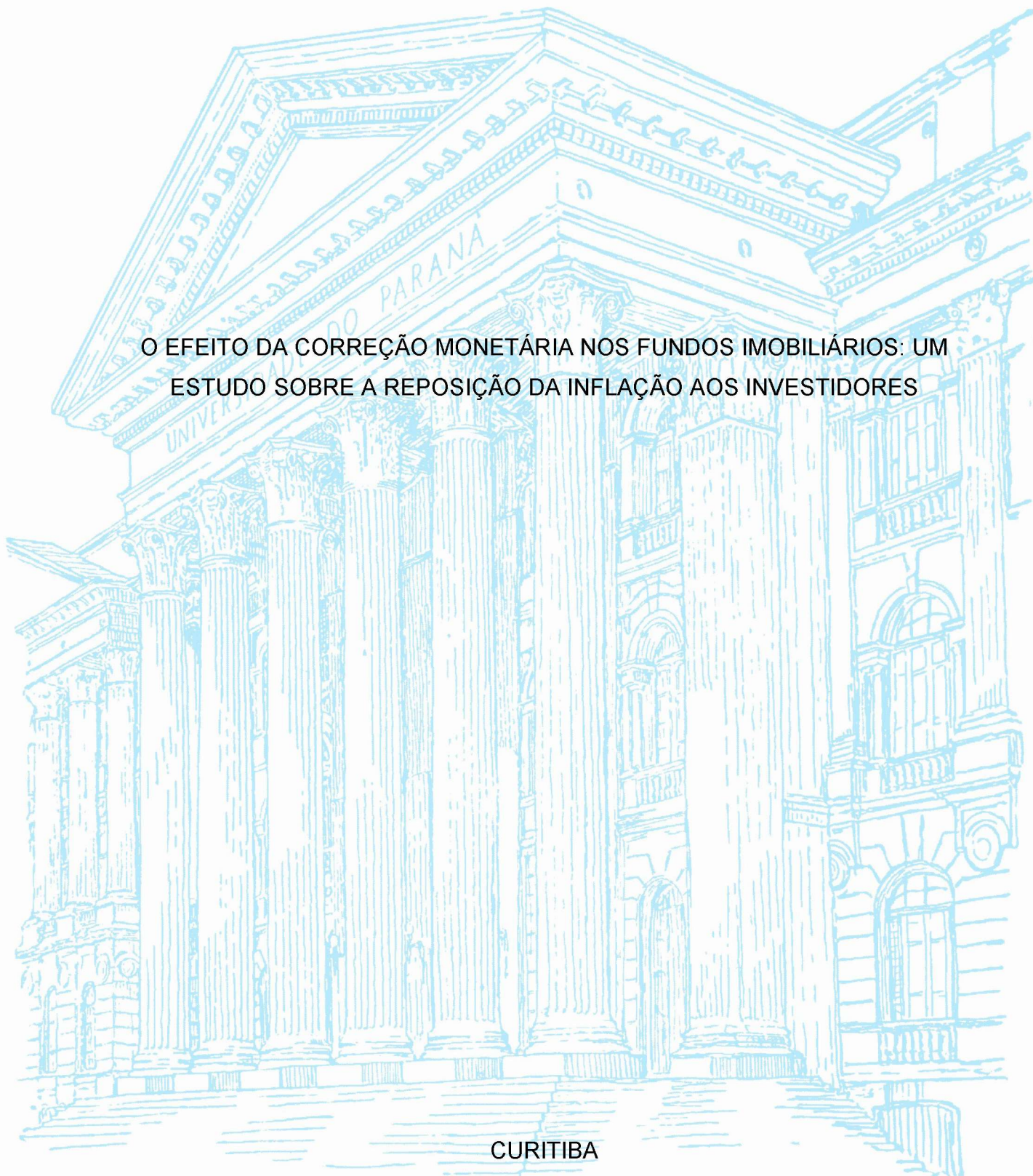
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

MATHEUS ESPAIRES RODRIGUES

O EFEITO DA CORREÇÃO MONETÁRIA NOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS: UM
ESTUDO SOBRE A REPOSIÇÃO DA INFLAÇÃO AOS INVESTIDORES

CURITIBA

2022



MATHEUS ESPAIRES RODRIGUES

O EFEITO DA CORREÇÃO MONETÁRIA NOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS: UM
ESTUDO SOBRE A REPOSIÇÃO DA INFLAÇÃO AOS INVESTIDORES

Monografia apresentada ao curso de graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Adalto Acir Althaus Junior

CURITIBA

2022

TERMO DE APROVAÇÃO

MATHEUS ESPAIRES RODRIGUES

O EFEITO DA CORREÇÃO MONETÁRIA NOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS: UM ESTUDO SOBRE A REPOSIÇÃO DA INFLAÇÃO AOS INVESTIDORES.

Monografia apresentada ao curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, pela seguinte banca examinadora:

Prof. Dr. Adalto Acir Althaus Junior
Orientador – Departamento de Economia, UFPR.

Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira
Departamento de Economia, UFPR.

Prof. Dr. Hugo Carcanholo Iasco Pereira
Departamento de Economia, UFPR.

Curitiba, 25 de abril de 2022.

Ao meu Deus e minha família, meus principais motivos para seguir em frente e buscar superar todas as barreiras que a vida impõe.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar à Deus, porque dEle, por Ele e para Ele são todas as coisas. Se hoje tenho vida e disfruto de inúmeros privilégios como saúde, fôlego e força é porque a sua graça e misericórdia me alcançou. Obrigado Senhor.

Aos meus pais e meu irmão, minha família amada e abençoada a quem devo toda a minha gratidão, pois desde criança demonstraram tamanha resiliência e dedicação para que eu pudesse me desenvolver como filho, pessoa e homem, buscando sempre me preparar para a vida e alcançar os meus objetivos. À vocês eu devo tudo. Obrigado, amo muito vocês!

A Universidade Federal do Paraná e seus colaboradores, que me deram a oportunidade a vivenciar anos incríveis de muito conhecimento e que certamente fizeram toda a diferença em meu desenvolvimento intelectual, profissional e como cidadão. Sem a UFPR minha vida não seria a mesma! Viva a Universidade Pública.

À Liga de Investimentos e Finanças da UFPR que, sem dúvida, foi um diferencial na minha carreira e me permitiu conhecer e se especializar nas áreas do Mercado Financeiro.

À coordenação do curso de graduação em Ciências Econômicas que por várias vezes se mostrou muito presente e disponível a resolver conflitos e problemas, especialmente no período da pandemia.

Ao professor Dr. Adalto Acir Althaus Junior que, mesmo não me conhecendo pessoalmente e nem mesmo ministrando aulas para mim, me aceitou como orientando e contribuiu para a realização desta pesquisa.

“Tudo o quanto fizerem, façam de todo o coração, como para o Senhor, e não para os homens.” (Colossenses 3:23)

RESUMO

Esta pesquisa tem como objetivo analisar a evolução da classe de fundos imobiliários, utilizando seu principal índice de mercado, o Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários da B3 (IFIX), em comparação com a inflação ao longo do tempo. O referencial teórico apresenta as principais características que compõem a classe de fundos imobiliários assim como sua história e regulamentação. Além disso, o tópico descreve as quatro fases que integram um ciclo imobiliário e as principais características do IFIX. Para atingir o objetivo proposto foram coletados dados do índice de fundos imobiliários e dos três principais índices de inflação (IPCA, IGP-M e INCC), comparando a evoluções deles ao longo do tempo com o intuito de auferir conclusões sobre a real capacidade dos FIIs superar a inflação ao longo do tempo. Os resultados obtidos permitem concluir que o índice de fundos imobiliário possui rentabilidade acima da variação de preços em uma janela de médio (7 anos) e longo prazo (11 anos), porém aquém da inflação em um intervalo de curto prazo (2 anos). Além disso, verificou-se que os dividendos mensais possuem um peso crescente na rentabilidade total da classe com o passar do tempo.

Palavras-chave: Fundos Imobiliários. IFIX. Inflação.

ABSTRACT

This research aims to analyze the evolution of the real estate funds class, using its main market index, the B3 Real Estate Investments Funds Index (IFIX), in comparison with inflation over time. The theoretical framework presents the main characteristics that make up the class of real estate funds as well as its history and regulation. In addition, the topic describes the four phases that make up a real estate cycle and main characteristics of IFIX. To achieve the proposed objective, data were collected from the real estate fund index and from three main inflation indices (IPCA, IGP-M and INCC), comparing their evolution over time in order to draw conclusions about the real capacity of the Real Estate Funds to overcome inflation over time. The results obtained allow us to conclude that the real estate fund index has profitability above the price variation in a medium (7 years) and long term (11 years) window, but below inflation in a short term interval (2 years). In addition, it was found that monthly dividends have an increasing weight in the total profitability of the class over time.

Keywords: Real Estate Funds. IFIX. Inflation.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS	36
Figura 2 - ILUSTRAÇÃO DAS FASES QUE COMPÕE O CICLO IMOBILIÁRIO	44
Figura 3 - PERSPECTIVA DO CICLO IMOBILIÁRIO NO SETOR LOGÍSTICO.....	45

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - CORRELAÇÃO ENTRE O IFIX E A TAXA SELIC.....	16
Gráfico 2 - PATRICIPAÇÃO POR TIPO DE INVESTIDOR NO VOLUME NEGOCIADO DE FUNDOS IMOBILIÁRIO – OUTUBRO DE 2021....	18
Gráfico 3 - RENTABILIDADE POR CLASSE DO IFIX	23
Gráfico 4 - COMPARAÇÃO ENTRE O RENTAL YIELD DE IMÓVEIS RESIDENCIAIS E COMERCIAIS COM O DIVIDEND YIELD DO IFIX.....	24
Gráfico 5 - LINHA DO TEMPO DA REGULAMENTAÇÃO DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS.....	41
Gráfico 6 - EVOLUÇÃO DO ÍNDICE DE FUNDOS IMOBILIÁRIO – IFIX.....	47
Gráfico 7 - EVOLUÇÃO DO IFIX E DOS ÍNDICES DE INFLAÇÃO	51
Gráfico 8 - DIFERENCIAL ENTRE PRÊMIO DA NTN-B 2035 E O DIVIDEND YIELD ANUALIZADO DO IFIX	52
Gráfico 9 - EVOLUÇÃO DO IFIX E DOS ÍNDICES DE INFLAÇÃO EM 7 ANOS.....	53
Gráfico 10 - EVOLUÇÃO DO IFIX E DOS ÍNDICES DE INFLAÇÃO DURANTE A CRISE DE COVID-19.....	54
Gráfico 11 - EVOLUÇÃO DO IFIX, DO IFIX MENOS OS DIVIDENDOS DISTRIBUÍDOS E DO IPCA.....	56
Gráfico 12 - EVOLUÇÃO DE 2020 A 2021 DO IFIX, DO IFIX MENOS OS DIVIDENDOS DISTRIBUÍDOS E DO IPCA	57

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - OS 10 FUNDOS COM MAIOR PARTICIPAÇÃO NO IFIX	46
--	----

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DA PESQUISA	14
1.2 OBJETIVOS	19
1.3 JUSTIFICATIVA	19
1.4 METODOLOGIA.....	20
1.5 ESTRUTURA	20
2 REFERENCIAL TEÓRICO	21
2.1 FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS.....	21
2.2 HISTÓRIA E CARACTERÍSTICAS GERAIS	27
2.2.1 Principais aspectos	30
2.2.2 Tributação	32
2.2.3 Atributos e vantagens.....	33
2.3 TIPOS DE CLASSE	34
2.4 REGULAMENTAÇÃO	37
2.5 CICLOS IMOBILIÁRIOS.....	42
2.6 IFIX.....	45
3 METODOLOGIA	48
3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA	48
3.2 MÉTODOS.....	48
4 ANÁLISE DE RESULTADOS	50
4.1 EVOLUÇÃO DO IFIX E DA INFLAÇÃO AO LONGO DO TEMPO	50
4.2 VARIAÇÃO HISTÓRICA NO VALOR DA COTA.....	55
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	58
REFERÊNCIAS	60

1 INTRODUÇÃO

Ao longo da vida é natural que os indivíduos busquem construir riquezas e conquistar algo duradouro a ser deixado como herança para suas futuras gerações. Nesse sentido, o investimento em ativos reais é uma das principais alternativas buscada para consolidar a riqueza construída durante vários anos de trabalho.

Dentre as opções de ativos reais, o investimento em imóveis desempenha um certo protagonismo na estratégia de construção e consolidação patrimonial. É neste contexto que os Fundos de Investimentos Imobiliários (FIIs) experimentaram uma popularização crescente ao longo dos últimos anos, uma vez que possuem características semelhantes ao investimento em imóveis físicos, somado aos benefícios de: acesso a imóveis e inquilinos de primeira linha, maior rentabilidade, várias opções de segmentos para diversificação, liquidez e aplicação acessível a baixas disponibilidades de capital.

Este último benefício, inclusive, é um dos principais estimulantes do interesse público a essa classe de ativo, já que a democratização do acesso a este tipo de investimento faz com que várias pessoas possam desfrutar do que caracterizamos como renda passiva, àquela em que há o recebimento monetário sem que haja o esforço ativo do indivíduo para a sua geração, ou seja, ela não é resultante de um emprego ou trabalho específico. Tal benefício era limitado a investidores com grandes quantias de capital. Com isso, o sonho do brasileiro de ter uma renda passiva para complementar a sua aposentadoria, que até pouco tempo atrás era amplamente planejada em ter “meia dúzia de casinhas de aluguel”, agora se torna muito mais acessível, independente da idade ou disponibilidade financeira.

Neste âmbito, a construção de uma renda passiva tornou-se um objetivo tangível a muitos investidores, uma vez que através dos investimentos imobiliários os investidores podem seguir com uma estratégia previdenciária, já que essa classe de investimento permite a geração de renda através de seus dividendos. Neste ponto, vale lembrar que a composição da renda total de um indivíduo está diretamente ligada à sua trajetória laboral, a qual se inicia com uma renda ativa oriunda do seu trabalho, que com o passar do tempo cresce e se consolida e, posteriormente, entra em declínio por conta da capacidade laboral diminuta. É neste período que a renda ativa deve ser totalmente substituída por uma renda passiva suficiente para manter o padrão de vida do indivíduo.

Dessa forma, a busca pela geração de uma renda passiva ao longo da vida se torna uma meta para todo investidor preocupado com a sua aposentadoria. É neste cenário que os fundos de investimentos imobiliários (FII) se tornaram uma opção muito interessante para os investidores que possuem um capital limitado e até mesmo para aqueles que pretendem diversificar seu patrimônio dentro de uma estratégia imobiliária.

Diante disso, a disseminação dessas características ao longo dos últimos anos provocou um grande crescimento do número de investidores em Fundos Imobiliários, o que trouxe uma grande expansão no mercado destinado a esta categoria de investimentos. Segundo YOKOYAMA, K.Y. (2014) “os fundos de investimentos imobiliários combinam características tanto do mercado imobiliário, fonte de seus rendimentos, quanto do mercado de capitais, ambiente em que são negociados”, unindo assim características como dividendos e liquidez, diferenciais que os imóveis não conseguem proporcionar conjuntamente, já que liquidez é um ponto fraco dos ativos imobilizados. Sendo assim, conforme Baroni (2018, p.13), afirma, podemos concluir que “os Fundos Imobiliários mesclam a segurança associada aos investimentos conservadores em imóveis tradicionais, com a rentabilidade que só os melhores ativos do mercado financeiro podem ofertar com previsibilidade e consistência”.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DA PESQUISA

Ao longo da história econômica brasileira, a relação que o brasileiro detém com os ativos imobiliários se aproximou gradativamente, já que o Brasil passou por diversos períodos de descontrole inflacionário e com isso a necessidade por ativos reais foi, por muitas vezes, uma maneira de escapar da corrosão inflacionária e consequentemente da deterioração da riqueza pessoal. Nesse sentido, a população passou a cultivar um certo apreço pelo investimento imobiliário, uma vez que esse tipo de ativo mostrou tamanha resiliência ao longo dos anos e, além de sua histórica proteção inflacionária (WIELAND, 2021), também proporciona um rendimento mensal através de seu aluguel ou arrendamento. Essas são algumas características que reforçam o viés positivo que o brasileiro vê no investimento em imóveis. Tais atributos também são avistados nos fundos imobiliários, uma vez que todos eles,

sejam aqueles caracterizados como tijolo ou mesmo aqueles de papel, possuem lastro em um imóvel e este, por consequência, passa seus benefícios ao fundo. Ou seja, desde a sua possível valorização até a atualização monetária da renda gerada, já que todos os contratos de aluguel possuem um mecanismo de correção monetária anual. Dessa forma, a segurança em investir em um ativo real facilitou a aderência a classe de ativo que, vale ressaltar, se caracteriza como renda variável, já que as cotas dos fundos são negociadas em ambiente de bolsa e sofrem oscilações diariamente.

Por se tratar de um investimento de risco, o cenário macroeconômico dos últimos anos foi mais um elemento que contribuiu para estimular o crescimento da indústria dos FIs. Com o histórico de elevadas taxas de juros no país, o investidor brasileiro nunca se preocupou em adicionar riscos em sua carteira para potencializar o retorno de seus investimentos, já que os títulos públicos (tido como os ativos mais seguros no mercado financeiro) cumpriam muito bem esse papel. Porém, as elevadas taxas de juros passaram a ficar cada vez menor quando o Banco Central do Brasil começou a executar uma política monetária expansionista.

Iniciada em agosto de 2016, a autoridade monetária levou a Taxa básica de juros¹ brasileira de 14,25% a.a. em 2016 para 2,00% a.a. em um período de quatro anos, o menor patamar da história brasileira para esta taxa. Com isso, a remuneração dos ativos 'sem risco'² da carteira de investimento da maioria dos brasileiros diminuiu progressivamente e, em consequência disto, com o intuito de auferir melhores retornos, houve uma migração para ativos de maior risco. Neste cenário, a classe de Fundos de Investimentos Imobiliários pôde experimentar um avanço histórico.

Segundo o Boletim Mensal de Fundos Imobiliários da B3³, de outubro de 2021, durante o período de execução da política monetária expansionista, ou seja, as seguidas quedas na Taxa Selic, o número de investidores passou de 89 mil em dezembro de 2016 para mais de 1,5 milhão em outubro de 2021. Em relação ao número de fundos listados, o número passou de 157 em dezembro/17 para 374 em setembro/21. Já o volume de captação de novos recursos, os quais são destinados a aquisição ou desenvolvimento de novos empreendimentos (investimento direto na

¹ Taxa Selic

² Títulos do Tesouro Nacional

³ Bolsa de valores oficial do Brasil – B3 – Brasil, Bolsa e Balcão

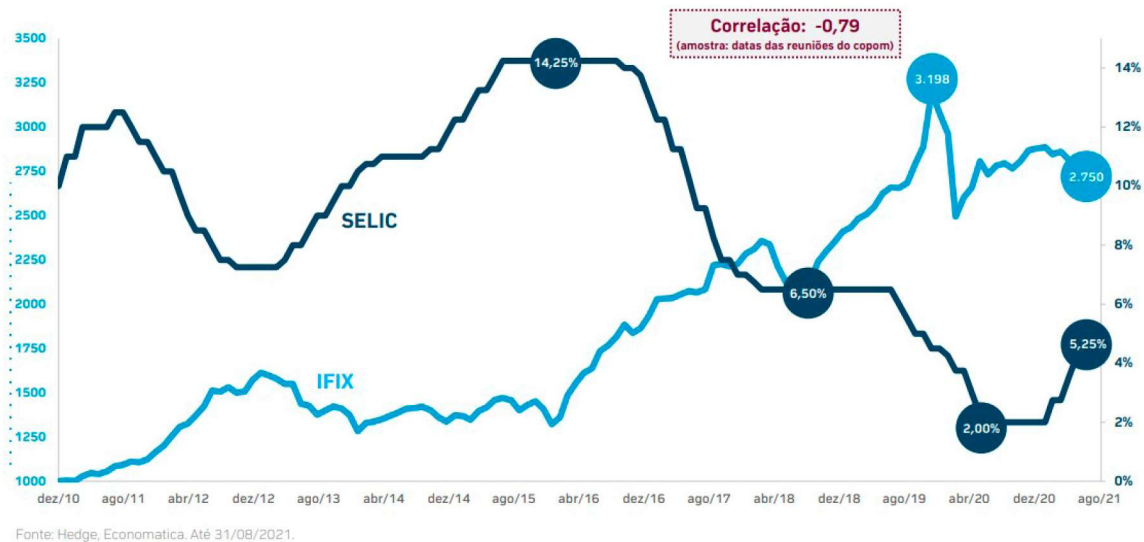
economia real), saiu de R\$2 bilhões em 2016 para R\$21 bilhões em 2021. Tais números demonstram a tamanha evolução que a indústria passou.

Gráfico 1 - CORRELAÇÃO ENTRE O IFIX E A TAXA SELIC

Impacto dos juros nos Fundos Imobiliários

Correlação alta (e negativa)

hedge.
INVESTMENTS



FONTE: Hedge Investents, Economática. Até 31/08/2021.

LEGENDA: Relação histórica do índice de fundos imobiliários com a taxa básica de juros do país. Sinalização do nível de correlação entre os indicadores, revelando a influência dos juros na evolução de preço nos fundos imobiliários.

O ambiente favorável fez com que até o final do ano de 2019 e início de 2020, o Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX) valorizasse de maneira contínua. Com o CDI⁴ (um dos principais referenciais utilizado pelo mercado) cada vez menor, o rendimento percentual em CDI dos dividendos pagos pelos fundos ficavam cada vez maiores e, com a disseminação progressiva das características dos FIIs, houve uma grande euforia dos investidores para investir nesta classe, o que fez com que o preço de negociação das cotas da maioria dos fundos, chegassem a patamares cada vez mais alto, a ponto de vários fundos negociarem com grandes ágios em relação ao seu valor patrimonial (tido como o valor justo para os ativos detidos pelo fundo). Esse cenário permitiu com que centenas de fundos alcançassem grandes captações de novos recursos, que em

⁴ Certificado de Depósito Interbancário – instrumento utilizado para transações entre bancos e que é considerado como a rentabilidade mínima aceitável para que um investimento seja considerado interessante.

sua maioria teve como objetivo desenvolver diversas estratégias no setor imobiliário com o intuito de gerar valor aos seus cotistas e, conseqüentemente, estimular a economia, haja vista que operações imobiliárias possuem capacidade de gerar riqueza para a sociedade, seja em um empreendimento a ser desenvolvido ou mesmo em uma transação entre comprador e vendedor. Porém, ao mesmo tempo que esse avanço significou grandes números para a indústria de fundos imobiliários, há ressalvas quanto ao devido aprofundamento dos investidores sobre a estratégia, de modo com que ela estivesse alinhada com o se perfil de investidor e dentro de uma exposição condizente na sua carteira de investimentos.

Essa preocupação começou a ganhar forma quando o cenário da política monetária expansionista se encerrou. O extraordinário estímulo monetário se justificou por conta do choque da crise do coronavírus no primeiro trimestre de 2020, porém o cenário dos meses subsequentes mostrou uma inflação persistente, o que obrigou o Banco Central a iniciar uma retomada nas altas dos juros em um ritmo cada vez mais rápido que o esperado anteriormente, já que o IPCA brasileiro, a cada leitura mensal, batia recorde de alta. Com isso, e sabendo que há uma correlação negativa entre os juros e os fundos imobiliários, o IFIX passou a operar em tendência de queda e, a cada vez que se previa um aumento mais forte nos juros, a correção de preços se intensificava.

Tais quedas, por vezes, eram ainda mais potencializadas através de outros acontecimentos que influenciavam o cenário econômico, tais como a possibilidade da tributação nos dividendos dos fundos imobiliários através do PL⁵ 2.337/2021 ou mesmo com o “furo no Teto de Gastos⁶”, através da Proposta de Emenda à Constituição 23/2021, conhecida como a “PEC dos Precatórios”.

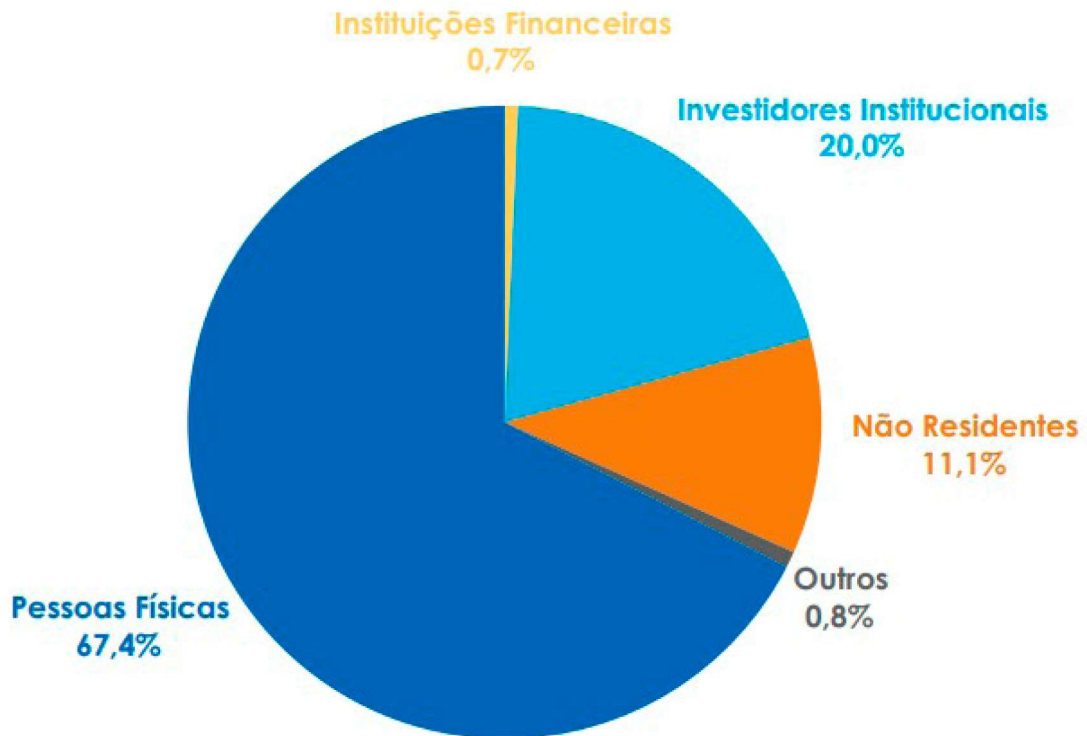
Dessa forma, vários investidores que não detinham o devido perfil para este investimento de longo prazo, ao verem que o aumento nos juros tornava os papéis de renda fixa cada dia mais interessante, fizeram a migração de seu capital para estes ativos de menor volatilidade e retorno fixo. Esse tipo de movimento gerou uma onda vendedora muito forte no mercado de fundos imobiliários e, dado que atualmente as pessoas físicas representam mais de 67% do volume negociado do mercado, a desvalorização das cotas dos fundos se intensificou e acentuou

⁵ Projeto de Lei

⁶ Emenda Constitucional nº. 95 aprovada em 2016 que instituiu um novo regime fiscal e limitou os gastos públicos à variação da inflação dos últimos 12 meses.

gradativamente o hiato entre o preço de mercado e o valor patrimonial de cada fundo.

Gráfico 2 - PARTICIPAÇÃO POR TIPO DE INVESTIDOR NO VOLUME NEGOCIADO DE FUNDOS IMOBILIÁRIO – OUTUBRO DE 2021



FONTE: Boletim FII, B3

LEGENDA: Percentual do volume negociado por cada tipo de investidor. Destaque para o protagonismo das pessoas físicas para a classe de Fundos Imobiliários.

Esse cenário faz com que diversos investidores, ao olharem seu patrimônio cada vez menor a valor de mercado, fiquem indagados quanto da capacidade dos fundos imobiliários repor a inflação e ainda gerar rendimentos atrativos ao longo do tempo. Assim, o presente trabalho pretende responder a seguinte questão de pesquisa: “É possível ganhar da inflação investindo em fundos de investimentos imobiliários?”

1.2 OBJETIVOS

Dada a relevância do tema em questão, a presente pesquisa possui como objetivo principal a verificação da rentabilidade dos fundos imobiliários ao longo do tempo, averiguando a sua real capacidade de vencer a inflação no decorrer dos anos e, ao mesmo tempo, entregar uma determinada remuneração (*spread*⁷) condizente com o risco do ativo. Ademais, podem ser considerados objetivos específicos deste estudo:

- Apresentação das características gerais dos fundos imobiliários;
- Compreensão da regulamentação que rege a classe;
- Evolução temporal do Índice de Fundos Imobiliários (IFIX);
- Definição dos ciclos imobiliários;
- Comparação com a evolução da inflação ao longo do tempo.

Finalizando assim os principais aspectos que este trabalho pretende desenvolver.

1.3 JUSTIFICATIVA

A expansão dos fundos imobiliários nos últimos anos, conduziu centenas de milhares de investidores a investir nesta classe de investimento, gerando uma enorme evolução na indústria imobiliária presente no mercado de capitais. Porém, ao longo do ano de 2021 percebeu-se uma grande migração dos investidores para investimentos de menor volatilidade, como renda fixa, e que entreguem rentabilidades acima da inflação. Dessa forma, dada a relevância do objetivo de pesquisa deste estudo, o trabalho justifica-se como uma contribuição no processo educativo e informativo dos investidores de fundos de investimentos imobiliários, agregando informações que implicam em maior conhecimento sobre a classe, os ciclos econômicos pelo qual os investimentos imobiliários passam e o potencial retorno que a estratégia imobiliária pode entregar ao longo do tempo.

⁷ O conceito de *spread* refere-se à diferença de rentabilidade (taxas de retorno) entre aplicações. É comum percebermos essa diferença de retornos entre ativos que possuem diferentes níveis de risco, já que para um risco maior, os investidores exigem um retorno superior.

Portanto, o presente tema cumpre com o papel acadêmico no quesito de ampliar o conhecimento sobre a dinâmica dos fundos imobiliários e, além disso, possui implicações práticas para a indústria e seus investidores.

1.4 METODOLOGIA

O presente estudo possui coleta, análise e interpretação dos dados, sendo assim classificado como uma pesquisa descritiva (GIL, 2002). Ademais, uma vez que há o emprego de instrumentos estatísticos para tratamento de dados, a pesquisa pode ser qualificada como quantitativa (BUEREN, 2003).

Em relação a análise, o estudo se baseou nas informações históricas do Índice de Fundos de Investimento Imobiliários (IFIX) e dos principais índices de inflação do país (IPCA, IGP-M e INCC), com a intenção de auferir conclusões sobre o objetivo principal da pesquisa.

1.5 ESTRUTURA

O presente estudo está organizado em cinco seções. A primeira seção é esta, 1. Introdução, que faz uma contextualização sobre o tema e apresenta a problemática que norteia este estudo, assim como define os principais objetivos e a metodologia utilizada para análise. Na segunda seção, 2. Referencial Teórico, foi realizado um aprofundamento sobre as características gerais dos fundos imobiliários e sua história. A terceira seção, 3. Metodologia, apresenta os procedimentos metodológicos utilizados para a realização desta pesquisa. A quarta seção, 4. Análise de Resultados, expõe as conclusões extraídas no processo de análise dos dados. Por fim, a quinta e última seção, 5. Considerações Finais, traz as conclusões finais deste estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS

Segurança, rentabilidade e liquidez. Também conhecido como “Tripé dos Investimentos” (ANBIMA, 2021), estes são os principais atributos que orientam os investidores quando decidem por investir seu capital. Estes pilares constituem parte da análise para tomada de decisão e são fundamentais para que os investidores tenham confiança o suficiente para aplicarem seus recursos em determinados ativos. Entretanto, vale ressaltar que,

Os investidores são diferentes em termos de objetivos e perfil de risco. Enquanto uns investem para a aposentadoria, outros estão programando uma viagem, construindo a reserva para emergências, ou planejando a compra da casa própria. Determinado valor pode representar muito para um investidor em relação ao seu patrimônio total, e pouco para outros. Alguns investidores são mais arrojados e aceitam tomar mais risco na expectativa de conseguir um retorno mais alto em seus investimentos, ao passo que outros simplesmente se recusam a correr riscos. (PORTAL DO INVESTIDOR, 2021).

Nesse sentido, fica evidente que identificar o perfil de investidor, definir o horizonte de tempo das aplicações e saber quais os objetivos de curto, médio e longo prazo, constituem parte fundamental para definir qual classe de aplicação é a mais condizente com o momento de vida de cada investidor, assim como qual a parcela de seu patrimônio será destinada para cada estratégia de investimento. Tais pontos são primordiais para a elaboração da estratégia de uma carteira de investimento e devem estar muito bem fundamentados para que o investidor tenha conforto em segui-la e, conforme necessário, de tempos em tempos, fazer modificações pontuais à medida que premissas iniciais tenham se alterado, seja no curso da vida do investidor ou mesmo no cenário econômico.

Isto posto, ao se elaborar uma carteira de investimentos, a classe de fundos imobiliários pode ser usada como uma das estratégias para compor a parcela da carteira destinada a ativos de renda variável. Pois, ainda que alguns investidores assimilem a constância nos rendimentos mensais de alguns fundos com a dinâmica dos papéis de renda fixa, há vários fatores que atestam as características variáveis

desta classe, como: (i) negociação em ambiente de bolsa - o que produz oscilações diárias no preço da cota, (ii) variação nos rendimentos - seja por conta de uma vacância, inadimplência ou mesmo reajustes contratuais e (iii) apuração de lucros/prejuízos oriundos de movimentações no portfólio. Com isso, fica evidente o pertencimento dos Fundos Imobiliários a classe de ativos de renda variável.

Ademais, uma das vantagens dos FII em relação aos demais produtos do mercado financeiro de Fundos é que ele torna o investimento imobiliário acessível a pequenos e médios investidores, por meio do fracionamento, com a emissão de cotas. É o conjunto do investimento em imóveis com a mobilidade das transações financeiras que, além de evitar burocracias como complicações com escrituras, certidões e impostos caros, traz transparência para as operações imobiliárias e pulveriza o risco da operação. Assim, quem não tem recursos para investir diretamente em imóveis pode optar pelos FII, pois essa aplicação também rende “aluguéis” mensais, por meio de rateio das locações obtidas com as propriedades de seu portfólio, como edifícios corporativos e shoppings, além da vantagem de que não há IR sobre esses ganhos mensais. Por outro lado, há riscos do mercado secundário, pois os valores da cota de cada fundo oscilam diariamente de acordo com o cenário econômico (FORTUNA, 2015, p.829).

Dito isso, o primeiro ponto a ser ressaltado dentro do Tripé dos Investimentos é a liquidez. Um dos principais benefícios dos investimentos imobiliários em cotas negociadas em bolsa é a sua facilidade e velocidade em que tais ativos podem ser convertidos em dinheiro. Atualmente a Bolsa de Valores possui uma liquidação financeira em D+2⁸, ou seja, após realizada a operação de venda (compra), o volume financeiro é creditado (debitado) na conta do investidor 2 dias após a conclusão da transação. Sendo assim, a possibilidade de transformar suas cotas geradoras de renda em valores monetários é um dos principais diferenciais da classe, sobretudo se confrontarmos tal liquidez com a dos imóveis. A critério de comparação, segundo a velocidade de venda captada pela Associação Brasileira de Incorporadores Imobiliárias (ABRAINC⁹) em janeiro de 2019, as ofertas

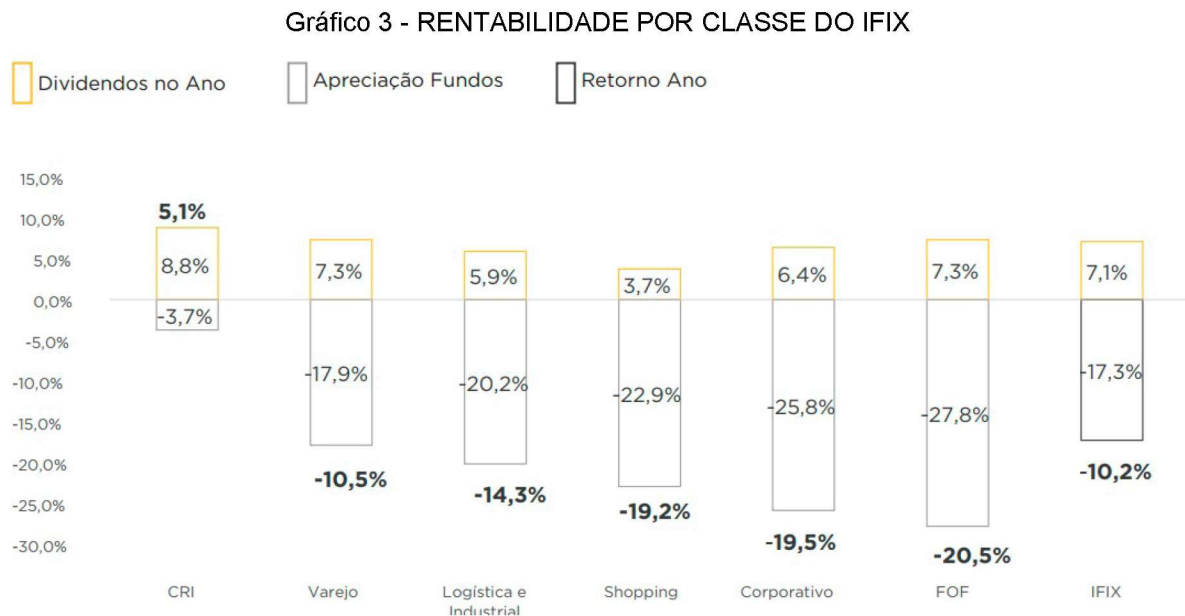
⁸ Em 14/05/2019 a B3 informou que foi concedido a autorização para a implementação do “Projeto Ciclo de Liquidação D+2”, que consiste na redução do ciclo de liquidação do mercado a vista de renda variável de D+3 para D+2.

⁹ Constituída em 2013, a entidade tem o objetivo de aprimorar o mercado da incorporação imobiliária e atualmente conta com 58 incorporadoras associadas com grande relevância na economia do Brasil.

de imóveis duram mais de 16 meses antes de fechar negócio (ABRAINCA, 2019). Logo, no quesito liquidez os fundos imobiliários possuem um diferencial um tanto significativo.

Partindo para o quesito rentabilidade, o principal retorno advindo dos fundos imobiliários é através dos dividendos mensais, porém devemos levar em consideração que as cotas destes fundos são negociadas em bolsa e, portanto, sofrem oscilações diárias. Dessa forma, ao adquirir uma cota de fundo imobiliário, o investidor deve estar ciente de que ele terá direito ao recebimento dos dividendos do fundo (desde que haja posse da cota na data-base¹⁰), porém verá oscilações no capital investido, já que há variação nos preços das cotas ao longo do pregão na Bolsa.

Portanto, definimos a rentabilidade total de um fundo imobiliário como o retorno proveniente através dos dividendos somados a variação do capital investido. Logo, dado que as variações nos preços de mercado podem ser intensas em momentos de estresse, o investimento em fundos imobiliários deve estar alinhado com um horizonte de longo prazo e ainda ser muito bem planejado e executado, assim como todo o investimento em renda variável, para que o investidor evite perdas patrimoniais.



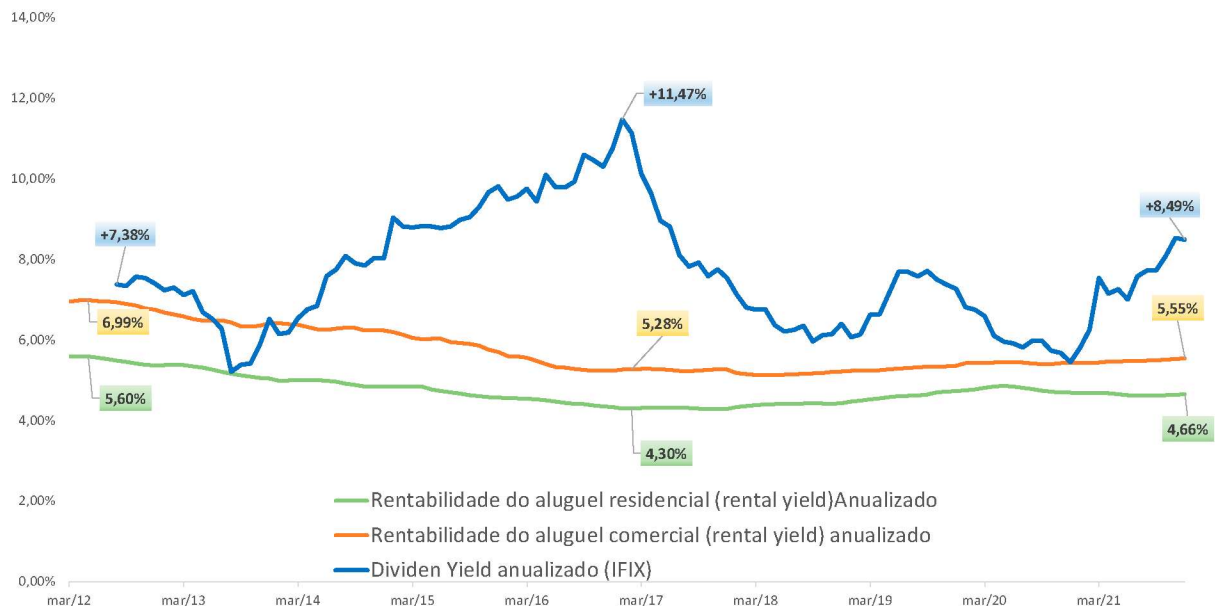
FONTE: Quantum. Elaboração Rio Bravo Investimentos.

¹⁰ Também conhecida como “data-com”, é o dia em que o fundo considera para distribuir os rendimentos. Logo, quem encerrar o dia com as cotas do fundo terá direito a receber os dividendos do mês.

LEGENDA: Retorno anual acumulado até o dia 30 de novembro de 2021 de cada classe de fundos imobiliários, assim como do IFIX. Em amarelo o retorno médio advindo dos dividendos e em cinza o retorno oriundo da variação do preço da cota.

Por conta das oscilações de preço nas cotas, a rentabilidade dos FIIs se altera diariamente, mesmo assim uma métrica utilizada pelo mercado é comparar a média de retorno dos dividendos dos fundos que compõe o IFIX com a média de retorno dos aluguéis. Com base em dados de 25 cidades monitoradas pelo Índice FipeZap¹¹, a razão entre o preço médio de locação e o preço médio de venda dos imóveis (medida de rentabilidade - *rental yield*, para investidores que optam em adquirir o imóvel com a finalidade de obter renda com aluguel), utilizado para avaliar a atratividade do mercado imobiliário, teve um recuo desde meados de 2020 e, encerrou o ano de 2021, com um retorno médio de 3,87% ao ano. Já o dado referente a fevereiro de 2022 (último disponível na data desta pesquisa), o retorno médio anual da locação residencial estava em 5,89% (FIPEZAP, 2021).

Gráfico 4 - COMPARAÇÃO ENTRE O RENTAL YIELD DE IMÓVEIS RESIDENCIAIS E COMERCIAIS COM O DIVIDEND YIELD DO IFIX



FONTE: FipeZAP+, Economatica. Elaboração Própria.

¹¹ O Índice FipeZap de Preços de Imóveis Anunciados é o primeiro indicador a fazer um acompanhamento sistematizado da evolução dos preços do mercado imobiliário brasileiro. Utilizando uma base de dados confiável e robusta, tornou-se referência como fonte de informação sobre o setor, tanto para as famílias como para agentes do mercado e analistas.

LEGENDA: Com base no Índice FipeZAP+ de rentabilidade do aluguel, o gráfico mostra o retorno anualizado de imóveis residenciais (verde), comerciais (amarelo) e o dividend yield do IFIX (azul).

Além disso, vale ressaltar que a renda oriunda dos aluguéis de imóveis compõe o rendimento mensal do proprietário, ou seja, é considerado pela Receita Federal como pertencente a base de cálculo da Declaração de Ajuste Anual do Imposto de Renda Pessoa Física (DIRPF). Dessa forma, levando em consideração as regras de declaração do Imposto de Renda de 2022, todos aqueles que receberem uma renda anual superior a R\$22.847,76 – equivalente a R\$1.903,98 por mês, são obrigados a declarar e a pagar uma alíquota inicial de 7,5% sobre os rendimentos auferidos no ano anterior, sendo que tal alíquota segue uma tabela progressiva que chega a uma porcentagem máxima de 27,5% para aqueles que receberem mais de R\$4.664,68 por mês, o equivalente a R\$55.976,16 por ano (RECEITA FEDERAL, 2021).

Assim, levando em consideração os números apresentados pela FipeZap e comparando-os com a média de dividendos gerados pelos fundos pertencentes ao IFIX, podemos verificar uma geração de renda mensal superior dos fundos imobiliários em relação aos imóveis. Logo, neste quesito haveria maior propensão ao investimento em fundo imobiliário que a um imóvel. Porém, vale ressaltar que o retorno total dos fundos imobiliários (e de certa forma do imóvel também) leva em consideração tanto os dividendos, quanto a variação nos preços da cota. O que pode levar o investidor a visualizar perdas patrimoniais com maior frequência, uma vez que os preços oscilam diariamente, enquanto um imóvel não possui a mesma dinâmica. Com isso, cabe ao investidor identificar seu perfil e aderência ao risco para que assim consiga definir se a visualização diária da oscilação patrimonial o incomoda ou não. Ademais, deve-se analisar as opções de investimento e comparar o retorno do investimento em imóvel com o dos fundos imobiliários, sendo que, além de considerar a potencial variação patrimonial mais os dividendos, deve levar em consideração os impostos a serem pagos no caso da aquisição de um imóvel, projetando quanto será seu rendimento anual e definindo a alíquota correta para o cálculo, já que os dividendos gerados pelas cotas dos FIs são isentos de impostos.

Por fim, no quesito de segurança, os fundos possuem um elevado arcabouço regulatório que rege as regras que devem ser seguidas pelos fundos, conforme detalhado na seção 2.4 Regulamentação, assim como sua composição

que possui instituições encarregadas de sua (i) administração¹², (ii) gestão, (iii) custódia, (iv) auditoria fiscal, além de outros agentes que podem agregar valor ao fundo, como a figura do coordenador líder, presente nas emissões de novas cotas, e também da CVM, que assegura o ordenamento jurídico e faz a fiscalização dos fundos. Ademais, além de toda a regulação, fiscalização e transparência pelas quais os fundos estão sujeitos, seja através de leis, instruções CVM, regras da B3 ou mesmo a metodologia que o índice IFIX¹³ determina, na prática, o ponto da segurança, está muito atrelado a atuação do investidor no mercado secundário¹⁴, isso porque o maior risco deste investimento está ligado a negociação diária das cotas, pois os movimentos de mercado podem fazer com que o investidor visualize perdas patrimoniais (vale lembrar que o prejuízo patrimonial só ocorre quando há venda abaixo do preço de compra, caso o investidor não venda, há apenas a visualização da diminuição do capital).

Nesse sentido, conforme destacado anteriormente, o investidor de fundos imobiliários deve estar ciente de que, apesar da alta liquidez, este investimento deve ser considerado como uma estratégia de longo prazo, isso porque conforme o investidor acumula retorno através dos dividendos, a variação das cotas passa a ter um peso cada vez menor no cálculo do retorno total. Além disso, é importante lembrar também que há uma grande diferença entre investidores e especuladores.

Como investidor do setor imobiliário, a busca é pelo acúmulo de capital e geração de renda com ativos reais. Além de entender que os setores têm comportamentos, ciclos e maturações diferentes, e por isso o longo prazo é determinante. Por outro lado, para os especuladores, a aplicação é feita com o objetivo de buscar ganhos arbitrando ativos com compras e vendas mais rápidas, buscando o melhor ponto de entrada e ponto de saída. Não há, necessariamente,

¹² A regulamentação da CVM exige que o fundo tenha um administrador (instituição financeira). Responsável pelo funcionamento e manutenção do fundo, possui como principais obrigações: (i) selecionar os bens e direitos que irão compor o patrimônio do FII; (ii) providenciar e manter em ordem toda documentação relacionada aos imóveis; (iii) controlar e supervisionar as atividades inerentes à gestão dos ativos do fundo; (iv) distribuir ou repassar os rendimentos devidos aos cotistas; (v) receber valores em nome do FII; e (vi) custear despesas de publicidade, exceto as despesas de propaganda em período de distribuição de cotas (CVM, 2010)

¹³ Para compor o IFIX, as cotas dos fundos imobiliários devem (i) estar entre os ativos com maior Índice de Negociabilidade (IN); (ii) ter presença em 95% dos pregões realizados no período; e (iii) não ser classificado como "Penny Stock", ou seja, um ativo cuja a cotação seja inferior a R\$1 (um real) (BRASIL, BOLSA E BALCÃO, B3, 2020).

¹⁴ É o local onde os investidores transferem entre si valores mobiliários emitidos pelas companhias, ou seja, ele reúne operações financeiras de investidor para investidor. O ambiente mais conhecido para isso é a bolsa de valores.

um olhar para o valor do ativo. Por muitas vezes, a natureza humana e a estrutura de recompensas dos nossos cérebros nos fazem pensar que é mais fácil ganhar dinheiro especulando e buscando ganhos rápidos. Contudo, o estudo da economia comportamental nos mostra que a especulação nem sempre é rentável, principalmente para investidores individuais. Segundo Warren Buffet, um dos maiores investidores de todos os tempos, **o mercado é uma máquina que transfere dinheiro dos impacientes para os pacientes. Visão de longo prazo e disciplina nos investimentos são fundamentais para alcançar retornos consistentes.** (ANITA SCAL, 2021, p. 12, grifo autor).

Portanto, dado que o retorno total da classe se dá progressivamente ao longo do tempo, a segurança de se investir em fundos imobiliários está diretamente ligado, na prática, ao horizonte de aplicação dos investidores.

2.2 HISTÓRIA E CARACTERÍSTICAS GERAIS

Destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários, os Fundos de Investimentos Imobiliários são a comunhão de recursos destinados a aquisição de direitos reais sobre bens imóveis, investimento em títulos relacionados ao mercado imobiliário, como letras de crédito imobiliário (LCI), letras hipotecárias (LH), cotas de outros FIIs, certificados de potencial adicional de construção (CEPAC), certificados de recebíveis imobiliários (CRI) e outros previstos na regulamentação (PORTAL INVESTIDOR, 2021)

Devidamente inserido no ordenamento jurídico pela Lei 8.668, de 25 de junho de 1993, a classe de fundos imobiliários passou a fazer parte do rol de competências da CVM no que diz respeito a regular, autorizar e fiscalizar o funcionamento deste tipo de investimento que, posteriormente, viria a receber diversas modernizações em sua regulamentação conforme detalhado na seção 2.4 Regulamentação.

Para Nogueira Junior (2008), um dos motivadores para o surgimento do FII no Brasil foi a possibilidade de pequenos e médio investidores tivesse acesso a ativos imobiliários através do desembolso de valores mais próximos à sua capacidade de investimentos já que, na prática, os investidores podem adquirir frações de um imóvel, que são representadas por cotas de um FII.

Além disso, as vantagens que os fundos de investimentos (em geral) oferecem em termos de diversificação, liquidez, custos, e retorno reais contribuem para justificar o sucesso como instrumentos de poupança (KUCKO, 2007). Já que esses fundos pretendem ser um agente formador de poupança estável e de longo prazo, uma vez que os recursos captados são utilizados para fins imobiliários, dando liquidez e diluindo riscos do mercado imobiliário, ao mesmo tempo em que ajudam a reduzir o preço final da obra, graças à administração de recursos em escala (FORTUNA, 2015, p. 826).

Nesse sentido, a instituição do Fundo de Investimentos Imobiliário permitiu a redução no custo de financiamento de projetos imobiliários através, por exemplo, da disseminação do instrumento de securitização¹⁵, o qual tem diversas vantagens em relação a aquisição imobiliárias tradicional. Segundo Amato (2009) o processo de securitização é capaz de: (i) reduzir os custos de transação, por meio da facilitação na formação de documentos como escrituras e certidões¹⁶; (ii) flexibilizar a formação e desmobilização do total ou parcial de carteira de investimentos imobiliários, além de agilizar transações; (iii) fracionar o investimento, permitindo ao pequeno e o médio investidor o acesso a empreendimentos de maior porte; (iv) potencializar a diversificação do portfólio de investimento em vários empreendimentos; (v) incrementar a liquidez potencial dos ativos; (vi) aumentar o rigor na fiscalização do desempenho; e (vii) profissionalizar a administração através da terceirização da gestão para empresas especializadas. Além disso, as operações de securitização que envolvem empreendimentos imobiliários podem ser realizadas durante seu desenvolvimento e/ou exploração.

Com o intuito de deixar mais claro o funcionamento do instrumento de securitização no mercado imobiliário, Baroni (2018, p.125) explica como um empreendimento imobiliário já performado e que tenha um potencial de expansão, consegue se capitalizar. No exemplo utilizado, o dono de um shopping center que tem renda mensal de aluguéis decide fazer uma ampliação no shopping que custará

¹⁵ Securitização – processo de emissão de títulos de investimentos ou quaisquer outros valores mobiliários a serem transacionados no mercado de capitais, os quais estão associados a ativos empréstimos, créditos ou fluxo de pagamentos (AMATO, 2009)

¹⁶ Ainda segundo Amato (2009), dentre os diversos custos a que estão sujeitas as transações imobiliárias, podem ser destacadas: impostos – em particular o Imposto de Transmissão de Bens Imóveis (ITBI) -, custos de lavratura da escritura e do registro do imóvel cobrados por cartórios (até 4% do valor da transação), comissão de corretagem (de 4% a 6% do valor da transação) e honorários advocatícios (até 1% do valor da transação).

R\$ 5 milhões, mas não quer contratar um empréstimo direto no banco, ou mesmo colocar recursos próprios. A solução para isso é antecipar os recebimentos dos aluguéis fazendo a securitização deste fluxo futuro. De início, é feita uma análise de crédito da qualidade da operação deste shopping, e digamos que se chegue a um acordo em que a taxa adequada a ser paga seja, por exemplo, de INFLAÇÃO + 7,50% (ou CDI + 2%), com prazo máximo de dez anos. O proprietário do shopping receberá os R\$ 5 milhões para começar as obras de ampliação. Problema resolvido. Para os lojistas, nada muda. Porém, os investidores receberão o fluxo dos contratos destes aluguéis em função da cessão dos direitos durante os próximos dez anos, através do pagamento dos juros combinados até a quitação completa da dívida. Some isso ao fato de que o shopping em si pode também ser dado em garantia, fisicamente falando, por meio de uma alienação fiduciária. Além do mais, o dono do shopping será fiador da operação com outros patrimônios relacionados. Temos aqui apenas uma operação de um CRI em um fundo de papel disponível no mercado que, geralmente, possui de 30 a 40 CRIs internamente em sua carteira.

Já com um ativo em desenvolvimento, ainda segundo Baroni (2018, p.126) a situação seria como a seguinte: O Sr. José é dono de uma loteadora. Ele começou a desenvolver o loteamento, vendendo os lotes individualmente. Atualmente a infraestrutura já está em andamento, além de vários lotes que já foram vendidos, que serão recebidos a prazo. Mas o Sr. José quer antecipar o recebimento destas prestações dos lotes que foram vendidos para finalizar completamente a obra ou mesmo realizar o lançamento de outro loteamento. Ele agrupa todos aqueles contratos dos lotes vendidos, vai até uma securitizadora e os converte em uma CCI – Cédula de Crédito Imobiliário. Ali é feito um estudo indicando que a taxa adequada é INFLAÇÃO + 10% e prazo de oito anos. A securitizadora oferece isso ao mercado e, mais uma vez, entram em ação os recursos financeiros em caixa de um fundo de papel. O Sr. José receberá as parcelas à vista, porém o fluxo de pagamento das prestações irá remunerar os investidores conforme taxa combinada.

Com isso, a expansão do investimento imobiliário através dos fundos, a partir do final dos anos 1990, fez com que a indústria imobiliária brasileira pudesse experimentar novas formas de atuação, unificando o aspecto imobiliário com as características financeiras. Trazendo as vantagens do mercado financeiro pra dentro da estrutura de um negócio imobiliário, como a redução do custo de financiamento dos projetos, já que a estrutura de captação de recursos dos fundos de

investimentos imobiliários ocorre através do mercado de capitais, o que garante o acesso direto a recursos de investidores, sem intermediários, com uma taxa mais competitiva que um empréstimo bancário.

2.2.1 Principais aspectos

Se por um lado a redução do custo de financiamento foi um atrativo para empreendedores (tomador de recursos) aderirem a estrutura do FII, por outro a possibilidade de ampliação do acesso a investidores no segmento imobiliário foi um dos principais fatores que estimularam a adesão da ponta credora nesta equação, fazendo com que o alinhamento dos interesses individuais de cada participante potencializasse o surgimento/desenvolvimento da indústria de fundos imobiliários.

Desde a sua criação, através da Instrução CVM nº. 205/94, os FIIs foram definidos como um condomínio fechado de investidores, ou seja, não é permitido ao cotista o resgate de suas cotas. Dessa forma, o cotista não pode solicitar ao fundo a devolução do capital investido, isso ocorre através da negociação de suas cotas com outros investidores, através do mercado secundário (bolsa de valores ou mercado de balcão organizado). Além disso, segundo Scolese et al (2015, p. 26), o cotista do FII não tem nenhum direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo. Assim, a regulamentação exige o titular das cotas de responder pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual relativa aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou do administrador.

Sendo assim, uma vez que não é permitido o resgate de cotas, o investimento é concretizado através da aquisição das cotas, enquanto o retorno do capital investido se dá por meio da distribuição de resultados, da venda da cota em bolsa de valores ou mercado de balcão, ou da dissolução do fundo com a venda dos seus ativos e a distribuição proporcional do patrimônio aos cotistas (AMATO et al., 2005, p. 4)

Já em relação a estrutura organizacional do Fundo de Investimentos Imobiliário, segundo a CVM regulamenta, há obrigatoriedade que a administração fiduciária seja feita por uma instituição financeira, sendo esta eleita pelos cotistas como responsável pelo gerenciamento dos ativos que compõem o patrimônio do fundo, de forma que estes ativos pertencem ao FII (que por sua vez é dos seus cotistas), porém a administradora é a proprietária fiduciária destes bens. Ademais, a

administradora é remunerada pelo seu serviço através da taxa de administração, que pode variar usualmente em função da categoria do fundo e do tamanho do patrimônio, além de, dependendo do regulamento do fundo, receber remuneração pelo desempenho do fundo (taxa de performance).

Somado a isso, vale ressaltar, conforme Nogueira Junior (2008, p. 21), que:

Em relação à administração por instituição financeira, ressalta-se que os bens do FII são registrados como propriedade da instituição administradora, mas não fazem parte de seu patrimônio, estando protegidos de eventuais dificuldades que possam envolvê-la. Caso ocorram problemas com a entidade administradora, uma nova entidade é eleita para assumir a propriedade fiduciária e a gestão do patrimônio do FII.

Ainda em relação a administradora do fundo, a Instrução CVM nº. 205, de 14 de janeiro de 1994, apresenta de forma bem explícita quais os requisitos, obrigações e competências para o exercício de administração de um FII. Nesse sentido, o art. 12 da Instrução descreve resumidamente a atuação do administrador fiduciário:

Compete à instituição administradora a gestão do patrimônio do Fundo, podendo realizar todas as operações, praticar todos os atos que se relacionem com seu objeto, e exercer todos os direitos inerentes à propriedade dos bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo, inclusive o de ações, recursos e exceções, podendo abrir e movimentar contas bancárias, adquirir e alienar livremente títulos pertencentes ao Fundo.

Ademais, conforme artigo 12 da Lei nº. 8.668/93, as principais vedações a administradora no exercício de suas funções em relação aos recursos do Fundo de Investimentos Imobiliário, são:

- i. Conceder empréstimos, adiantar rendas futuras aos cotistas ou abrir créditos sob qualquer modalidade;
- ii. Prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer forma;
- iii. Aplicar no exterior recursos captados no País;
- iv. Aplicar recursos na aquisição de cotas do próprio fundo;
- v. Prometer rendimento predeterminado aos cotistas;
- vi. Realizar operações do fundo quando caracterizada situação de conflito de interesse entre o fundo e a instituição administradora, ou entre o fundo e o empreendedor.

2.2.2 Tributação

O aspecto tributário do Fundo de Investimentos Imobiliário é um dos principais diferenciais que atrai os investidores pessoa física a esta classe de investimento. O incentivo tributário começou a ser delineado a partir de 1999, quando através da Lei nº. 9.779, duas condições foram impostas para que o FII, como entidade jurídica, tivesse seus lucros isentos de tributação:

- i. O fundo deverá distribuir, no mínimo, 95% dos lucros semestrais, e;
- ii. Não deve aplicar recursos em empreendimento imobiliário que tenha como incorporador, construtor ou sócio, cotista que possua, isoladamente ou em conjunto com a pessoa ligada, mais de 25% das cotas do fundo

Anos mais tarde, em 2005, por meio da Lei nº. 11.196, foram os investidores pessoa física que tiveram uma mudança tributária significativa já que os rendimentos oriundos desta classe passaram a ser isentos, desde que atendidas as seguintes condições:

- i. O fundo deve ter suas cotas negociadas exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado;
- ii. O benefício será concedido aos fundos que tenham, no mínimo, 50 cotistas;
- iii. A isenção tributária não valerá para cotistas pessoas físicas que detenham mais de 10% das cotas emitidas pelo fundo, ou cujas cotas lhe deem direito ao recebimento superior a 10% do total de rendimentos auferidos pelo fundo.

Ao fundo ou aos investidores que não se enquadrem nos critérios acima, a tributação sobre os rendimentos distribuídos pelo fundo será de 20%, conforme define a Lei nº. 9.779. A mesma lei determina que, para o ganho de capital apurado na alienação das cotas, tanto de investidores pessoa física quanto pessoa jurídica, incorra a tributação definitiva de 20% sobre o lucro apurado, devendo este imposto ser calculado e pago pelo investidor através de uma DARF¹⁷.

¹⁷ Documento de Arrecadação de Receitas Federais – usado para pagamento de tributos federais (impostos, taxas e contribuições)

2.2.3 Atributos e vantagens

De maneira geral, segundo Palermo (2002), os fundos são formados por grupos de investidores com o objetivo de aplicar recursos, solidariamente, no desenvolvimento de empreendimentos imobiliários ou em imóveis prontos. Tendo como principais características, além das já mencionadas:

- Não ter personalidade jurídica própria (é a instituição financeira administrador quem “empresta” sua personalidade jurídica ao fundo);
- Ser constituído com prazo de duração determinado ou indeterminado;
- Poder efetuar aumento de capital mediante emissão de novas cotas;
- Ter as subscrições das cotas realizadas em moeda corrente;
- Investir em empreendimentos imobiliários através da aquisição de imóveis prontos, imóveis que serão construídos ou ainda investimentos em projetos que viabilizem o acesso à habitação e serviços urbanos, inclusive áreas rurais.
- Apurar receita operacional da alienação, locação ou arrendamento dos empreendimentos imobiliários.

Além disso, segundo CVM (2010), as principais vantagens do Fundo de Investimentos Imobiliário são:

- i. Acesso ao Mercado Imobiliário – a estrutura do FII permite a união de recursos dos investidores para aquisição de empreendimentos imobiliários, os quais seria inacessível a investidores individuais, principalmente os de menor recurso.
- ii. Ganhos de Escala – é possível ao pequeno investidor obter condições semelhantes às oferecidas aos grandes investidores, uma vez que a soma de recurso dos diversos investidores proporciona ao fundo maior poder de negociação.
- iii. Diversificação – a acessibilidade a investimentos imobiliário através das cotas dos FIIs permite a exposição a vários setores imobiliários através de diferentes tipos de fundos imobiliários.

- iv. Simplificação – atividades usuais de obtenção de certidões, elaboração de escritura, recolhimento de tributos, etc., são de responsabilidade do administrador do fundo.
- v. Possibilidade de Fracionar o Investimento – diferentemente do investimento direto em imóveis, o investidor não precisa liquidar todo o seu investimento, podendo vender apenas a quantidade de cotas suficiente para suprir a sua necessidade.
- vi. Administração profissional – os investidores terceirizam a gestão dos ativos do fundo para profissionais altamente capacitados.

2.3 TIPOS DE CLASSE

Com o intuito de esclarecer e prover maior transparência ao mercado, a ANBIMA¹⁸, por meio do Conselho de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento, divulgou em 2015 uma diretriz que estabelece que os fundos imobiliários devem ser classificados em Tipo de Mandato e Gestão, da seguinte forma:

- Mandato
 - Desenvolvimento para renda – fundos que invistam acima de 2/3 do seu patrimônio em desenvolvimento/incorporação de empreendimentos imobiliários.
 - Desenvolvimento para venda – fundos que destinam ao menos 2/3 do seu patrimônio em desenvolvimento de empreendimentos imobiliários em fase de projeto ou construção para fins de alienação futura a terceiros.
 - Renda – fundos que possuam 2/3 do seu patrimônio em empreendimentos imobiliários para fins de geração de renda com locação ou arrendamento.
 - Títulos e Valores Mobiliários – fundos que orientam pelo menos 2/3 do seu patrimônio em títulos como ações, cotas de sociedade,

¹⁸ Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais

Fundos de Participações (“FIPs”), Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (“FIDC”), Certificado de Potencial Adicional de Construção (“CEPAC”), Certificado de Recebíveis Imobiliários (“CRI”), Letras Hipotecárias (“LH”), Letras de Crédito Imobiliário (“LCI”) ou qualquer outro valor mobiliário abarcado pela legislação vigente.

- Híbridos – fundos cuja a estratégia de investimento não observa nenhuma concentração das classificações acima mencionadas, conforme definido em seu regulamento.

- **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.
- Ativa – fundos que não possuem gestão passiva.

Além do tipo de mandato e gestão, a classificação do Fundo Imobiliário deve ser complementada pelo segmento de atuação, tais como: agências bancárias, educacional, híbrido, hotel, lajes corporativas, logística, residencial, shoppings, títulos e valores mobiliários. De forma geral, para se enquadrar em cada um destes itens, o fundo deverá investir dois terços do patrimônio líquido nestes tipos de imóveis. Caso o fundo invista em mais de um segmento, sua classificação será “Híbrida”. E aqueles que não se enquadrem nos segmentos acima, entram na opção “Outros”.

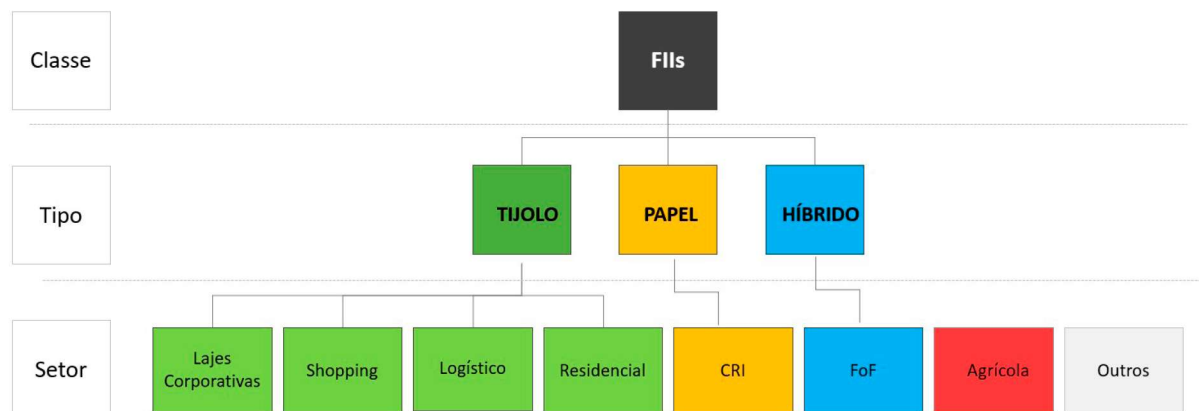
De maneira geral, a diretriz de 2015 publicada pela ANBIMA para a classe de Fundos Imobiliários orientou claramente a maneira como o mercado deveria categorizar a atuação de cada fundo no mercado. Apesar de ser bastante concisa, atualmente o mercado utiliza uma maneira menos formal para classificar a tipologia dos fundos imobiliários. Em geral, os FIIs são divididos de três formas:

- i. Tijolo – fundos que possuem imóveis.
- ii. Papel – fundos com foco em recebíveis imobiliários.
- iii. Híbridos – possuem tanto tijolo quanto papel.

É a partir desta classificação que o mercado passa especificar o setor de atuação. Para fundos de tijolos, os principais setores são: lajes corporativas – investem em edifícios comerciais; shoppings – possuem participação em empreendimentos diretamente ligados ao varejo; logísticos – detém galpões usados para armazenagem e distribuição de bens; e, residenciais – imóveis utilizados como moradia fixa ou temporária. Já os fundos de papel, são majoritariamente fundos de CRI – aqueles que possuem títulos e valores mobiliários (dentro desta estratégia, podemos destacar que há uma outra camada de classificação, como os fundos *High Grade*¹⁹ e *High Yield*²⁰). Os fundos que possuem estratégia mista, ou seja, não concentram apenas uma estratégia em sua carteira, são tidos como fundos Híbridos, neste caso podemos citar os Fundo de Fundos, que são instrumentos que investem em outros fundos.

Além disso, em março de 2021, foi aprovada a instituição dos Fiagros (Fundos de Investimentos nas Cadeias Produtivas Agroindustriais) e com isso mais uma classificação tende a fazer parte do rol categorizador do mercado, haja vista que a dinâmica do Fiagro é semelhante ao do FII em vários aspectos. Nesse sentido, além das classes mencionadas acima, inclui-se a classe agrícola, que se refere aos Fiagros.

Figura 1 - CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS



FONTE: Elaboração Própria

LEGENDA: Organograma de classificação dos segmentos dos Fundos Imobiliários, separados por tipo de fundo e setor de atuação.

¹⁹ Característica de investimentos de menor risco, que geralmente possui maior qualidade.

²⁰ Estratégia que obtém retornos maiores que o usual, por conta de um risco mais elevado devido a uma qualidade de crédito menor.

2.4 REGULAMENTAÇÃO

Criados no ano de 1993, os fundos de investimentos imobiliários receberam diversas atualizações e modernizações através de leis e instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ao longo de sua história, as quais tiveram como objetivo complementar e substituir critérios inicialmente estabelecidos, visando a melhorar as regulamentações legais deste instrumento, atrair investidores e impulsionar capital para a indústria imobiliária. Com base na cronologia histórica descrita em UQBAR (2012, p.15), os principais eventos que formaram a história dos fundos imobiliários foram:

- 25 DE JUNHO DE 1993 – Lei nº 8.668
Instituição dos fundos de investimento imobiliário (FII). Determina que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) autorize, discipline e fiscalize a constituição, o funcionamento e a administração destes fundos.
- 14 DE JANEIRO DE 1994 – Instrução CVM nº 205
Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração de FII
- 14 DE JANEIRO DE 1994 – Instrução CVM nº 206
Dispõe sobre normas contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras dos FII
- 20 DE NOVEMBRO DE 1997 – Lei nº 9.514
Cria o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel, as companhias securitizadoras de crédito imobiliário e os certificados de recebíveis imobiliários (CRI)
- 19 DE JANEIRO DE 1999 – Lei nº 9.779
Institui condições para critérios relativos à distribuição de rendimentos e ganhos de capital de FII e estabelece que os rendimentos e ganhos líquidos auferidos por estes fundos, em aplicações financeiras de

renda fixa ou de renda variável, sujeitam-se à incidência de imposto de renda na fonte.

- 06 DE ABRIL DE 2001 – Resolução CMN²¹ nº 2.829
Estabelece cronograma de redução, através de limites máximos decrescentes, do total de recursos aplicados nas diversas carteiras que compõe o segmento de imóveis das entidades fechadas de previdência privada.

- 03 DE JUNHO DE 2003 – Instrução CVM nº 389
Altera a Instrução 205/94.

- 21 DE DEZEMBRO DE 2004 – Lei nº 11.033
Isenta do imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, a remuneração produzida por CRI, letras hipotecárias (LH) e letras de crédito imobiliário (LCI).

- 19 DE ABRIL DE 2005 – Instrução CVM nº 418
Altera a Instrução 205/94.

- 21 DE NOVEMBRO DE 2005 – Lei nº 11.196
Isenta de imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, os rendimentos distribuídos pelos FII: (i) cujas cotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado; e (ii) que apresentem, no mínimo, 50 cotistas. Este benefício não será concedido a cotistas pessoas físicas que representem 10,0% ou mais da totalidade das cotas emitidas pelo FII ou cujas cotas lhe derem o direito ao recebimento de rendimento superior a 10,0% do total de rendimentos auferidos pelo fundo.

²¹ CMN – Conselho Monetário Nacional, órgão superior do Sistema Financeiro Nacional, responsável pela formulação de políticas da moeda e do crédito, objetivando a estabilidade da moeda e o desenvolvimento econômico e social do país.

- 13 DE JUNHO DE 2007 – Instrução CVM nº 455
Inclui as companhias hipotecárias entre as entidades autorizadas a administrar fundos de investimento imobiliário e altera a Instrução 205/94.
- 31 DE OUTUBRO DE 2008 – Instrução CVM nº 472
Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública e distribuição de cotas e a divulgação de informações dos fundos de Investimento Imobiliários – FII, criando, assim, nova regulamentação para FII e revogando a Instrução CVM nº 205/94. Destaque para permissão expressa de investimentos em valores mobiliários e outros ativos ligados ao setor imobiliário.
- 27 DE AGOSTO DE 2009 – Lei nº 12.024
Isenta de imposto de renda na fonte os rendimentos auferidos em aplicações efetuadas pelos FII em CRI, LH, LCI e cotas de FII.
- 11 DE SETEMBRO DE 2009 – Instrução CVM nº. 478
Altera a Instrução 472/08, que 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.
- 24 DE SETEMBRO DE 2009 – Resolução CMN nº3.792
Aprova novas diretrizes para as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EEPC), aumentando os limites permitidos de investimento e criando novos segmentos com seus limites próprios. Destaque para os FII que na nova classificação não fazem mais parte do segmento de imóveis, tendo sido deslocados para o segmento de investimentos estruturados.
- 13 DE JUNHO DE 2011 – Instrução CVM nº 498

Altera as Instruções 153/91; 209/94; 356/01; 391/03; 398/03; 399/03; 472/08. Revoga os §§ 1º e 2º do art. 22 da Instrução 209/94; e o inciso II do art. 3º da Instrução 399/03.

- 29 DE DEZEMBRO DE 2011 – Instrução CVM nº 516
Dispõe sobre as normas aplicáveis à elaboração e divulgação das demonstrações financeiras e os critérios contábeis de reconhecimento de receitas e apropriação de despesas, dos Fundos de Investimento Imobiliários – FII, regidos pela Instrução CVM nº 472. A Instrução CVM nº 516/11 revoga a Instrução nº 206/94.

- 29 DE DEZEMBRO DE 2011 – Instrução CVM nº 517
Altera dispositivos da Instrução 472/08.

- 23 DE OUTUBRO DE 2012 – Instrução CVM nº 528
Altera a Instrução 472/08, que 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 e altera o Anexo III-B da Instrução 400/03.

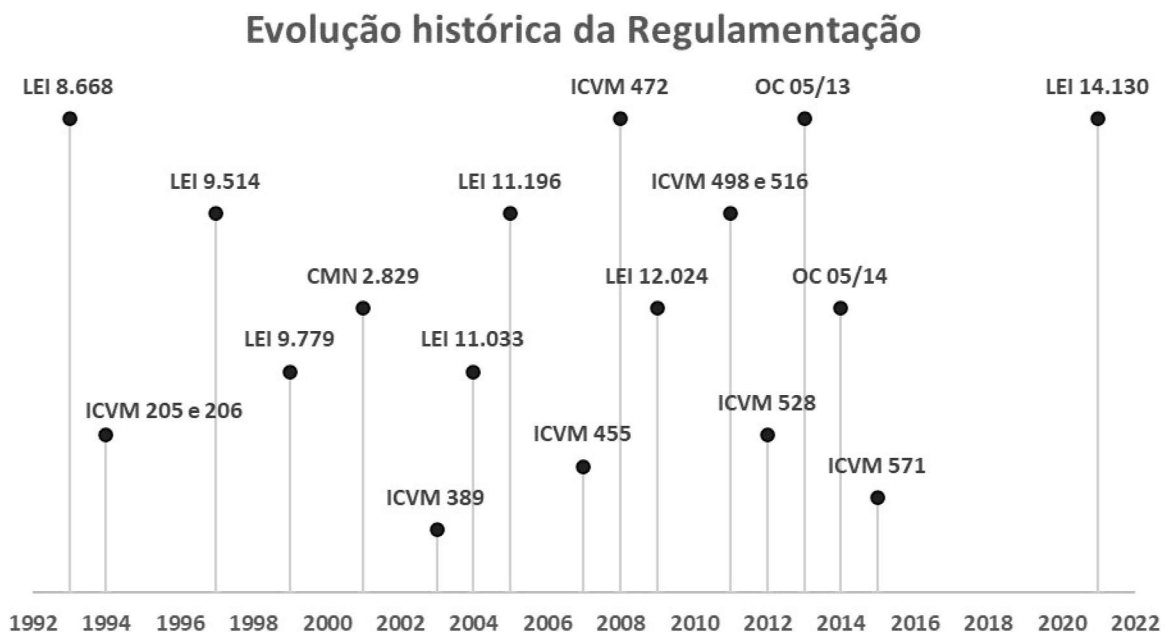
- 07 DE MARÇO DE 2013 – Ofício-Circular CVM/SIN 05/13
Esclarecimentos sobre os dispositivos da Instrução CVM 472

- 21 DE NOVEMBRO DE 2014 – Ofício-Circular CVM/SIN 05/14
Orientações sobre procedimentos relativos ao funcionamento de fundos de investimento, registro de investidor não residente e às atividades de administração de carteiras, consultoria e análise de valores mobiliários.

- 17 DE DEZEMBRO DE 2014 – Instrução CVM nº 554
Inclui, revoga e altera dispositivos nas Instruções 155/91, 209/94, 278/98, 332/00, 356/01, 391/03, 399/03, 414/04, 429/06, 444/06, 461/07, 472/08, 476/09 e 539/13.

- 25 DE NOVEMBRO DE 2015 – Instrução CVM nº 571
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.
- 29 DE MARÇO DE 2021 – Lei nº. 14.130
Altera a Lei nº. 8.668, de 25 de junho de 1993, para instituir os Fundos de Investimentos nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro), e a Lei nº. 11.033, de 21 de dezembro de 2004; e dá outras providências.

Gráfico 5 - LINHA DO TEMPO DA REGULAMENTAÇÃO DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS



FONTE: CVM. Elaboração Própria.

LEGENDA: Visão temporal ilustrativa das Leis, Instruções e Ofícios-Circulares que conduziram a atuação legal dos Fundos de Investimentos Imobiliários.

2.5 CICLOS IMOBILIÁRIOS

Investir em fundos imobiliários exige de o investidor a compreensão dos aspectos financeiros e imobiliários presentes na classe. Nesse sentido, entender o ciclo imobiliário é fundamental para saber o que está acontecendo com o mercado e assim definir a melhor estratégia a ser adotada na carteira de investimento. Conforme Rosa Reis (2019) afirma:

O mercado imobiliário tem um ciclo próprio, que se repete em várias partes do mundo, década após década, de forma previsível; por isso conhecê-lo e interpretá-lo é tão importante para se poder, sabendo-se das tendências, investir com melhores probabilidades de ser bem sucedido, seja com imóveis ou Fundos de Investimento Imobiliário-FII.

Em suma, os ciclos imobiliários estão ligados a variação nos preços dos imóveis de um determinado país de forma cíclica e periódica. O ciclo em si depende de inúmeras variáveis, como inflação, PIB, localização e infraestrutura regional, por exemplo. O mercado imobiliário costuma dividir os ciclos imobiliários em quatro fases. Sendo composto, segundo Rosa Reis (2019), da seguinte forma:

- Fase I – Recuperação

A Recuperação começa quando o mercado está em estado de superoferta em razão das prévias construções novas ou da estagnação da demanda. Principais características são: (i) sentimento de alívio; (ii) poucos imóveis são entregues; (iii) redução gradual da vacância; (iv) início de um aumento nos preços, estimulando a construção de novos imóveis.

- Fase II – Expansão

Se inicia quando a demanda continua crescendo acima do equilíbrio, criando a necessidade por mais espaço. As taxas de vacâncias caem, aluguéis começam a subir rapidamente, melhorando a relação entre custo e benefício, favorecendo novas construções. Nesse estágio, o mercado é tomado por um sentimento de animação, já que a demanda está crescendo mais que a oferta, e há uma falta na oferta de novos espaços. Como o mercado não consegue responder rapidamente ao

aumento da demanda, pois, para se construir um imóvel leva geralmente alguns anos, os preços de locação e venda começam a subir rapidamente. Esse movimento é relativamente rápido, demorando entre 2 a 5 anos, criando um estoque enorme em construção, o que leva à Fase III.

- Fase III – Desaceleração

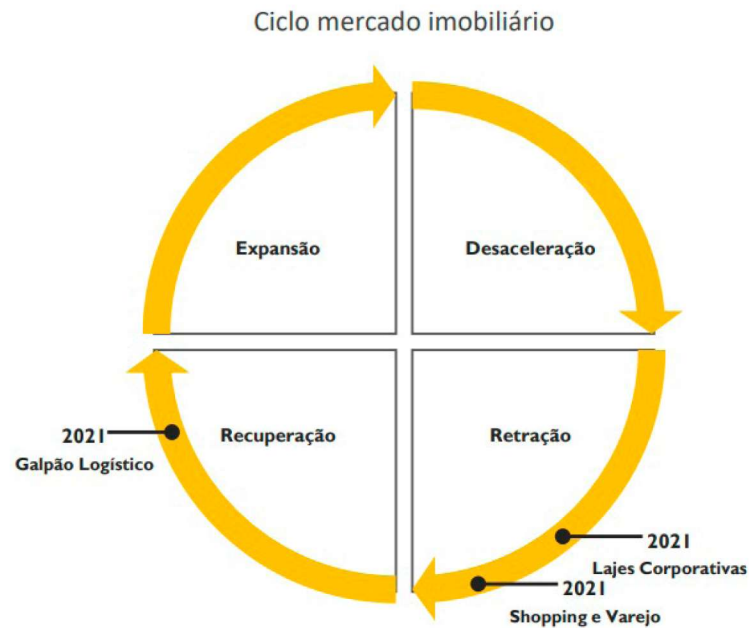
Também chamada de superoferta começa com o crescimento da oferta bem mais rápido que o crescimento da demanda. Mais espaço é entregue do que a demanda pode absorver. O aumento do aluguel diminui e, eventualmente, diminuem as novas construções, uma vez que é mais barato comprar imóveis prontos do que correr o risco de incorporar ou construir. Esse movimento também é rápido, levando de 1 a 3 anos. Suas principais características são: (i) sentimento de medo; (ii) preços dos imóveis estabilizam; (iii) excesso de demanda por conta dos imóveis que iniciaram sua construção em fases anteriores; (iv) lançamento de novos empreendimentos se reduz; (v) taxa de vacância começa a aumentar. Quando o mercado ultrapassa a média de vacância de longo prazo, ele vai para a fase IV.

- Fase IV - Retração

Tida como recessão, essa fase começa com um grande aumento da oferta e baixo ou nulo crescimento da demanda. O ciclo, eventualmente, alcança seu mínimo quando as novas construções diminuem ou até param, pois é mais barato comprar um prédio pronto, locado, com baixo risco, do que o construir com todos os riscos de exposição no tempo, aprovações, obra, mercado de venda e locação. Principais aspectos dessa fase são: (i) sentimento de pânico; (ii) excesso de oferta gera redução nos preços de venda e locação; (iii) a alta vacância estimula o *flight to quality*²²;

²² Flight to Quality – expressão usada no mercado imobiliário para designar o movimento de mudança de locatários de imóveis de menor qualidade para imóveis de maior qualidade. É um fenômeno comum em momentos de crise, quando há um excesso de oferta de imóveis e os inquilinos

Figura 2 - ILUSTRAÇÃO DAS FASES QUE COMPÕE O CICLO IMOBILIÁRIO



FONTE: Quantum. Elaboração Rio Bravo Investimentos.

LEGENDA: As 4 etapas que compõem o Ciclo Imobiliários. Destaque para a independência cíclica de cada setor imobiliário, com evidência de onde se encontrava 3 setores em 2021.

Entender o funcionamento do ciclo imobiliários é mais um atributo que deve fazer parte do rol de competências do investidor de FII, até para perceber que os preços dos imóveis e dos aluguéis não sobem eternamente, assim como um movimento de baixa não dura para sempre. Além disso, ao entender e interpretar o funcionamento do ciclo imobiliário, o investidor consegue enxergar os melhores momentos para compra e venda, bem como o que está acontecendo com a renda gerada pelos imóveis do fundo imobiliário que possui.

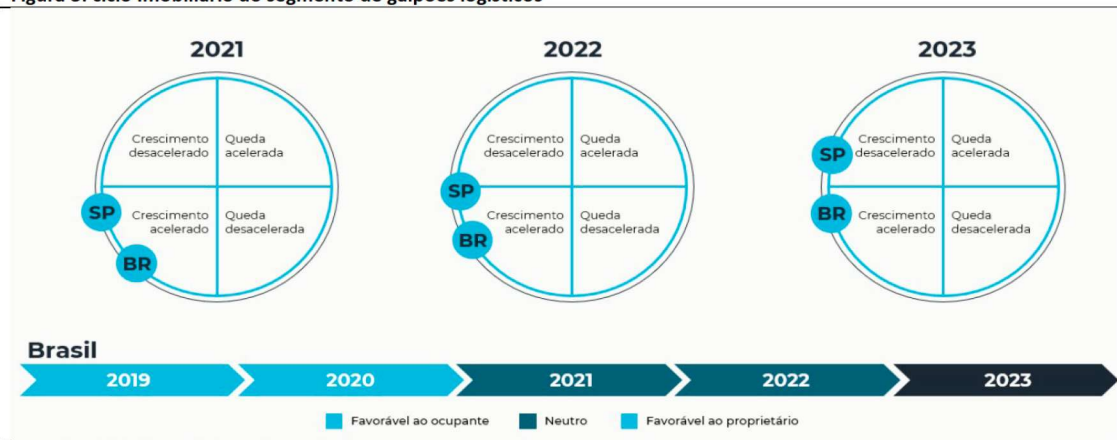
Por fim, em relação ao início do processo de recuperação, segundo Rosa Reis (2019):

aproveitam para negociar e migrar para imóveis de melhor qualidade com preço de locação reduzido e carências (BARONI, M., 2018).

Quando o mercado começa a melhorar, geralmente o primeiro sinal é a melhora na ocupação hoteleira por conta da liquidez e novos investimentos; depois, galpões e comércio, pelo aumento da atividade econômica, produção industrial e geração de novos negócios; na sequência, shoppings, pelo maior poder de consumo e, então, o mercado residencial, em vista da disponibilidade de financiamentos, juros atrativos e maior confiança na economia. Isso são estimativas de comportamento identificadas no passado e que possivelmente devem se repetir indefinidamente, salvo alguma intervenção interna ou externa. Mas o mercado, lei da oferta e demanda, tendem a prevalecer no longo prazo, ou seja, os ciclos e suas consequências devem se repetir.

Figura 3 - PERSPECTIVA DO CICLO IMOBILIÁRIO NO SETOR LOGÍSTICO

Figura 3: ciclo Imobiliário do segmento de galpões logísticos



Fonte: JLL e Eleven Financial Research.

FONTE: JLL e Eleven Research.

LEGENDA: Indicação da situação (2021) e expectativa do desenvolvimento para a classe de galpões logísticos para os anos de 2022 e 2023.

2.6 IFIX

Principal instrumento de avaliação de desempenho do mercado, o Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários – IFIX é o resultado de uma carteira teórica de ativos que busca medir o desempenho médio das cotações dos fundos imobiliários negociados nos mercados de bolsa e balcão organizado da B3. A variação do índice considera tanto a variação de preço nas cotas dos fundos quanto a distribuição de seus rendimentos, sendo ponderado pelo peso que cada fundo possui no índice.

Lançado em 03 de setembro de 2012, o índice teve um início retroativo, já que a data base foi definida como dia 30 de dezembro de 2010 e seu valor inicial

fixado em 1.000 pontos. Após atualizações ao longo dos anos, atualmente o índice possui dois principais critérios de inclusão:

- i. Estar presente em 95% ou mais dos pregões de negociação
- ii. Não ser classificado como “Penny Stock²³”

Além disso, a B3 ressalta que a participação de um fundo no índice não poderá ser superior a 20%. Caso isso ocorra, serão efetuados ajustes para adequar o peso do fundo e esse limite, redistribuindo-se o excedente proporcionalmente aos demais ativos da carteira (B3, 2020).

Tabela 1 - OS 10 FUNDOS COM MAIOR PARTICIPAÇÃO NO IFIX

FUNDO	NOME	CATEGORIA	% IFIX
KNIP11	Kinea Índices de Preços	Recebíveis Imobiliários	6,98%
KNCR11	Kinea Rendimentos Imobiliários FII	Recebíveis Imobiliários	3,75%
IRDM11	Iridium Recebíveis Imobiliários	Recebíveis Imobiliários	3,46%
HGLG11	CSHG Logística	Logísticos	3,42%
KNRI11	Kinea Renda Imobiliária	Híbrido	3,09%
HCTR11	Hectare CE	Recebíveis Imobiliários	2,73%
CPTS11	Capitânia Securities II	Recebíveis Imobiliários	2,59%
XPLG11	XP Log	Logísticos	2,40%
RECR11	REC Recebíveis Imobiliários	Recebíveis Imobiliários	2,34%
MXRF11	Maxi Renda	Recebíveis Imobiliários	2,00%

FONTE: B3. Elaboração Própria.

LEGENDA: Fundos com maior representatividade no IFIX em 01/03/2022. Destaque para a coluna “categoria”, que mostra que 7 dos 10 principais fundos são de recebíveis imobiliários.

A introdução de um índice de mercado como o IFIX trouxe um avanço na indústria de fundos imobiliários pois, além de permitir o acompanhamento de mercado, facilitou a comparação com outras classes de ativos, passou a servir como

²³ Ativos cuja a cotação seja inferior a R\$1,00

benchmark²⁴ para os fundos e ainda como base para ETFs²⁵. Ademais, o índice passa por atualizações trimestrais e com isso sua estrutura está em constante evolução.

Durante seus 12 anos de existência, o IFIX retratou a evolução dos fundos imobiliários ao longo do tempo. Iniciando com uma exposição majoritária em fundos de tijolos – principalmente lajes corporativas e shoppings, o índice passou a incluir novas estratégias com o passar dos anos e atualmente encontra-se muito mais diversificado que outrora. Destaque pelo ganho de relevância dos fundos de recebíveis, que passaram a ter maiores participação no índice e diminuíram significativamente a exposição das lajes corporativas. Além disso, outras classes passaram a ter maior representatividade, como a logístico/industrial, FoFs e, mais recentemente, a agrícola.

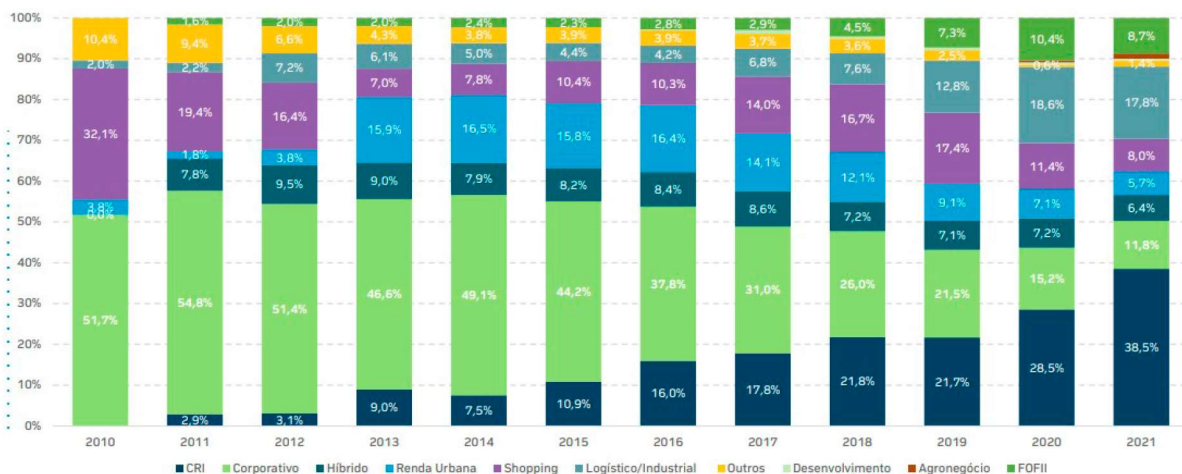
Gráfico 6 - EVOLUÇÃO DO ÍNDICE DE FUNDOS IMOBILIÁRIO – IFIX

Desenvolvimento da indústria de FIIs

O índice tem mudado ao longo dos anos



IFIX, índice de FIIs da B3, iniciou em dezembro de 2010. Seleção e peso dos FIIs que fazem parte consideram tanto o valor de mercado quanto liquidez dos FIIs negociados. Atualmente O IFIX é composto por 103 fundos, segregados conforme abaixo:



FONTE: Hedge Investimentos, Econômica e B3. Carteira do 3º quadrimestre de 2021

LEGENDA: Composição do IFIX com exposição de cada classe de ativo, assim como sua respectiva relevância para o índice ao longo do tempo.

²⁴ Traduzido como “Referência”, é a nomenclatura que se utiliza no mercado financeiro para avaliar o desempenho de uma estratégia com base em uma referência.

²⁵ Exchange Traded Funds – são fundos de investimentos negociados em bolsa que tem como objetivo replicar o desempenho de um índice de referência.

3 METODOLOGIA

3.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

O método científico pode ser definido como um conjunto de etapas e instrumentos pelo qual o pesquisador científico direciona seu projeto de trabalho com critérios de caráter científico para alcançar dados que suportam ou não sua teoria inicial (CIRIBELLI, 2003). Tendo a liberdade de definir os instrumentos a serem utilizados com o intuito de obter resultados confiáveis e com possibilidade de serem generalizados para outros casos (PRAÇA, 2015).

Isto posto, o presente estudo pode ser classificado como uma pesquisa descritiva (GIL, 2002), uma vez que será realizado um estudo com coleta de dados, análise e interpretação dos mesmos. Além disso, ainda pode ser qualificado como uma pesquisa quantitativa, já que há o emprego de instrumentos estatísticos para tratamento dos dados (BUEREN, 2003).

3.2 MÉTODOS

Para a elaboração do presente estudo foram utilizadas informações históricas do Índice de Fundos de Investimento Imobiliários (IFIX) e dos principais índices de inflação do país (IPCA, IGP-M e INCC), com periodicidade mensal em um horizonte que se inicia em janeiro de 2011 e se encerra em dezembro de 2021, totalizando 11 anos de análise.

A definição do período de análise do trabalho é justificada pelo fato de que o Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários começou a ser calculado em 30 de dezembro de 2010 sendo apenas a partir de janeiro de 2011 que os dados passaram a ser gerados. Além disso, vale ressaltar que o Índice teve seu início retroativo, pois seu lançamento ocorreu em 03 de setembro de 2012. Dessa forma, alguns dados como *dividend yield* e *dividendo pago por ação do IFIX*, só puderam ser calculados a partir de outubro de 2012. Por conta disso algumas análises partirão desta data.

Isto posto, os principais indicadores e variáveis presentes na análise deste estudo são:

- IFIX – Índice de Fundos Imobiliários (B3)
 - Variação histórica: foi utilizado a pontuação mensal do 1º dia de cada mês do ano, de janeiro de 2011 a dezembro de 2021.
 - Dividendo pago por ação do IFIX: valor monetário pago como dividendo no 1º dia de cada mês, a partir de outubro de 2012. Este indicador reflete quanto a carteira teórica do índice remunerou em cada mês.
 - Dividend Yield anualizado: valor percentual calculado com base no dividendo pago dividido pela pontuação do índice.
 - Variação histórica menos os dividendos pagos: valor do índice subtraído dos dividendos pagos até o mês de referência.

- IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IBGE)
 - Foi considerado o Número-índice do indicador a partir de janeiro de 2011, sendo este extraído da plataforma Sidra/IBGE.

- IGPM – Índice Geral de Preços do Mercado (FGV – IBRE)
 - Considerou-se o Número-índice do indicador desde janeiro de 2011, com dados mensais extraídos do Instituto Brasileiro de Economia/FGV.

- INCC – Índice Nacional de Construção Civil (FGV – IBRE)
 - Com início em janeiro de 2011, utilizou-se o Número-índice mensal do indicador, sendo coletado os dados coletados do Instituto Brasileiro de Economia/FGV.

- NTN-B PRINCIPAL 2035 - Nota do Tesouro Nacional, série B (TEOSURO DIRETO)
 - Através do portal do Tesouro Direto foi extraído o histórico de taxas diárias do título e utilizou-se para a análise a taxa de compra do primeiro dia útil registrado para o mês de referência.
 - Vale mencionar que a escolha deste título se deu pois este possui negociação desde 2011 e com isso há histórico de taxas para comparação. Além do fato de ser um título de longo prazo,

adequado a comparação com contratos de longo prazo (atípicos) presentes em diversos fundos imobiliários.

Estabelecido os indicadores e variáveis, a coleta de dados foi realizada por meio dos bancos de dados da plataforma Bloomberg, Sidra/IBGE, IBRE/FGV e Tesouro Direto. A partir dos dados mensais coletados foi utilizado a planilha eletrônica do software Microsoft Excel para elaboração de cálculos e gráficos para análise desta pesquisa.

Além disso, com o intuito de ter uma melhor comparação entre os indicadores mencionados, foi utilizado a técnica de Número Índice. Segundo Reis (2008) os Números Índices são usados para indicar variações relativas em quantidades, preços ou valores de um artigo (ou artigos) durante certo período de tempo. Sendo assim, essa ferramenta sintetiza as modificações nas condições econômicas ocorridas em um espaço de tempo, através de uma razão. Dessa forma é estabelecida uma comparação equitativa entre variáveis, conforme a fórmula:

$$p_{0,t} = \frac{p_t}{p_0} \times 100$$

Onde:

$P_{0,t}$ representa o período t em relação a uma base 100 no período base

P_t representa o período t de referência

P_0 representa o período base

Por fim, foi introduzido gráficos de evolução entre as variáveis comparadas ao longo do período de análise com o intuito de expor o comportamento dos índices e assim auferir conclusões.

4 ANÁLISE DE RESULTADOS

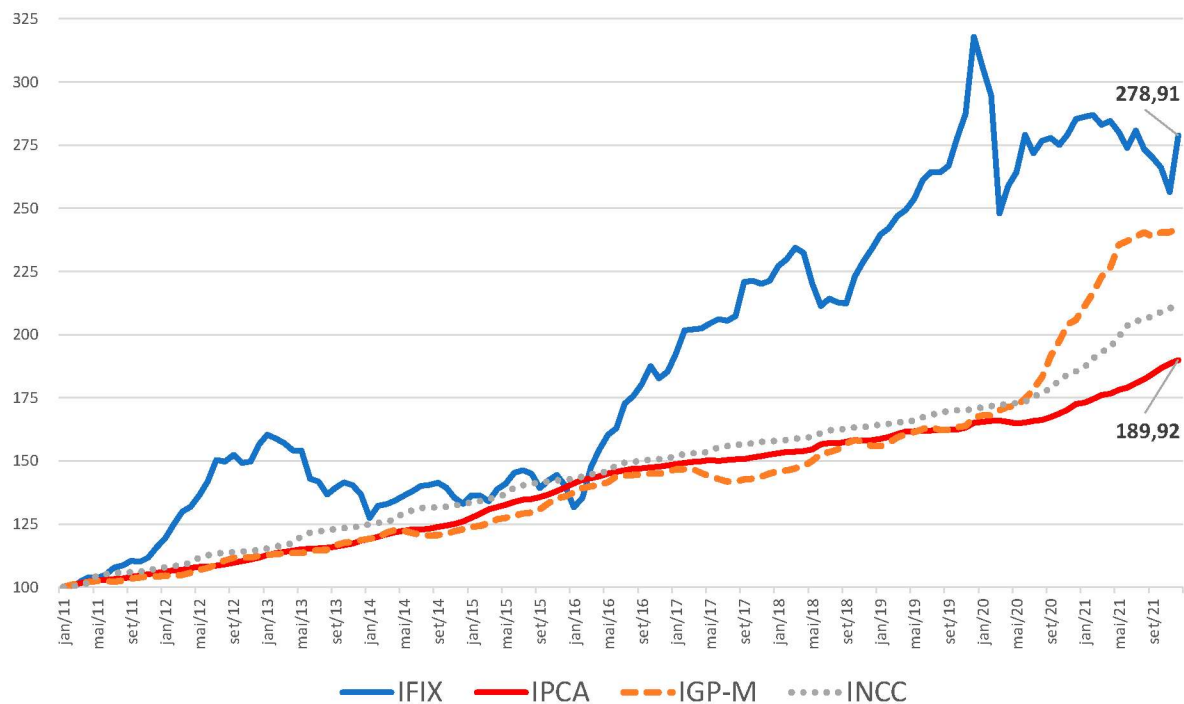
4.1 EVOLUÇÃO DO IFIX E DA INFLAÇÃO AO LONGO DO TEMPO

No período de análise que compõe este estudo constatou-se que o retorno histórico do Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários apresentou variação

positiva superior em 89% quando comparado com a evolução da inflação oficial do Brasil (IPCA) no mesmo período. Enquanto o IFIX, desde o início da apuração de sua variação até o final do ano de dezembro de 2021, apresentou uma valorização de 178,91%, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo apresentou variação de positiva 89,92%.

Nesse sentido, conforme demonstrado pelo Gráfico 7, é possível observar que durante os 11 anos de análise propostos neste estudo (análise de longo prazo), é possível afirmar que a estratégia de fundos imobiliários supera a inflação ao longo do tempo.

Gráfico 7 - EVOLUÇÃO DO IFIX E DOS ÍNDICES DE INFLAÇÃO



FONTE: Bloomberg, IBGE e IBRE. Elaboração Própria.

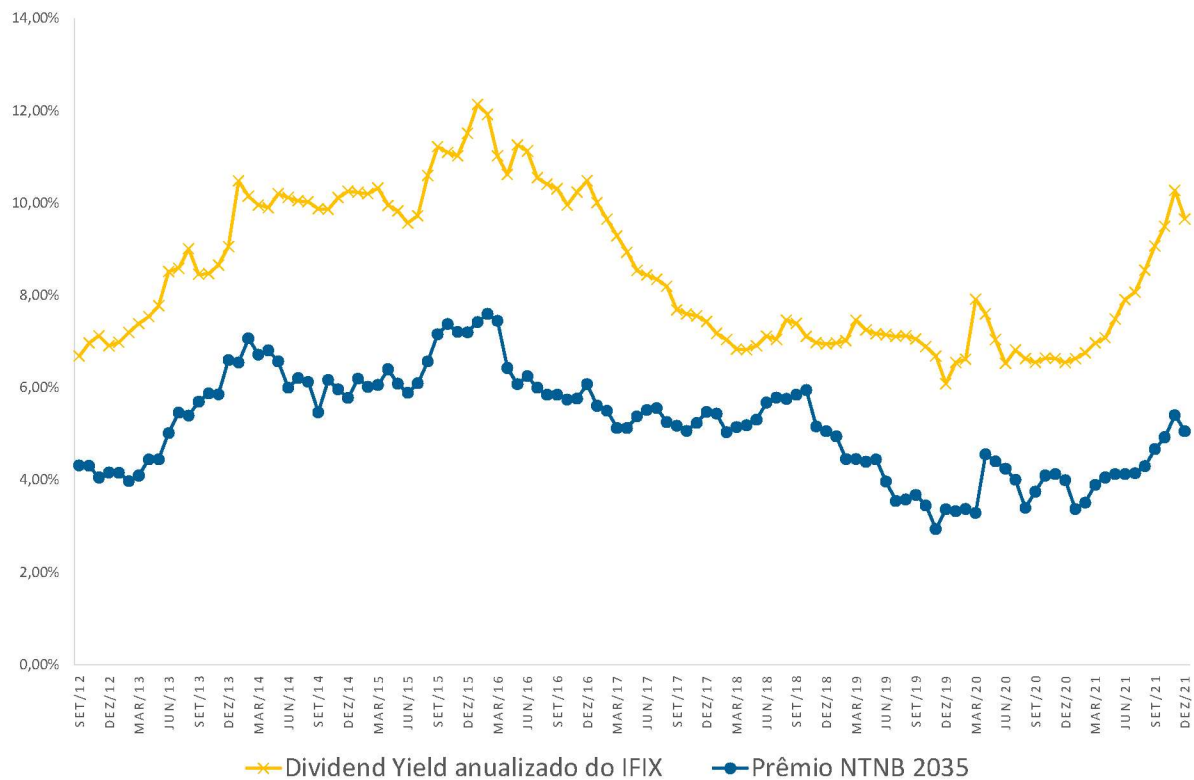
LEGENDA: Comparação histórica entre os Índice de Fundos de Investimento de Imobiliários com a variação dos Índices de preço entre janeiro de 2011 e dezembro de 2021.

Teoricamente parte deste retorno superior a inflação pode ser atribuído as características do produto, uma vez que um fundo imobiliário é composto por um ativo real que é alugado/arrendado a um locatário por meio de um contrato de locação, sendo este corrigido anualmente por um índice de correção monetária (IPCA, IGP-M ou INCC). Dessa forma, o presente estudo buscou averiguar essa

relação teórica através da análise histórica do dividend yield do IFIX comparado com a taxa de negociação de uma NTN-B de duração superior aos 11 anos definidos para o estudo.

Como ilustrado pelo Gráfico 8, o dividend yield anualizado do IFIX em todos os períodos de setembro de 2012 a dezembro de 2021 apresentou um diferencial (spread) positivo em relação a taxa de juros de negociação da Nota do Tesouro Nacional – série B (NTN-B).

Gráfico 8 - DIFERENCIAL ENTRE PRÊMIO DA NTN-B 2035 E O DIVIDEND YIELD ANUALIZADO DO IFIX



FONTE: Bloomberg e Tesouro Direto. Elaboração Própria.

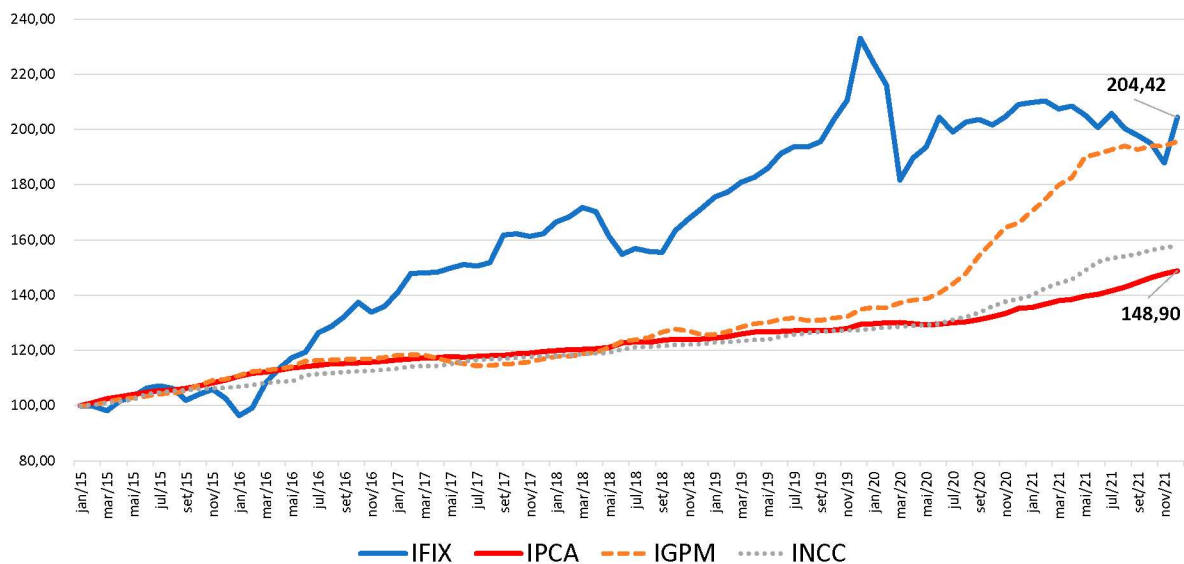
LEGENDA: Comparação entre o prêmio da NTN-B Principal 2035 com o Dividend Yield anualizado do IFIX, com o intuito de verificar o spread que o Índice de FII oferece em relação ao título público.

Além disso, o estudo buscou analisar períodos mais curtos que os 11 anos definidos inicialmente, para aprofundar as conclusões entre o IFIX e o índice de variação nos preços (IPCA). Conforme explanado durante a seção 2.5 Ciclos Imobiliários, as 4 fases que compõem um ciclo imobiliário possuem características distintas e consequentemente durações que podem variar conforme inúmeras variáveis macroeconômicas, como taxas de juros e desemprego, e

microeconômicas, como mudanças estruturais regionais e regulamentação municipal. De qualquer forma, com o intuito de auferir conclusões sobre a performance dos fundos imobiliários em relação a inflação no menor período possível para a completa conclusão de um ciclo imobiliário, definiu-se o período de 7 anos (análise de médio prazo) como intervalo adequado a realização desta análise.

O intervalo proposto se refere a janeiro de 2015 a dezembro de 2021 e, conforme o Gráfico 9 ilustra, é possível averiguar que durante este período o IFIX teve variação superior a variação de preço oficial do Brasil. Porém, vale ressaltar que o INCC (índice que impacta diretamente fundos imobiliários que possuem exposição ao segmento de desenvolvimento) e, principalmente o IGP-M (também conhecido como inflação do aluguel, pois grande parte dos contratos de locação possuem este indicador como corretor monetário), tiveram variações superiores ao IPCA no intervalo analisado e com isso demonstraram que mesmo em um intervalo de médio prazo, onde um ciclo imobiliário poderia ser completo, o IFIX supera a inflação com uma diferença menor.

Gráfico 9 - EVOLUÇÃO DO IFIX E DOS ÍNDICES DE INFLAÇÃO EM 7 ANOS



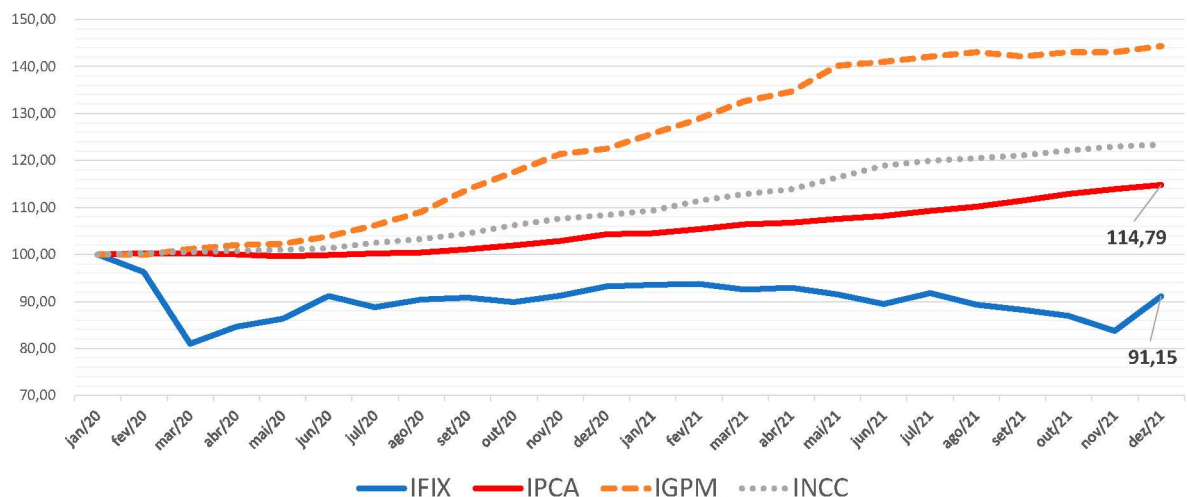
FONTE: Bloomberg, IBGE e IBRE. Elaboração Própria.

LEGENDA: Comparação dos índices em uma janela histórica menor, que compreende de janeiro de 2015 a dezembro de 2021, totalizando 7 anos. Período mínimo adequado para a realização completa das 4 fases de um ciclo imobiliário.

Ademais ao período de 7 anos, buscou-se explorar a relação dos fundos imobiliários e a inflação em uma janela de tempo ainda mais restrita, sendo realizada uma análise de curto prazo. Dessa forma, a definição do período compreendido entre janeiro de 2020 e dezembro de 2021 (2 anos de análise), justifica-se pela limitação do período de tempo juntamente com os impactos de uma das maiores crises econômicas da história da humanidade, a crise do coronavírus, iniciada em março de 2020.

Conforme o Gráfico 10, verificou-se que durante os 2 anos de análise o Índice dos Fundos de Investimento Imobiliário foi negativamente impactado, enquanto que os índices de inflação apresentaram variação positiva no mesmo período. Com isso, com base na performance do IFIX, a janela de análise demonstra que os investidores que entraram na estratégia de FII no início de 2020 estão visualizando rentabilidade (cota + dividendo) negativa e o capital aportado inicialmente não está sendo corrigido pela inflação do período.

Gráfico 10 - EVOLUÇÃO DO IFIX E DOS ÍNDICES DE INFLAÇÃO DURANTE A CRISE DE COVID-19



FONTE: Bloomberg, IBGE e IBRE. Elaboração Própria.

LEGENDA: Janela de comparação que compreende janeiro de 2020 a dezembro de 2021 (2 anos), com o intuito de mostrar um histórico de variação menor, e neste caso, ainda potencializado por uma das maiores crises econômicas da história (coronavírus).

Dado que a indústria de fundos imobiliários teve seu ápice ao final do ano de 2019, sendo que de dezembro de 2019 a dezembro de 2020 o número de

investidores (CPF²⁶) em FII praticamente dobrou (BOLETIM FII, B3), podemos deduzir que grande parte dos investidores do mercado ainda não viu seu capital vencer a inflação. E com isso as dúvidas sobre a real capacidade dos fundos imobiliários vencerem a inflação ao longo do tempo, objetivo central deste estudo, surgem sobre estes investidores.

Apesar da análise de curto prazo (2 anos) revelar que o IFIX foi incapaz de superar a inflação, a mesma análise quando ampliada para um horizonte de médio prazo (7 anos) e longo prazo (11 anos) revela a real capacidade dos fundos imobiliários entregarem um resultado superior a variação de preços ao longo do tempo. Sendo que, segundo os resultados apurados, quanto maior o tempo de investimento, maior é o retorno da classe e conseqüentemente o diferencial entre retorno dos fundos imobiliários em comparação com a inflação.

4.2 VARIAÇÃO HISTÓRICA NO VALOR DA COTA

Uma das principais características da classe de fundos imobiliários é a distribuição de dividendos mensais. Conforme detalhado na seção 2.4 Regulamentação, os fundos são obrigados a distribuir 95% do lucro apurado durante o semestre. Dessa forma, praticamente toda a geração de valor em um fundo imobiliário é essencialmente repassada aos seus investidores através dos dividendos. Essa particularidade faz com que a principal variável de retorno dos FIIs advenha dos proventos mensais.

Esta observação se faz importante ao se analisar o desempenho do IFIX desconsiderando os dividendos pagos com o passar dos meses, ou seja, apenas a variação nas cotas dos fundos que compunham o índice ao longo do tempo.

Conforme ilustrado no Gráfico 11, é possível visualizar que a rentabilidade positiva dos fundos imobiliários em relação a inflação no período de análise deste estudo (11 anos), advém essencialmente da composição da variação da cota somada aos dividendos pagos pelos fundos ao longo do tempo. A decomposição do

²⁶ Cadastro de Pessoas Físicas – é o registro oficial do Brasil mantido pela Receita Federal para identificação de quaisquer pessoas naturais, independente de idade ou nacionalidade, inclusive falecidas. Cada inscrito é unicamente identificado por um número de inscrição composto por 11 dígitos, pessoal e intrasferível durante toda a vida.

índice considerando apenas as variações históricas nas cotações revela que apenas a variação de preço não é suficiente para superar a inflação ao longo do tempo.

Gráfico 11 - EVOLUÇÃO DO IFIX, DO IFIX MENOS OS DIVIDENDOS DISTRIBUÍDOS E DO IPCA



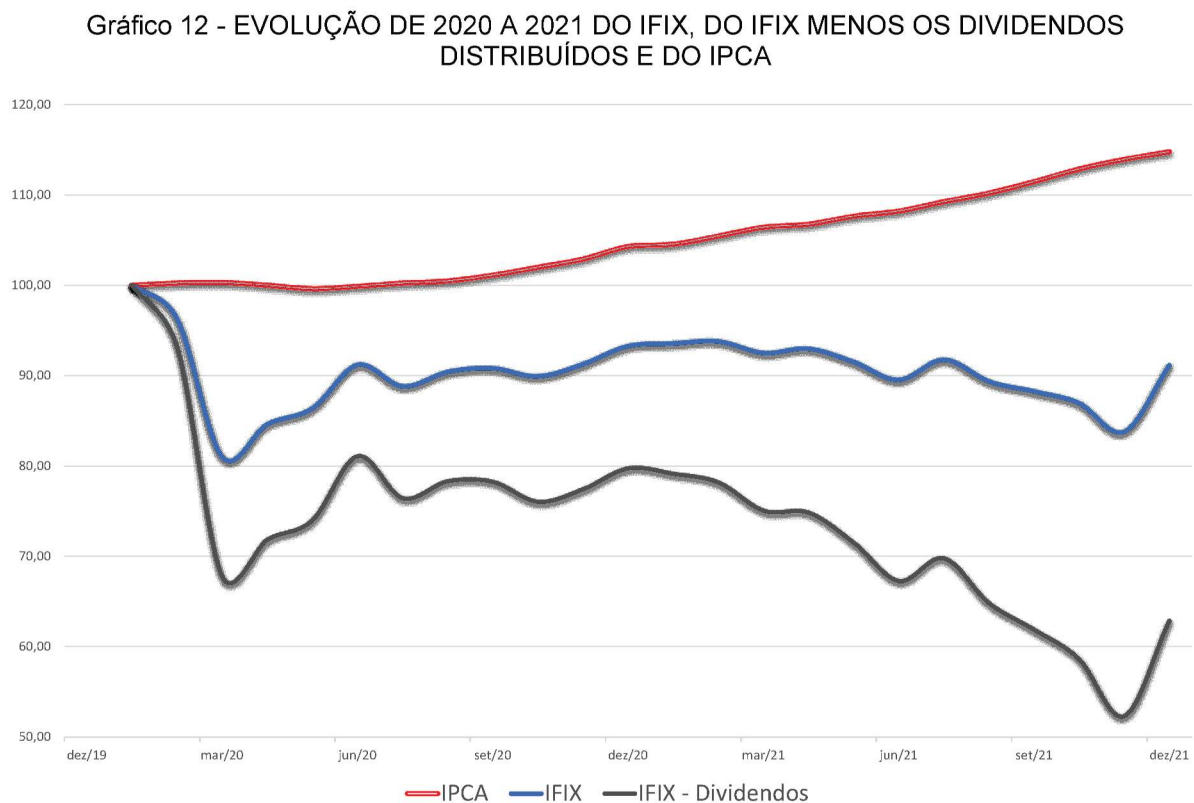
FONTE: Bloomberg, IBGE. Elaboração Própria.

LEGENDA: Comparação da evolução da Inflação oficial do Brasil (IPCA) com a cotação histórica do Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários em duas formas: (i) apenas a variação da cotação, que contabiliza automaticamente os dividendos distribuídos pelos fundos que compõe o índice e, (ii) a cotação subtraída dos dividendos distribuídos, ou seja, a variação dos preços a mercado dos fundos.

Essa visão se faz importante pois comumente os investidores acreditam que mesmo usufruindo dos dividendos mensais a estratégia “deveria” ao menos repor a inflação ao capital inicial aportado, ou seja, o investidor imagina que ao aportar 200 mil reais em uma carteira de fundos imobiliários e utilizar os proventos mensais às suas necessidades pessoais, a variação nos preços da cota deveria acompanhar a variação dos preços da economia. Porém, conforme o Gráfico 5 mostra, essa “imaginação” do investidor não se concretiza ao longo do tempo. Portanto, é de suma importância ao investidor que, ao avaliar o retorno da classe de fundos imobiliários, contabilize os dividendos recebidos e não apenas a variação no preço das cotas. Pois caso avalie apenas variação nominal do capital, a sensação será decepcionante quando comparada a evolução da inflação ao longo do tempo.

Além disso, caso o investidor busque por uma proteção inflacionária para o capital investido, faz-se necessário ao menos o reinvestimento de uma determinada fração do dividendo mensal recebido, com o intuito de manter o poder de compra do valor aportado inicialmente.

Por fim, o Gráfico 12 mostra a variação do IFIX, da inflação e do IFIX subtraído dos dividendos para o período caracterizado como análise de curto prazo deste estudo (janeiro de 2020 a dezembro de 2021 – 2 anos). Conforme ilustrado, os primeiros dois anos da década de 2020 apresentaram uma performance bastante aquém dos fundos imobiliários em relação a inflação do mesmo período. Enquanto a inflação de janeiro de 2020 a dezembro de 2021 apresentou uma variação positiva de 14,79%, o IFIX teve queda de 8,85%. Se considerarmos o IFIX-Dividendos recebidos, a rentabilidade cai para -37,15%, ou seja, em média os fundos que compõe o IFIX tiveram uma queda nas suas cotações superior a 37%.



FONTE: Bloomberg, IBGE. Elaboração Própria.

LEGENDA: Considerando uma janela de 2 anos, de janeiro de 2020 a dezembro de 2021, o gráfico mostra a variação da Inflação oficial do Brasil (IPCA) com a performance do IFIX considerando sua performance total, variação das cotações mais os dividendos distribuídos (IFIX) e também a performance considerando apenas as variações nas cotas (IFIX - Dividendos).

Com isso, conclui-se que apenas a variação nas cotas dos fundos imobiliários é insuficiente para acompanhar a variação geral dos preços na economia e, além disso, é de suma importância que uma fração dos dividendos seja reinvestida para que o capital inicialmente aportado tenha seu poder de compra atualizado.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo buscou analisar a rentabilidade dos fundos de investimento imobiliários ao longo do tempo, averiguando a sua real capacidade de superar a inflação ao decorrer dos anos.

No referencial teórico, esta pesquisa apresentou as principais características que definem a classe de fundos imobiliários, assim como a evolução da sua história e regulamentação. Além disso, esta seção aprofundou os aspectos sobre as 4 fases que fazem parte de um ciclo imobiliário e trouxe a cronologia da composição e os principais aspectos do índice de mercado para a classe de fundos imobiliários, o Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários da B3 (IFIX).

A partir das séries históricas do IFIX e dos três principais índices de inflação nos últimos 11 anos, de janeiro de 2011 a dezembro de 2021, foi calculado o retorno dos índices e elaborado gráficos de comparação de retorno ao longo do tempo subdividido em 3 principais períodos de análise. O primeiro período denominado como “análise de longo prazo” se refere a maior janela possível para análise do desempenho dos fundos imobiliários, que corresponde aos 11 anos propostos no trabalho. Já o segundo período, “análise de médio prazo”, compreende os 7 anos de janeiro de 2015 a dezembro de 2021, e se refere ao menor período adequado para a completa realização de um ciclo imobiliário. Por fim, o terceiro período foi designado como “análise de curto prazo”, já que compreende os 2 anos entre janeiro de 2020 e dezembro de 2021, período que inclui a crise de coronavírus.

Estabelecido os períodos de análise, o presente estudo apurou que na janela de médio e longo prazo a estratégia de fundos imobiliários é rentável o suficiente para superar a inflação ao longo do tempo. Porém, no período definido como curto prazo, a classe de fundos imobiliários foi incapaz de superar a inflação.

Além disso, no tópico 4.2 Variação Histórica no Valor da Cota, foi averiguado que a estratégia de fundos imobiliários possui como principal vetor de rentabilidade a distribuição mensal dos dividendos ao longo do tempo. Isso pois ao verificar a evolução do IFIX descontado os dividendos distribuídos, conforme o Gráfico 11 desta pesquisa, constatou-se que apenas as variações de preços das cotas dos fundos que compõe o índice ao longo do tempo são incapazes e acompanhar a evolução geral dos preços na economia. Dessa forma, concluiu-se que se o investidor não reinvestir parte dos dividendos recebidos ao longo do tempo, o valor inicial aportado sofrerá com a corrosão inflacionário com o passar do tempo.

Quanto às limitações deste estudo, destaca-se o aspecto generalista da análise, uma vez que toma como pressuposto o IFIX como principal indicador de rentabilidade dos fundos imobiliários ao longo do tempo, não subdividindo a análise entre fundos de tijolos e de papel, assim como não averiguando a rentabilidade dos fundos por suas respectivas classes, tal como lajes corporativas, logísticos, shoppings... Além disso, vale destacar a limitação do histórico dos fundos, haja de vista que dos mais de 400 fundos listados em fevereiro de 2022 (BOLETIM FII, B3), apenas 30 fundos possuem histórico anterior a janeiro de 2011, sendo que destes apenas 5 fundos pertencem ao IFIX na data desta pesquisa (HGBS11, HGCR11, HGRE11, FEXC11, RCRB11).

Por fim, apesar da análise de curto prazo (2 anos) revelar que o IFIX foi incapaz de superar a inflação, a mesma análise quando ampliada para um horizonte de médio prazo (7 anos) e longo prazo (11 anos) revela a real capacidade dos fundos imobiliários entregarem um resultado superior a variação de preços ao longo do tempo. Sendo que, segundo os resultados apurados, quanto maior o tempo de investimento, maior é o retorno da classe e conseqüentemente o diferencial entre retorno dos fundos imobiliários em comparação com a inflação.

REFERÊNCIAS

- ABRAINC. **Otimismo com imóveis atinge recorde, mas preço ainda deve demorar a subir.** Disponível em: <https://www.abrainc.org.br/mercado-imobiliario/2019/04/29/otimismo-com-imoveis-atinge-recorde-mas-preco-ainda-deve-demorar-a-subir/>. Acesso em: 14 dez. 2021.
- AMATO, F. T. R. et al. **Estratégia de aplicação em fundos imobiliários como diversificação de investimentos: uma análise do desempenho recente e seus fatores de influência.** Anais.. São Paulo: EAD/FEA/USP, 2005.
- AMATO, FERNANDO BONTORIM. **Implantação de empreendimentos de base imobiliária por meio de fundos de investimento imobiliário: critérios de governança dos recursos financeiros para mitigação de riscos capaz de potencializar a captação de investimentos privados com característica de poupança.** 2009. 217 P. Tese (Doutorado em Engenharia de Construção Civil e Urbana). Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. São Paulo, SP. Disponível em: https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/3/3146/tde-01062009-171952/publico/TS_PhD_Amato_final.pdf. Acesso em: 19 dez. 2021.
- ANBIMA, COMO INVESTIR. **Segurança, Rentabilidade e Liquidez: entenda o tripé dos investimentos! 2021.** Disponível em: <https://comoinvestir.anbima.com.br/noticia/seguranca-rentabilidade-e-liquidez-entenda-o-tripe-dos-investimentos/>. Acesso em: 07 abr. 2022.
- ANBIMA. **Conselho de Regulamentação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento – Deliberação nº. 62.** São Paulo. 2015. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/9F/21/46/B7/FBC575106582A275862C16A8/DeliberacaoN_2062_ClassificacaoFII_1_.pdf. Acesso em: 01 mar. 2022.
- BARONI, M.; BASTOS, D. **GUIA SUNO FUNDOS IMOBILIÁRIOS: Introdução sobre investimentos seguros e rentáveis.** São Paulo: Vivalendo, 2018.
- BEUREN, Ilse M.. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade.** São Paulo: Atlas, 2003
- BRASIL, BOLSA E BALCÃO, B3. **Boletim Mensal Fundos Imobiliários – outubro de 2021.** Relatório Técnico.
- BRASIL, BOLSA E BALCÃO, B3. **Boletim Mensal Fundos Imobiliários – fevereiro de 2022.** Relatório Técnico.
- BRASIL, BOLSA E BALCÃO, B3. **Histórico de adequações metodológicas dos Índice da B3 – março de 2021.** Relatório Técnico.
- BRASIL, BOLSA E BALCÃO, B3. **Metodologia do Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX), 2020.** Relatório Técnico.
- BRASIL, BOLSA E BALCÃO, B3. **Projeto D+2, 2019.** Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/projeto-d-2/sobre-o-projeto/. Acesso em: 24 mar. 2022.

BRASIL. **Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994**. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimentos imobiliários. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst205.html>. Acesso em: 19 dez. 2021.

BRASIL. **Instrução CVM nº 206, de 14 de janeiro de 1994**. Dispõe sobre normas contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras dos fundos de investimentos imobiliários. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst206.html>. Acesso em: 19 dez. 2021.

BRASIL. **Instrução CVM nº 389, de 03 de junho de 2003**. Altera a Instrução 205/94. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst389.html>. Acesso em: 28 fev. 2022.

BRASIL. **Instrução CVM nº 418, de 19 de abril de 2005**. Altera a Instrução 205/94. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst418.html>. Acesso em: 28 fev. 2022.

BRASIL. **Instrução CVM nº 455, de 13 de junho de 2007**. Inclui as companhias hipotecárias entre as entidades autorizadas a administrar fundos de investimento imobiliário e altera a Instrução 205/94. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst455.html>. Acesso em: 28 fev. 2022.

BRASIL. **Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst472.html>. Acesso em: 19 dez. 2021.

BRASIL. **Instrução CVM nº 478, de 11 de setembro de 2009**. Altera a Instrução 472/08, que 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: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst478.html>. Acesso em: 28 fev. 2022.

BRASIL. **Instrução CVM nº 498, de 13 de junho de 2011**. Altera as Instruções 153/91; 209/94; 356/01; 391/03; 398/03; 399/03; 472/08. Revoga os §§ 1º e 2º do art. 22 da Instrução 209/94; e o inciso II do art. 3º da Instrução 399/03. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst498.html>. Acesso em: 28 fev. 2022

BRASIL. **Instrução CVM nº 516, de 29 de dezembro de 2011**. Dispõe sobre a elaboração e divulgação das Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimentos Imobiliários – FII, regidos pela instrução 472/08. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst516.html>. Acesso em: 19 dez. 2021.

BRASIL. **Instrução CVM nº 517, de 29 de dezembro de 2011**. Altera dispositivos da Instrução 472/08. Disponível em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst517.html>. Acesso em: 28 fev. 2022.

BRASIL. **Instrução CVM nº 528, de 23 de outubro de 2012**. Altera a Instrução 472/08, que 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 e altera o Anexo III-B da Instrução 400/03. Disponível em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst528.html>. Acesso em: 28 fev. 2022.

BRASIL. **Instrução CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014**. Inclui, revoga e altera dispositivos nas

Instruções 155/91, 209/94, 278/98, 332/00, 356/01, 391/03, 399/03, 414/04, 429/06, 444/06, 461/07, 472/08, 476/09 e 539/13. Disponível em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>. Acesso em: 28 fev. 2022.

BRASIL. **Instrução CVM 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:

<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst571.html>. Acesso em: 28 fev. 2022.

BRASIL. **Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004**. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2004-2006/2004/lei/l11033.htm. Acesso em: 19 dez. 2021.

BRASIL. **Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005**. Isenta do imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, os rendimentos distribuídos pelos FII. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2004-2006/2005/lei/l11196.htm.

Acesso em: 19 dez. 2021.

BRASIL. **Lei nº 12.024, de 27 de agosto de 2009**. Isenta do imposto de renda na fonte os rendimentos auferidos em aplicações efetuadas pelos FII em CRI, LH, LCI e cotas de FII. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2007-2010/2009/lei/l12024.htm.

Acesso em: 19 dez. 2021.

BRASIL. **Lei nº 14.130, de 29 de março de 2021**. Altera a Lei nº. 8.668, de 25 de junho de 1993, para instituir os Fundos de Investimentos nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro), e a Lei nº. 11.033, de 21 de dezembro de 2004; e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2019-2022/2021/lei/L14130.htm.

Acesso em: 01 mar. 2022.

BRASIL. **Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993.** Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimentos Imobiliários e dos Fundos de Investimentos nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro); e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8668.htm. Acesso em: 19 dez. 2021.

BRASIL. **Lei nº 9.514, de 20 de janeiro de 1997.** Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9514.htm. Acesso em: 19 dez. 2021.

BRASIL. **Lei nº 9.514, de 20 de janeiro de 1997.** Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9514.htm. Acesso em: 19 dez. 2021.

BRASIL. **Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999.** Altera a legislação do Imposto sobre a Renda, relativamente à tributação dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos rendimentos auferidos em aplicação ou operação financeira de renda fixa ou variável (...). Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9779.htm. Acesso em: 19 dez. 2021.

BRASIL. **Ofício-Circular CVM/SIN 05/13, de 07 de março de 2013.** Esclarecimentos sobre os dispositivos da Instrução CVM 472. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-0513.html>. Acesso em: 28 fev. 2022.

BRASIL. **Ofício-Circular CVM/SIN 05/14, de 21 de novembro de 2014.** Orientações sobre procedimentos relativos ao funcionamento de fundos de investimento, registro de investidor não residente e às atividades de administração de carteiras, consultoria e análise de valores mobiliários. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-0514.html>. Acesso em: 28 fev. 2022.

BRASIL. **Resolução CMN nº 2.829, de 06 de abril de 2001.** Aprova regulamento estabelecendo as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos das entidades fechadas de previdência privada. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res_2829_v2_L.pdf. Acesso em: 19 dez. 2021.

BRASIL. **Resolução CMN nº 3.792, de 24 de setembro de 2009.** Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/regulacao/normas/resolucoes/resolucoes-cmn/resolucao-cmn-no-3-792-de-28-de-setembro-de-2009-2.pdf/view>. Acesso em: 19 dez. 2021.

CIRIBELLI, Marilda Corrêa. **Como elaborar uma dissertação de Mestrado através da pesquisa científica.** Marilda Ciribelli Corrêa, Rio de Janeiro: 7 Letras, 2003

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, CVM. **Guia CVM do Investidor: Fundos de Investimentos Imobiliários, 2. ed.** Rio de Janeiro: CVM, 2015. E-book.

Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/publicacao/ListaGuias.html>. Acesso em: 19 dez. 2021.

CVM. **Fundo de Investimento Imobiliário – Caderno nº 6.** Rio de Janeiro. 2010.

Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/publicacao/ListaCadernos.html>. Acesso em: 28 fev. 2022.

ELIAS, JULIANA. **Rentabilidade IFIX-FIIs – Rentabilidade dos dividendos pagos pelos fundos imobiliários que compõe o IFIX, 2022.** Disponível em:

https://public.flourish.studio/visualisation/8728794/?utm_source=embed&utm_campaign=visualisation/8728794. Acesso em: 10 abr. 2022.

FIPE. **Índice FipeZAP+ locação residencial – Informe de fevereiro de 2022.**

Disponível em: <https://downloads.fipe.org.br/indices/fipezap/fipezap-202202-residencial-locacao.pdf>. Acesso em: 10 abr. 2022.

FIPE. **Índices e Indicadores – Índice FipeZAP+.** Disponível em:

<https://www.fipe.org.br/pt-br/indices/fipezap/#indice-mensal>. Acesso em: 10 abr. 2022

FIPEZAP. **Preço do aluguel acelera e encerra novembro com alta de 0,66%.**

Disponível em: <https://fipezap.zapimoveis.com.br/preco-do-aluguel-acelera-e-encerra-novembro-com-alta-de-066/>. Acesso em: 18 dez. 2021

FORUTNA, EDUARDO. **Mercado Financeiro: produtos e serviços, 20. ed.** Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2015, 2015, 1096 p.

GIL, Antônio C.. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 4 ed. São Paulo: Atlas, 2002

KUCKO, IRENA. **Investment Fund Portfolio Selection Strategy**, Business: Theory and Practice, 2007, 7 p.

NOGUEIRA JUNIOR, EDGARD. **Fundos de investimento imobiliário: uma contribuição ao estudo das práticas contábeis adotadas no Brasil.** 2008. 113 f.

Dissertação (Mestrado em Ciências Cont. Atuariais) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2008. Disponível em:

<https://sapientia.pucsp.br/bitstream/handle/1693/1/Edgard%20Nogueira%20Junior.pdf>. Acesso em: 27 fev. 2022.

PALERMO, Fernanda Kellner De Oliveira. O fundo de investimento

imobiliário. **Revista Jus Navigandi**, ISSN 1518-4862, Teresina, ano 7, n.

53, 1 jan. 2002. Disponível em: <https://jus.com.br/artigos/2573>. Acesso em: 28 fev. 2022.

PORTAL INVESTIDOR. **Fundos de Investimento Imobiliário (FII)**. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/fundos_imobiliarios.htm. Acesso em: 14 dez. 2021

PORTAL INVESTIDOR. **SUITABILITY – Processo de adequação dos investimentos ao perfil do investidor**. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/funcionamento_mercado/Suitability.html. Acesso em: 10 dez. 2021

PRAÇA, Fabíola Silva Garci. **Metodologia da pesquisa científica: organização estrutural e os desafios para redigir o trabalho de conclusão**. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/283467955_METODOLOGIA_DA_PESQUISA_CIENTIFICA_ORGANIZACAO_ESTRUTURAL_E_OS_DESAFIOS_PARA_REDIGIR_O_TRABALHO_DE_CONCLUSAO. Acesso em: 16 abr. 2022.

RECEITA FEDERAL. **Quem deve enviar a declaração?** Disponível em: <https://www.gov.br/receitafederal/pt-br/assuntos/meu-imposto-de-renda/preenchimento/obrigatoriedade>. Acesso em: 18 dez. 2021

REIS, Marcelo Menezes. **Estatística para Administradores I – Notas de aula**. Disponível em: <https://www.inf.ufsc.br/~marcelo.menezes.reis/Cap5.pdf>. Acesso em: 22 abr. 2022.

RIO BRAVO. **ESTRATÉGIAS NOVEMBRO 2021 – Investimentos Imobiliários**. Disponível em: <https://riobravo.com.br/acervo-estrategias>. Acesso em: 12 dez. 2021.

ROSA REIS, RICARDO. **Ciclo do mercado imobiliário: o fundamento básico dos imóveis – ClubeFII**. 2019. Disponível em: <https://www.clubefii.com.br/artigos/ciclo-do-mercado-imobiliario-o-fundamento-basico-dos-imoveis>. Acesso em: 03 mar. 2022.

SCOLESE, D. B. L. et al. Análise de estilo de fundos imobiliários no Brasil. **Revista de Contabilidade e Organizações**, São Paulo, v. 9, n. 23, p. 24-35, jun. 2015.

UQBAR. **ANUÁRIO UQBAR 2020: Fundos de Investimentos Imobiliários, 13. ed.** Rio de Janeiro, UQBAR, 2020. E-book. Disponível em: <https://www.uqbar.com.br/anuarios-versoes-anteriores/>. Acesso em: 19 dez. 2021.

UQBAR. **GUIA DO INVESTIDOR: Fundos de Investimento Imobiliário, 3. Ed.** Rio de Janeiro, UQBAR, 2012. E-book. Disponível em: <https://silo.tips/download/guia-do-investidor-fundo-de-investimento-imobiliario-4>. Acesso em: 19 dez. 2021.

WIELAND, DAVID. **Is Real Estate a hedge against Inflation? 2021**. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/forbesrealestatecouncil/2021/09/28/is-real-estate-a-hedge-against-inflation/?sh=3271daf919da>. Acesso em: 07 abr. 2022.

YOKOYAMA, K.Y. **Os fundos de investimento imobiliário listados em bolsa e as variáveis que influenciam seus retornos**. 2014. 66 P. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, ES.