

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE EDUCAÇÃO CONTINUADA
MBA EM CONTROLADORIA E FINANÇAS

LUIZ FILIPE GIANI

ANÁLISE DE DESEMPENHO DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS BRASILEIROS

SÃO LEOPOLDO

2013

Luiz Filipe Giani

ANÁLISE DE DESEMPENHO DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS BRASILEIROS

Trabalho de Conclusão de Curso de Especialização apresentado como requisito parcial para a obtenção do título de Especialista em Gestão Empresarial, pelo MBA em Controladoria e Finanças, da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS.

Orientadora: Prof. Ms. Sérgio Soldera

Orientador: Prof. Ms. Sérgio Soldera

São Leopoldo

2013

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo central analisar o desempenho de fundos de investimento imobiliário, comparando os resultados obtidos pelos fundos com outros indicadores como a poupança e o selic. Para chegar no objetivo, foram analisados os resultados de 35 fundos imobiliários negociados na bolsa de valores, desde a abertura dos fundos até dezembro de 2012, calculando o desempenho médio mensal obtidos. No trabalho será abordado o histórico de desempenho dos fundos imobiliários, uma análise sob quais categorias de fundos conseguem melhores retornos, e uma análise comparativa entre os fundos e outros ativos. A análise dos dados indica um resultado favorável aos fundos imobiliários, encontrando um alto percentual dos fundos com rendimentos mensais acima dos ativos comparados, sugerindo que os fundos imobiliários conseguem desempenho superior a outros ativos.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	7
1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	8
1.2 OBJETIVOS	8
1.2.1 Objetivo Geral	8
1.2.2 Objetivos Específicos	8
1.3 JUSTIFICATIVA	9
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	10
2.1 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	10
2.1.1 Classificação dos Fundos de Investimento	11
2.1.2 Vantagens do Fundo de Investimento Imobiliário	11
2.1.3 Risco de Investir nos Fundos Imobiliários	13
2.1.4 Métodos de Rentabilidade e Remuneração dos Fundos de Investimento	15
2.1.5 Legislação dos Fundos de Investimento	16
2.1.5.1 Tributação dos Fundos Imobiliários	18
2.1.6 Características do Regulamento dos Fundos imobiliários	18
3 MÉTODOS E PROCEDIMENTOS	20
3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA	20
3.2 SELEÇÃO DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS	20
3.3 TÉCNICAS DE COLETA DE DADOS	20
3.4 TÉCNICAS DE ANÁLISE DE DADOS	21
3.5 LIMITAÇÕES DO MÉTODO E ESTUDO	21
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	22
4.1 RENTABILIDADE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS E DO ÍNDICE DE MERCADO	22
4.2 EVOLUÇÃO DA RENTABILIDADE DE DIFERENTES ALTERNATIVAS DE INVESTIMENTO	14
4.3 COMPARAR A RENTABILIDADE DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS COM AS ALTERNATIVAS DE INVESTIMENTO NO MERCADO	17
5 CONCLUSÃO	20
REFERÊNCIAS	21

1 INTRODUÇÃO

O plano real trouxe consigo uma estabilidade econômica que propiciou novas alternativas de investimentos no mercado financeiro. Hoje os investidores têm a sua disposição uma série de produtos a fim de atender diversas necessidades. Dentre estes produtos se encontram as ações, mercados futuros, câmbio, os fundos de investimento, dentre outros.

Nesta nova realidade o foco dos investidores também mudou, enquanto antigamente este foco era o de proteção contra perdas inflacionárias, hoje os investimentos ocorrem de forma mais objetiva, buscando aplicações que atendam diversas expectativas de retorno/risco.

Os fundos de investimento existem no Brasil desde 1957, porém apenas nos últimos anos que sua oferta e demanda alavancou de maneira significativa. Enquanto em 2004 o número aproximado de fundos oferecidos no mercado era de 4.800, em 2013 pode-se encontrar mais de 10.000 fundos, uma indústria que ultrapassa o patrimônio líquido de R\$ 2 trilhões.

Segundo Andrezo (2007), os fundos de investimento são formados por recursos captados de diversos investidores através da emissão de títulos próprios. Sendo assim, os investidores deixam seus investimentos nas mãos de pessoas com maior conhecimento do mercado financeiro. E para os gestores do fundo o benefício vem na possibilidade de formar carteiras de investimento diversificadas.

Outra alteração que deve ser considerada ao longo do tempo é o aumento crescente no número de investidores que entram no mercado, desde investidores mais arrojados que investem altos valores, até pequenos investidores procurando algum produto com rentabilidade maior que a poupança. Neste sentido, investidores com menor conhecimento de mercado, encontram nos fundos de investimento um meio de possuir uma carteira de investimentos sem a necessidade de gerenciar esta carteira.

Os fundos de investimento imobiliário entram no mercado buscando aqueles investidores que buscam investir em imóveis, porém não dispõem de tempo ou conhecimento suficiente para a gestão apropriada. Segundo Andrezo (2007, p. 192) “O fundo de investimento imobiliário é uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos”.

1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Para Andrezo (2007) os fundos imobiliários são oferecidos ao mercado na forma de cotas, estas cotas compõe uma participação de um determinado empreendimento como shopping, edifícios comerciais, etc. e o retorno obtido vêm na distribuição dos resultados do fundo aos cotistas. Assim como o fundo de ações, os fundos imobiliários possuem por trás gestores que administram a carteira de investimento do fundo, e o cotista não precisa se envolver com a gestão.

Com a redução da taxa básica de juros, as instituições financeiras estão pagando cada vez menos pelos investimentos de menor risco, como a poupança. Então, na busca por ativos diferenciados, os investidores estão cada vez mais buscando nos fundos imobiliários como uma alternativa de diversificação de seus investimentos.

Porém, como em qualquer outro ativo, deve-se ter um conhecimento sobre o investimento a ser realizado. Como o fundo imobiliário é um ativo de interesse muito recente no mercado nacional, pouca informação é encontrada sobre formas de investimento, funcionamento do fundo, histórico e volatilidade dos ativos, etc.

Além disso, o fundo imobiliário é um ativo com menor oferta, sendo assim, o investidor que tiver interesse neste tipo de fundo deve estar sempre atento visto que este ativo é menos oferecido pelas instituições financeiras.

Tendo em vista as oportunidades e dificuldades encontradas pelos investidores, este trabalho visa responder a seguinte pergunta: São realmente os fundos de investimento imobiliários uma alternativa de investimento atraente para o investidor brasileiro?

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Verificar a rentabilidade dos fundos de investimento imobiliários no mercado brasileiro.

1.2.2 Objetivos Específicos

A fim de atingir o objetivo principal, serão abordados os seguintes objetivos específicos:

- Verificar a rentabilidade dos fundos de investimento imobiliários e do índice de mercado em um determinado período por diferentes atividades de aplicação;
- Verificar a evolução da rentabilidade de diferentes alternativas de investimento;
- Comparar a rentabilidade dos fundos imobiliários com as alternativas de investimento no mercado.

1.3 JUSTIFICATIVA

Apesar da existência de diversos estudos sobre a gestão e as rentabilidades de fundos de investimento, pouco se encontra em relação aos fundos imobiliários. Com o crescimento constante do mercado imobiliário brasileiro, novos estudos sobre a rentabilidade dos fundos imobiliários se torna relevante.

Considerando que o investimento nos fundos imobiliários possui maior risco se comparado à poupança, a relevância do estudo se fundamenta em determinar se o risco incorrido é compensado com retornos superiores.

Verificando-se o aumento recente nos investimentos em fundo imobiliário, este trabalho visa agregar maior conhecimento sobre esta alternativa de investimento, apresentar novos dados e uma análise sobre o resultado obtido pelos fundos imobiliários.

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

Tendo apresentada a problemática, os objetivos e a justificativa do estudo, no próximo capítulo serão apresentados os principais conceitos relacionados com o tema e servirão de fundamentação para a análise dos dados coletados. Após a revisão teórica se explicará a metodologia que foi utilizada na pesquisa deste estudo. No capítulo quatro desenvolve-se o caso apresentando e analisando, com base na teoria revisada, os dados coletados dos fundos imobiliários. E finalmente no capítulo cinco realizam-se as considerações finais.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo foi desenvolvida uma pesquisa bibliográfica sobre os fundamentos e objetivos e características dos Fundos de Investimento, sua forma de operação e, principalmente, como uma alternativa de investimento no mercado financeiro para pessoas físicas. Também se busca definir a principal técnica de mensuração de retorno dos fundos em relação a risco e retorno.

2.1 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) define o fundo de investimento imobiliário (FII) como sendo uma comunhão de recursos destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários, que são captados por meio da distribuição de valores mobiliários. Ainda segundo a CVM, os fundos imobiliários são constituídos sob a forma de condomínio fechado, sendo proibido o resgate direto das quotas.

Ainda sobre a definição de fundos de investimento imobiliários, para Fortuna (2010, p. 526) “são carteiras fechadas, lastreadas em empreendimentos imobiliários, isto é, não existe resgate de quotas, que, para se transformarem em dinheiro antes do prazo previsto, devem ser comercializados como uma ação”.

Para ASSAF NETO (2010, p. 287) “o fundo de investimento imobiliário é um instrumento de investimento coletivo, cujos recursos são captados no mercado e direcionados a aplicações em ativos (empreendimentos) imobiliários.” o autor complementa “o patrimônio do fundo de investimento imobiliário é dividido em cotas que são negociadas no mercado.”.

Uma característica importante é citada por ASSAF NETO (2010, p. 526) “o fundo imobiliário, sendo do tipo fechado, só começa a funcionar quando todas as suas cotas estiverem vendidas, e quem quiser entrar depois terá de adquiri-las em bolsa de valores.”.

Sendo assim, entende-se que os fundos de investimento imobiliários são fundos cujo fim é investir em empreendimentos imobiliários específicos, captando recursos através da venda de quotas no mercado, e este conjunto de quotas irá formar o fundo de investimento.

Ao analisar a descrição que a CVM dá para os fundos imobiliários, verifica-se que ela descreve os fundos de a forma a comprovar o apresentado anteriormente por ASSAF NETO. A CVM explica que o fundo de investimento é “uma comunhão de recursos” e que estes “são destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários, tais como a construção ou aquisição de imóveis para posterior locação ou arrendamento”.

2.1.1 Classificação dos Fundos de Investimento

Tendo em vista o que são os fundos imobiliários é necessário então determinar quais ativos imobiliários são alvos destes investimentos. Segundo a CVM (CVM, [2013]) “são comuns locações de escritórios, shopping centers e pontos comerciais em geral.”.

Segundo Fortuna (2010, p. 526) “além de imóveis comerciais, poderão compor os fundos imóveis em construção prontos, mas não vendidos, ou usados. A variedade de opções é grande. Até mesmo a participação na construção e operação de hospitais, aeroportos, postos de gasolina ou shopping centers poderá ser negociada.”.

Não se foi possível encontrar uma classificação definitiva para os fundos imobiliários devido à variedade de setores ao qual um empreendimento imobiliário pode estar ligado, porém, de acordo com a documentação encontrada, entende-se que um fundo imobiliário possa ser classificado de acordo com o foco do empreendimento no qual o mesmo irá investir seus recursos.

Verificaram-se os prospectos dos fundos imobiliários registrados na Bovespa no período de janeiro de 2002 até dezembro de 2011, e foi possível determinar uma coincidência nos focos de investimento entre alguns fundos. Historicamente, os primeiros fundos foram criados para investir em parques industriais, seguidos por Shopping centers e prédios comerciais.

Conforme os fundos iam sendo criados, a abrangência dos focos dos investimentos aumentou, podendo-se hoje classificar as áreas de atuação como bancos, edifícios empresariais, edifícios empresariais diversos, educação, empreendimentos logísticos, hotelaria, parques industriais, saúde ou shopping centers.

Entende-se que esta classificação não possa ser considerada definitiva, sabendo-se que no futuro possam surgir fundos que invistam em uma área de atuação não mencionada. Porém, considerando-se a amostragem existente, podem-se resumir os fundos nesta classificação.

2.1.2 Vantagens do Fundo de Investimento Imobiliário

Para Fortuna (2010, p. 526):

Os fundos pretendem ser um agente formador de poupança estável e de longo prazo. 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 dos recursos em escala.

O autor ainda complementa que “para o investidor, é uma aplicação que tem a segurança de um imóvel aliada à liquidez de um título mobiliário.”.

Ainda segundo o mesmo autor, a administração dos fundos é feita exclusivamente por bancos: bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial, de investimento; além de sociedades de crédito imobiliário, corretoras de valores mobiliários, caixa econômica, entre outras instituições. Entende-se que ao investir em um ativo administrado por instituições reguladas e auditadas reduzem-se os riscos, tendo então esta característica como algo vantajoso.

Outra vantagem dos fundos imobiliários, segundo Fortuna (2010) é que os administradores têm ao seu dispor assessoria da BOVESPA em relação aos processos de registro da carteira, de difusão aos meios de comunicação em relação aos negócios realizados, entre outros. Tal assessoria reduz os custos de administração, bem como o trabalho que o investidor teria se não investisse através do fundo.

A CVM também cita outras vantagens, uma destas vantagens é o acesso ao mercado imobiliário. Investir no mercado imobiliário é algo inacessível para alguns investidores devido ao alto volume financeiro envolvido na negociação. Ao fragmentar um empreendimento imobiliário em cotas, este se torna acessível a investidores individuais com menor disponibilidade financeira para investimentos.

Os ganhos de escala obtidos pelo fundo de investimento imobiliário é outro fator de vantagem desta modalidade de investimento. Individualmente, cada cota representa uma pequena parte do fundo, ao somar todas as cotas garante-se ao fundo um poder de investimento semelhante ao dos grandes investidores devido à quantia financeira envolvida.

A diversificação existente nos investimentos imobiliários é uma importante vantagem para o investidor que deseja alocar seus recursos em diferentes aplicações, visto que o investimento em fundos imobiliários está diretamente atrelado ao mercado imobiliário.

Outra importante vantagem dos fundos de investimento imobiliário é a existência de um administrador do fundo, nomeado responsável por procedimentos burocráticos tais quais certidões, escritura, recolhimento do ITBI, etc. Sendo assim, o investidor no fundo fica livre de se preocupar com questões que normalmente tomam tempo e exigem um conhecimento

específico de cada tipo de empreendimento. Vale ressaltar que o administrador irá utilizar recursos do fundo para cobrir as despesas burocráticas.

Ao comprar cotas de um empreendimento, e não o empreendimento inteiro, o investidor ganha como vantagem de ter em mãos um investimento fragmentado. Desta forma, em um momento de dificuldade aonde o investidor necessite retirar parte do investimento ele não necessita retirar todo o investimento alocado, necessitando retirar apenas a quantia equivalente às cotas necessárias.

2.1.3 Risco de Investir nos Fundos Imobiliários

ASSAF NETO (2010) e a CVM ([2013]) citam os mesmos fatores de risco aos quais os fundos imobiliários estão sujeitos: Risco de mercado financeiro, risco de taxa de ocupação imobiliária e risco de liquidez reduzida.

Em relação ao risco de mercado financeiro, é explicado que os fundos estão sujeitos aos mesmos riscos presentes no mercado financeiro e nas empresas. Risco de mercado é, segundo ASSAF NETO (2010, p. 125) “as chances de perda de uma instituição financeira decorrentes de comportamentos adversos nos índices de inflação, taxa de juros, indicadores de bolsa de valores, preços de *commodities*, etc.”.

O valor da cota do fundo imobiliário funciona da mesma forma que uma ação no mercado mobiliário. Sendo assim, ao adquirir uma cota tem-se que estar consciente de que o valor pago pode não ser o mesmo valor de venda na hora de liquidar a cota, devido à influência da oferta e da demanda. Então, mesmo que o fundo garanta uma renda fixa, devido ao pagamento dos aluguéis do imóvel, por exemplo, o investidor pode ter uma perda financeira pela desvalorização de sua cota.

A taxa de ocupação imobiliária é o risco de retração do crescimento econômico no país, que pode ocasionar a redução ou não ocupação total do empreendimento. Com isso a receita do fundo é comprometida pela vacância dos imóveis, e este fator pode ocasionar uma redução nos valores dos aluguéis. As duas situações comprometem o sucesso financeiro estipulado no projeto do fundo.

Diversos fatores podem influenciar na taxa de ocupação imobiliária, uma delas, por exemplo, é a saturação de imóveis em determinadas regiões. São Paulo é uma destas regiões com alta saturação de imóveis, tido como alvo de investimentos imobiliários por muitos anos e por muitas empresas, a cidade hoje já está com uma alta quantidade de oferta, aumentando assim a competição na hora de alocar um empreendimento.

Entende-se então que um importante fator no momento de escolher por um fundo de investimento é verificar o local aonde o empreendimento irá ser alocado e determinar se a região não irá apresentar um alto risco competitivo.

O risco de liquidez reduzida é o risco atribuído aos ativos pouco conhecidos. Segundo ASSAF NETO (2010, p. 288) “os fundos de investimento imobiliário ainda são poucos conhecidos no mercado financeiro nacional, o que gera uma menor liquidez, principalmente se comparados com alternativas de investimentos financeiros disponíveis.”, o autor ainda complementa que esta menor liquidez “pode determinar uma maior dificuldade dos investidores em negociar suas cotas no mercado secundário.”.

Segundo a revista Exame (2013) outros existem outros riscos atribuídos aos fundos imobiliários como, por exemplo, a inadimplência, o risco da obra, a concentração, e a especificidade do imóvel.

A inadimplência é um risco comum aos investidores que adquirem imóveis com o intuito de alugá-los. Com os fundos imobiliários não é diferente. O inquilino, seja ele uma empresa, loja, ou hospital, pode não pagar os aluguéis, e ainda levar a briga a justiça. Esta briga pode causar uma perda financeira ou uma desvalorização no fundo.

Fundos que investem em hospitais, faculdades ou escolas são geralmente mais arriscados de se investir. Devido à importância social destas instituições o despejo é quase impossível, restando praticamente como único recurso a renegociação dos valores dos aluguéis em favor do inquilino.

O risco da obra ocorre naqueles fundos que investem na construção de um empreendimento novo, normalmente utilizando os recursos captados através da venda das cotas do fundo para iniciar a obra e ganhar com a valorização do imóvel pronto. Durante a construção diversos fatores podem comprometer a eficiência do fundo, como um atraso na obra, falta de recursos para finalizar o empreendimento, despesas não planejadas como um acidente de trabalho, ou até mesmo o risco da obra ser embargada ou paralisada por fatores externos.

Quando os recursos de um fundo são alocados em um ou mais empreendimentos, mas que estejam alocados para um único inquilino, pode-se dizer que este imóvel esteja correndo o risco de concentração. Mesmo que o inquilino seja altamente confiável, ainda assim os investidores devem saber que o capital está em risco caso ocorra algum problema com o imóvel ou com o inquilino.

O investimento em fundos com alta concentração pode ser às vezes inevitável, tendo em vista a qualidade do imóvel ou do inquilino trazida junto com o fundo. Porém cabe ao

investidor decidir correr o risco, e como amenizá-lo. Uma boa alternativa é o investidor diversificar sua carteira de investimentos, buscando investir parte de seus recursos em outros fundos imobiliários.

Outro risco existente naqueles fundos que investem na construção de um imóvel para aluguel é o risco da especificidade do imóvel. Um exemplo deste risco é a construção de um hospital, o qual, devido a suas características específicas, só pode abrigar um hospital. Desta forma, caso o inquilino deixe o imóvel pode ser muito difícil encontrar um substituto.

2.1.4 Métodos de Rentabilidade e Remuneração dos Fundos de Investimento

Segundo ASSAF NETO, existem duas formas do investidor obter retorno sobre o valor investido no fundo de investimento. A primeira delas é através da valorização da cota do fundo negociada no mercado mobiliário. A outra forma é através da remuneração paga periodicamente pelo fundo aos cotistas, referente aos investimentos como aluguel do imóvel pertencente ao fundo.

Segundo a CVM (2013), o investidor que adquirir uma cota de um fundo imobiliário não terá o direito de resgatar o valor investido através da devolução de sua cota para o fundo. Porém, alguns fundos imobiliários têm suas cotas negociadas na BOVESPA, e por isso elas recebem tratamento semelhante ao de uma ação. Sendo assim o valor da cota pode sofrer variações conforme a demanda por tal cota, conforme confiança que o mercado tem no fundo, conforme comportamento do mercado imobiliário, etc.

Como o resgate do valor da cota depende de sua comercialização na bolsa de valores, entende-se que antes de adquirir uma cota de um fundo imobiliário o investidor deve estar ciente da possível oscilação que sua cota poderá sofrer no mercado, pois ele poderá ter lucros ou prejuízos com este comportamento.

O rendimento das cotas não é definido na regulamentação dos fundos imobiliários, visto que dependem diretamente de como o mercado irá reagir em relação ao andamento do fundo imobiliário. Porém, a remuneração paga periodicamente pelo fundo é definida no regulamento do fundo.

A forma de remuneração depende do ativo alvo de investimento do fundo imobiliário, e da política de investimento explícita no regulamento. Sendo assim, o investidor tem acesso ao regulamento antes de adquirir a cota, sendo assim ele investe ciente de como irá receber sua remuneração.

Os fundos podem ter como objeto de investimento os mais variados bens imobiliários, e esta variação traz consigo uma variedade de políticas de uso dos bens. Por exemplo, os fundos Floripa Shopping, Mais Shopping Largo 13 e CSHG Brasil Shopping tem como produto de investimento Shopping centers, e utilizam como política de uso o aluguel das lojas comerciais que os compõe. Uma característica importante deste tipo de fundo é que ele traz consigo variados locatários, devido à composição do empreendimento.

Outros tipos de empreendimento que trazem múltiplos locatários são os prédios comerciais. Destacam-se aqui os fundos Torre Almirante, BM Cyrela Thera Corporate e o AESAPAR. Estes fundos têm como objetivo a aquisição de prédios comerciais e locação individual das salas comerciais, proporcionando aos investidores frações do resultado líquido gerado por estes aluguéis. O rendimento líquido é composto pelo recebimento dos aluguéis, deduzido pelas despesas previstas no regulamento do fundo.

Do outro lado, Hospitais e empreendimentos voltados para a educação são exemplos de fundos que tem como foco o aluguel para um único locatário. Como exemplo destes tipos de fundos tem-se o fundo Hospital da Criança, alugado para o Instituto de Especialidades Pediátricas de São Paulo S/A, o fundo Hospital Nossa Senhora de Lourdes, alugado para o Hospital e Maternidade Nossa Senhora de Lourdes S/A, e o fundo Anhanguera Educacional, alugado para o grupo Anhanguera Educacional.

Estes empreendimentos possuem a mesma política de distribuição de rendimentos que os fundos com múltiplos locatários citados acima. Estes fundos têm como regulamento distribuir mensalmente o rendimento líquido dos aluguéis, composto pelo recebimento dos aluguéis e deduzidas despesas previstas.

A CVM, em relação à rentabilidade e remuneração destes, informa que a existência de renda mínima não assegura aos investidores o recebimento desta, em decorrência das despesas incorridas aos fundos, além de informar que resultados obtidos no passado não asseguram obtenção dos mesmos no futuro.

2.1.5 Legislação dos Fundos de Investimento

Fortuna (2010) descreve as etapas necessárias para a constituição de uma carteira imobiliária:

- a) Em um primeiro estágio, o empreendedor identifica oportunidades, define o produto e aprova o projeto pelas vias normais do mercado imobiliário;

- b) Posteriormente, uma instituição financeira qualificada aprova o projeto e se encarrega dos trâmites normais (regulamentações adicionais, veiculação de informações, etc.);
- c) No terceiro estágio, que acentua a transparência do processo, ocorre o parecer de um consultor técnico ligado ao setor a que se destina o projeto;
- d) Encerrada essa fase, o projeto é enviado à CVM, que se encarrega da aprovação e do registro do fundo, autorizando a emissão das cotas;
- e) Concluído o processo, a instituição financeira faz a colocação primária das cotas, dando sinal verde para o empreendedor iniciar a obra.

Dentre os diversos artigos estipulados no decreto de lei nº 8.668, a qual regulamenta os fundos de investimento imobiliário, alguns pontos devem ser destacados. Um destes determina que o fundo seja constituído sob a forma de condomínio fechado, proibido o resgate de quotas, com prazo de duração determinado ou indeterminado.

Através desta lei, o governo nomeia a comissão de valores mobiliários (CVM) como responsável por autorizar, disciplinar e fiscalizar a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento imobiliário. E determina que os fundos de investimento imobiliário sejam geridos por uma instituição administradora autorizada pela comissão de valores mobiliários, esta instituição deverá ser um banco múltiplo com carteira de investimento ou com carteira de crédito imobiliário, banco de investimento, sociedade de crédito imobiliário, sociedade corretora ou sociedade distribuidora de títulos de valores mobiliários, ou outras entidades legalmente equiparadas.

Esta instituição administradora não poderá conceder empréstimos, adiantar rendas futuras aos quotistas ou abrir créditos sob qualquer modalidade. Não poderá aplicar no exterior recursos financeiros captados no país, aplicar recursos na aquisição de quotas do próprio fundo; vender a prestação as quotas do fundo ou prometer rendimento predeterminado aos quotistas.

O investidor, titular das quotas do fundo de investimento imobiliário, não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo, ele não responderá pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual relativas aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou da administradora.

2.1.5.1 Tributação dos Fundos Imobiliários

Segundo CVM (2013) o fundo de investimento imobiliário estará sujeito à incidência do imposto de renda de 20% no momento da distribuição dos lucros, ficando também estabelecido que pelo menos 95% dos lucros devem ser distribuídos aos cotistas conforme apurações semestrais.

O fundo de investimento imobiliário que investir recursos em aplicações financeiras, seja de renda fixa ou variável, e que obtiverem rendimentos ou ganhos líquidos, estará também sujeito à incidência de imposto de renda retido na fonte. Os cotistas que venderem suas cotas estarão sujeitos à incidência de 20% de imposto de renda sobre os ganhos de capital e rendimentos auferidos.

Pessoas físicas detentoras de cotas de fundos imobiliários estarão isentas do imposto de renda sobre a distribuição de lucros dos fundos no caso de:

- a) O cotista deter menos de 10% do total de cotas do fundo;
- b) O fundo ser composto por pelo menos 50 cotistas;
- c) As cotas do fundo devem ser negociadas exclusivamente na bolsa de valores ou no mercado de balcão.

2.1.6 Características do Regulamento dos Fundos Imobiliários

A CVM exige dos fundos uma série de características para garantir a segurança e a seriedade do fundo aos investidores. Uma vez que existem diversos riscos por trás de um investimento, neste caso os fundos imobiliários, a existência de um regulamento aprovado pela CVM garante ao investidor informações importantes que o auxiliará a decidir por qual fundo investir.

Dentre os diversos regulamentos, segue abaixo os itens que a CVM estipula como obrigatórios:

- a) O objeto do Fundo, ou seja, os tipos de investimentos ou empreendimentos imobiliários que poderão ser realizados;
- b) O prazo de duração do Fundo;
- c) A política de investimento do Fundo;
- d) A taxa de ingresso ou critérios para a sua fixação;
- e) O número de quotas a serem emitidas;

- f) A possibilidade ou não de futuras emissões;
- g) Os critérios para subscrição de quotas;
- h) A política de comercialização dos empreendimentos;
- i) O mecanismo de distribuição de resultados;
- j) A qualificação do Administrador e suas respectivas obrigações;
- k) O tratamento das despesas e encargos;
- l) Os critérios para apuração do valor patrimonial das quotas;
- m) As informações obrigatórias a serem prestadas aos quotistas;
- n) A taxa de Administração;
- o) As demais taxas e despesas;
- p) Os casos de dissolução e liquidação do Fundo, bem como os mecanismos previstos.

Sendo assim, verificou-se que existem diversas características importantes a serem consideradas ao investir em um fundo imobiliário, por exemplo os impostos cobrados nesta modalidade de investimento, os variados métodos de retorno sob o investimento que os fundos podem dar aos cotistas, a legislação aplicada ao fundo bem como a utilização de um administrador de fundo imobiliário na gestão dos investimentos.

Apresentados os referenciais teóricos, no capítulo a seguir será descrita a metodologia de pesquisa a ser utilizada a fim de buscar os dados necessários para se avaliar os objetivos propostos.

3 MÉTODOS E PROCEDIMENTOS

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

Este estudo visa pesquisar a rentabilidade dos fundos de investimento imobiliários, comparando estes com alternativas de investimento. A pesquisa será feita através de uma pesquisa quantitativa, utilizando-se de técnicas estatísticas para verificar as médias, desvio-padrão, etc.

O tipo de estudo foi descritivo, visto que o objetivo é o de analisar a eficiência da gestão dos fundos de investimento imobiliários em relação ao retorno dos ativos livre de risco.

3.2 SELEÇÃO DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS

Foi utilizado como fonte de coleta informação dos fundos o site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Para a seleção dos fundos foi utilizado como critério o fundo estar cadastrado junto a Bovespa, e o período de existência do fundo deve ser de no mínimo um ano e meio.

Para este estudo foi analisada a rentabilidade média dos fundos desde sua abertura, bem como seu rendimento no período entre Janeiro de 2012 e Junho de 2013, portanto serão analisados apenas fundos imobiliários criados antes de Janeiro de 2012 e fundos que não tenham sido finalizados durante o período.

3.3 TÉCNICAS DE COLETA DE DADOS

Para a coleta de dados serão utilizados índices e relatórios dos fundos selecionados, e a taxa Selic, bem como os valores históricos da CDI e da poupança, serão utilizados como base comparativa. Os fundos selecionados têm como objetivo superar o índice Bovespa.

Para este estudo serão utilizados os índices de rentabilidade diária dos fundos selecionados, bem como suas distribuições de dividendos, e os índices de rentabilidade mensal da Selic, CDI e poupança.

Foram coletados os históricos de variação das cotas do fundo na Bovespa, calculadas a médias mensais ajustas ao período de existência do fundo. O mesmo foi feito em relação ao pagamento de dividendos dos fundos. Foram coletados os valores mensais históricos da

Poupança, CDI e Selic desde 2002, data do fundo mais antigo pesquisado, e calculada a média mensal dos ativos.

3.4 TÉCNICAS DE ANÁLISE DE DADOS

Para a análise de desempenho dos fundos foi feita uma base comparativa entre os resultados finais dos fundos com os índices de mercado escolhidos, o qual foi calculado utilizando-se a taxa Selic, a CDI e a poupança como ativo livre de risco. Para tanto, o excesso de cada fundo foi calculado subtraindo o retorno de cada fundo no período por cada uma dos índices escolhidos.

Para poder comparar os fundos imobiliários entre si e com os investimentos de mercado, foi necessário calcular as rentabilidades acumuladas de cada fundo e calcular-se a rentabilidade média mensal que cada fundo obteve. A comparação direta entre rentabilidades acumuladas não foi possível devido à diferença de tempo de existência de cada fundo, havendo fundos com muito mais tempo de existência na bolsa de valores.

Como o resultado dos fundos imobiliários pode variar ao longo do tempo, e dependem de diversas variáveis, a amostra da coleta do resultado não se limitou a um período específico. Sendo assim, coletou-se o resultado acumulado dos fundos desde a abertura de cada um deles, e mediu-se a rentabilidade média considerando-se o número de meses que cada fundo tem de existência.

3.5 LIMITAÇÕES DO MÉTODO E ESTUDO

Este estudo está limitado por utilizar um período isolado do mercado, o que pode não demonstrar uma confiabilidade absoluta.

O estudo também não levará em consideração acontecimentos isolados como crises econômicas ou políticas que podem ter ocorrido no período e influenciado nos resultados dos fundos.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Após a seleção dos fundos imobiliários a serem pesquisados, da coleta das características e dos resultados históricos destes fundos, e da análise comparativa com o resultado da bolsa de valores, foram encontrados os resultados conforme elencados a seguir.

Este capítulo foi, então, assim estruturado: primeiramente apresentou-se os fundos imobiliários, a rentabilidade dos fundos de investimento imobiliários e do índice de mercado no período estipulado, logo após será revisada a rentabilidade das diversas alternativas de investimento, e por fim a comparação da rentabilidade dos fundos com as alternativas disponíveis no mercado.

4.1 RENTABILIDADE DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS E DO ÍNDICE DE MERCADO

Foram encontrados 116 fundos de investimento imobiliários negociados na Bovespa, tanto no mercado principal como no mercado de balcão. Destes, apenas 35 fundos haviam sido criados antes de janeiro de 2012 e ter tido negociações na Bovespa, requisitos mínimos exigidos para este estudo.

Na Tabela 1 são apresentadas as informações coletadas referentes aos 35 fundos estudados. Nesta tabela, apresentam-se dados básicos dos fundos como o nome do fundo, o administrador do fundo e a área foco de investimento do fundo, juntamente com os dados coletados da rentabilidade acumulada do valor das cotas desde sua abertura na bolsa de valores.

Tabela 1 – Resultado geral

Fundo Imobiliário	Data Registro Bovespa	Administrador	Area de atuação	CÓDIGO	Rentabilidade Acumulada
AESAPAR	21/12/2011	Citibank	Educação	AEFIII	24,60%
Anhanguera Educacional	8/1/2010	Ourinvest	Educação	FAED11B	39,00%
BB Progressivo	18/7/2005	Caixa Econômica	Bancos	BBF111B	331,00%
BB Votorantim JHSF Cidade Jardim Continental Tower	30/12/2010	Votorantim Asset Management	Edifício empresarial	BBV.111	-18,00%
Brazilian Capital Real Estate Fund I	21/12/2010	Ourinvest	Edifícios empresariais diversos	BRCR11	38,31%
Campus Faria Lima	26/7/2010	Ourinvest	Educação	FCFL11B	17,50%
CENESP	3/8/2011	Ourinvest	Edifício empresarial	CNES11B	23,00%
CSHG Brasil Shopping	11/12/2009	Credit Suisse Hedging Griffo	Shopping centers	HGBS11	96,00%
CSHG JHSF Prime Offices	3/11/2010	Credit Suisse Hedging Griffo	Edifício empresarial	HallIII	27,00%
CSHG Logística	25/6/2010	Credit Suisse Hedging Griffo	Empreendimentos logísticos	HGLG11	19,90%
CSHG Real Estate	11/2/2009	Credit Suisse Hedging Griffo	Edifícios empresariais diversos	HGREII	67,00%
Edifício Almirante Barroso	10/4/2003	Ourinvest	Bancos	FAMB11B	355,00%
Europar	10/12/2002	Banif	Empreendimentos logísticos	EUR011	90,00%
FI BB Renda Corporativa	15/6/2011	Votorantim	Bancos	BBRC11	1,00%
Floripa Shopping	19/10/2009	Ourinvest	Shopping centers	FLRP1113	-26,10%
Hospital da Criança	24/1/2005	Ourinvest	Saúde	HCR111B	130,00%
Hospital Nossa Senhora de Lourdes	18/10/2006	Ourinvest	Saúde	NSLU11B	79,00%
Hotel Maxinvest	13/7/2007	Ourinvest	Hotelaria	HTMX11B	176,00%
Industrial do BRasil	22/12/2011	Coinvalores	Parque industrial	FI1B11	8,33%
Kinea Renda Imobiliária	1/12/2010	Intrag	Bancos	KNR111	47,90%
Mais Shopping Largo 13	17/11/2010	Bradesco	Shopping centers	MSHP11	-48,90%
Max Retail	17/6/2010	Ourinvest	Edifícios empresariais diversos	MAXR11B	11,50%
Mercantil do Brasil	19/8/2011	Rio Bravo	Bancos	MBRF11	30,00%
Parque Dom Pedro Shopping Center	17/12/2009	Ourinvest	Shopping centers	PQDP11	43,00%
Presidente Vargas	3/5/2010	Bradesco	Bancos	PRSV11	23,50%
Projeto Água Branca	1/8/2006	Coinvalores	Edifícios empresariais diversos	FPAB11	137,50%
RB Capital General Shopping Sulacap	28/12/2010	Citibank	Shopping centers	RBGS11	-20,00%
RB Capital Renda II	14/12/2010	Votorantim Asset Management	Edifícios empresariais diversos	RBRD11	1,19%
Rio Bravo Renda Corporativa	5/11/2003	Rio Bravo	Edifício empresarial	FFC111	141,43%
Shopping Pátio Higienopolis	8/8/2003	Rio Bravo	Shopping centers	SHPH11	510,00%
Square Faria Lima	20/11/2003	BR-Capital	Hotelaria	FLMAII	103,00%
Torre Almirante	7/6/2005	Ourinvest	Edifício empresarial	ALM111B	230,00%
TRX Realty Logística Renda I	11/8/2010	Oliveira Trust	Empreendimentos logísticos	TRXL11	5,00%
VBI FL 4440	3/6/2011	BTG Pactua'	Edifícios empresariais diversos	FVB111B	-4,00%
West Plaza	12/8/2008	Ourinvest	Shopping centers	WPLZ11B	-32,00%

Fonte: Elaborado pelo autor (2013)

Na Tabela 1 pode-se verificar que antes de 2010, poucos fundos eram criados anualmente, o que pode ser explicado pela falta de conhecimento do mercado e dos investidores neste tipo de ativo. No ano de 2010 pode-se verificar um aumento significativo no número de fundos criados, visto que neste ano o volume de negociações na bolsa em fundos imobiliários também aumentou o que mostra um maior interesse e atração de mercado.

Outra informação pertinente aos fundos que vale ser destacado são as administradoras responsáveis pelos fundos. Observa-se uma grande concentração de fundos na administradora Ourinvest, outra pequena amostragem na Credit Suisse Hedging Griffo, e outras demais empresas. Como visto na revisão bibliográfica, saber a empresa que administra o fundo a ser investido é de extrema relevância, dado que esta será responsável por gerir os imóveis pertencentes ao fundo, bem como responder por tal judicialmente.

Os resultados obtidos pelos fundos administrados pela Ourinvest variam entre -26,10% até 355%, enquanto aqueles administrados pela Credit Suisse Hedging Griffo variam entre 19,90% até 96%, mostrando uma maior segurança, porém menor rentabilidade máxima.

Vale destaque os cinco fundos com melhores desempenho acumulado: Shopping Pátio Higienópolis com 510%, Edifício Almirante Barroso com 355%, BB Progressivo 331%, Torre Almirante com 230% e Hotel Maxinvest com 176%. E do lado oposto, com desempenho muito mais abaixo estão os cinco fundos com piores desempenho: West Plaza com -32%, Mais Shopping Largo com -48,90%, Floripa Shopping com -26,10%, RB Capital General Shopping Sulacap com -20% e BB Votorantim com -18%.

Os investidores que adquirem cotas de fundos imobiliários podem receber rendimentos de duas formas diferentes. A primeira delas é através do rendimento de suas cotas conforme esta é negociada na bolsa de valores, recebendo tratamento semelhante ao de uma ação. A segunda forma é através do pagamento de dividendos aos cotistas, proveniente do lucro gerado pelo imóvel, como aluguéis.

Os resultados dos fundos provenientes da primeira forma de remuneração já foram apresentados, sendo assim, na Tabela 2 se encontra a média mensal de dividendos pagos pelos fundos aos seus cotistas. Dizer quanto foi a remuneração verificada, a máxima, a mínima e a média. Verificar o montante de dividendos pago é de extrema importância, dado que este complementa o lucro do investidor, e deve ser considerado ao comparar o retorno sobre investimento deste tipo de ativo com outros.

Na Tabela 2 apresentam-se os resultados obtidos pelos 35 fundos imobiliários em termos de média mensal de dividendos pagos aos cotistas. Estes dados tem o objetivo de

determinar se os fundos estão conseguindo obter lucros líquidos oriundos das receitas geradas pelos imóveis investidos pelos fundos.

Tabela 2 – Dividendos Pagos

Fundo Imobiliário	CÓDIGO	Média de Dividendos / mês
AESAPAR	AEFIII	0,90
Anhanguera Educacional	FAED11B	1,07
BB Progressivo	BBF111B	
BB Votorantim JHSF Cidade Jardim Continental Tower	BBV.111	0,78
Brazilian Capital Real Estate Fund I	BRCR11	0,96
Campus Faria Lima	FCFL11B	8,30
CENESP	CNES11B	0,88
CSHG Brasil Shopping	HGBS11	13,60
CSHG JHSF Prime Offices	HallII	9,40
CSHG Logística	HGLG11	8,45
CSHG Real Estate	HGREII	11,60
Edifício Almirante Barroso	FAMB11B	25,11
Europar	EUR011	1,30
FI BB Renda Corporativa	BBRC11	
Floripa Shopping	FLRP1113	8,80
Hospital da Criança	HCRI11B	2,22
Hospital Nossa Senhora de Lourdes	NSLU11B	1,42
Hotel Maxinvest	HTMX11B	4,96
Industrial do BRasil	FI1B11	2,41
Kinea Renda Imobiliária	KNR111	
Mais Shopping Largo 13	MSHP11	2,21
Max Retail	MAXR11B	4,79
Mercantil do Brasil	MBRF11	9,20
Parque Dom Pedro Shopping Center	PQDP11	9,77
Presidente Vargas	PRSV11	8,96
Projeto Água Branca	FPAB11	2,70
RB Capital General Shopping Sulacap	RBGS11	0,50
RB Capital Renda II	RBRD11	0,40
Rio Bravo Renda Corporativa	FFC111	0,01
Shopping Pátio Higienópolis	SHPH11	2,85
Square Faria Lima	FLMAII	0,02
Torre Almirante	ALM111B	22,36
TRX Realty Logística Renda I	TRXL11	0,79
VBI FL 4440	FVB111B	0,75
West Plaza	WPLZ11B	0,35

Fonte: Elaborado pelo autor (2013)

Nos resultados, observa-se que três fundos não fizeram distribuição de dividendos aos cotistas. Sendo eles o BB Progressivo, FI BB Renda Corporativa e Kinea Renda Imobiliária, mostrando que de toda a amostra, 8,5% não realizou distribuição de renda. Apesar de encontrar-se em seus respectivos prospectos os fundos informarem a política de distribuição de dividendos, também é informado nos capítulos relacionado a risco a possibilidade de o fundo não obter lucro líquido em determinados períodos, bem como a possibilidade de amarras judiciais impossibilitarem tais distribuições.

Tais fundos demonstram a atenção que deve ser dada na escolha do fundo a ser investido. Tendo em vista que o investidor espera ter retorno tanto sobre o rendimento de suas cotas, como na forma de dividendos, o não recebimento deste pode comprometer o ganho esperado, e com isso prejudicar a visão do mercado em relação aos fundos.

Deve-se levar em consideração que todos os resultados apresentados até o momento mostram lucros livres de impostos. Segundo a Legislação, ficam isento do imposto de renda os pagamentos de dividendos por parte dos fundos. Porém, os lucros auferidos devido à variação no preço das cotas há incidência de imposto de renda no momento da venda, da mesma forma que ocorre na compra e venda de ações.

Outro ponto que deve ser levado em consideração ao comparar os fundos imobiliários entre si é o período de existência de cada fundo. Os resultados apresentados levam em consideração o acumulado desde a abertura do fundo na bolsa de valores, sendo assim, fundos mais antigos podem apresentar uma rentabilidade acumulada maior que um fundo mais recente.

Desta forma, medir as rentabilidades médias mensais das cotas dos fundos, incidindo o imposto de renda, e considerando-se os dividendos médios mensais, irá apresentar uma base comparativa mais realista sobre quais fundos obtiveram resultado melhor que outros. Além disso, as médias mensais facilitam a comparação com os ativos e indicadores de mercado.

Na Tabela 3 são apresentados os resultados mensais dos fundos, incluindo os ganhos com a variação das cotas, o imposto de renda e os ganhos através de dividendos, e ordenados de forma decrescente pelo resultado mensal obtido. Através desta tabela busca-se determinar o retorno médio mensal final dos fundos imobiliários sob o investimento por cota.

Tabela 3 – Resultados mensais dos fundos

Fundo Imobiliário	Resultado mensal
West Plaza	4,43%
Shopping Pátio Higienópolis	3,75%
BB Progressivo	3,48%
Rio Bravo Renda Corporativa	3,47%
Torre Almirante	3,22%
Hotel Maxinvest	2,57%
Edifício Almirante Barroso	2,30%
Hospital Nossa Senhora de Lourdes	2,27%
Hospital da Criança	2,22%
Square Faria Lima	2,18%
CSHG Brasil Shopping	2,17%
Parque Dom Pedro Shopping Center	2,04%
AESAPAR	1,90%
Mercantil do Brasil	1,84%
Anhanguera Educacional	1,63%
Presidente Vargas	1,53%
CSHG JHSF Prime Offices	1,41%
Brazilian Capital Real Estate Fund I	1,40%
Europar	1,31%
Kinea Renda Imobiliária	1,27%
Campus Faria Lima	1,22%
Industrial do BRasil	1,16%
CSHG Real Estate	1,14%
Max Retail	1,14%
TRX Realty Logística Renda I	0,94%
CSHG Logística	0,88%
Projeto Água Branca	0,85%
FI BB Renda Corporativa	0,78%
CENESP	0,76%
VBI FL 4440	0,64%
Floripa Shopping	0,61%
RB Capital General Shopping Sulacap	0,37%
RB Capital Renda II	0,03%
BB Votrantim JHSF Cidade Jardim Continental Tower	-0,03%
Mais Shopping Largo 13	-0,77%

Fonte: Elaborado pelo autor (2013)

Neste resultado verifica-se que os cinco fundos imobiliários com melhor desempenho obtiveram resultado médio acima dos 3%, os fundos são West Plaza, Shopping Pátio Higienópolis, BB Progressivo, Rio Bravo Renda Corporativa e Torre Almirante. Verifica-se também apenas dois fundos com resultado negativo, Mais Shopping Largo 13 e BB Vontarantim JHF Cidade Jardim Continental Tower.

Conforme visto pela CVM (2013), resultados passados obtidos pelos fundos de investimento, não são garantias de resultados futuros. Sendo assim, podem-se analisar apenas

os resultados obtidos no ano passado (2012) e comparar com os resultados acumulados. Na Tabela 4 se apresentam os resultados de 2012.

Tabela 4 – Resultados de 2012

Fundo	Rentabilidade média 2012
Hotel Maxinvest	4,76%
Torre Almirante	4,29%
Edifício Almirante Barroso	3,86%
Hospital Nossa Senhora de Lourdes	3,62%
Kinea Renda Imobiliária	3,53%
Projeto Água Branca	3,42%
Shopping Pátio Higienópolis	3,41%
CSHG Brasil Shopping	3,39%
CSHG JHSF Prime Offices	3,36%
Square Faria Lima	3,17%
Anhanguera Educacional	3,02%
Industrial do BRasil	2,97%
CENESP	2,91%
Europar	2,85%
AESAPAR	2,78%
Hospital da Criança	2,72%
Parque Dom Pedro Shopping Center	2,69%
Mercantil do Brasil	2,67%
Presidente Vargas	2,55%
CSHG Real Estate	2,34%
BB Progressivo	2,23%
Max Retail	2,17%
Campus Faria Lima	2,02%
Brazilian Capital Real Estate Fund I	1,98%
Rio Bravo Renda Corporativa	1,92%
RB Capital Renda II	1,87%
CSHG Logística	1,53%
TRX Realty Logística Renda I	1,30%
BB Votorantim JHSF Cidade Jardim Continental Tower	1,27%
Floripa Shopping	0,65%
West Plaza	0,41%
VBI FL 4440	0,14%
Mais Shopping Largo 13	-0,06%
RB Capital General Shopping Sulacap	-0,10%
FI BB Renda Corporativa	-0,96%

Fonte: Elaborado pelo autor (2013)

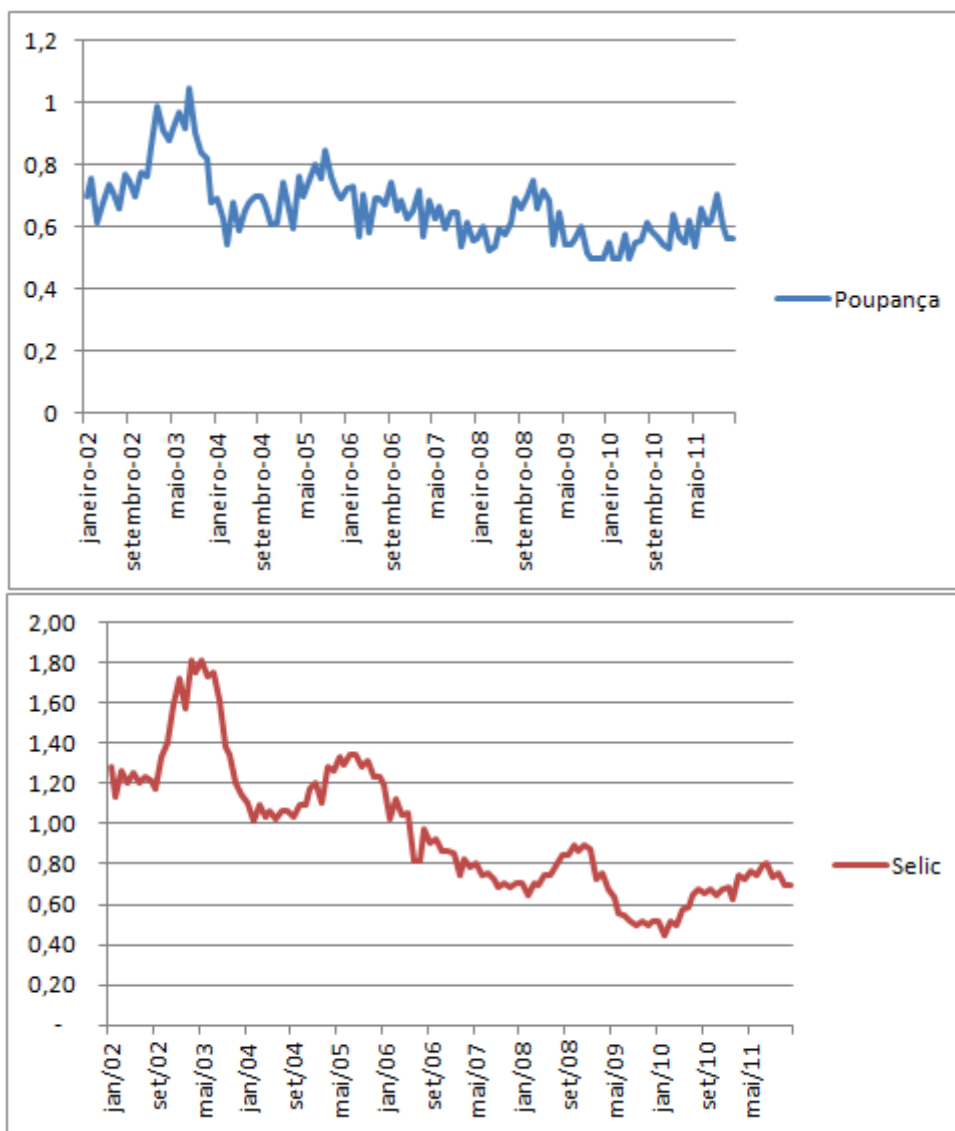
Aqui se verifica um troca de posições se comparar os resultados acumulados com apenas o período de 2012. West Plaza, que no acumulado total ficou na primeira posição, considerando apenas 2012 ficou na posição 31, com apenas 0,41% de rendimento, mostrando claramente como o desempenho passado não garante o mesmo desempenho no futuro.

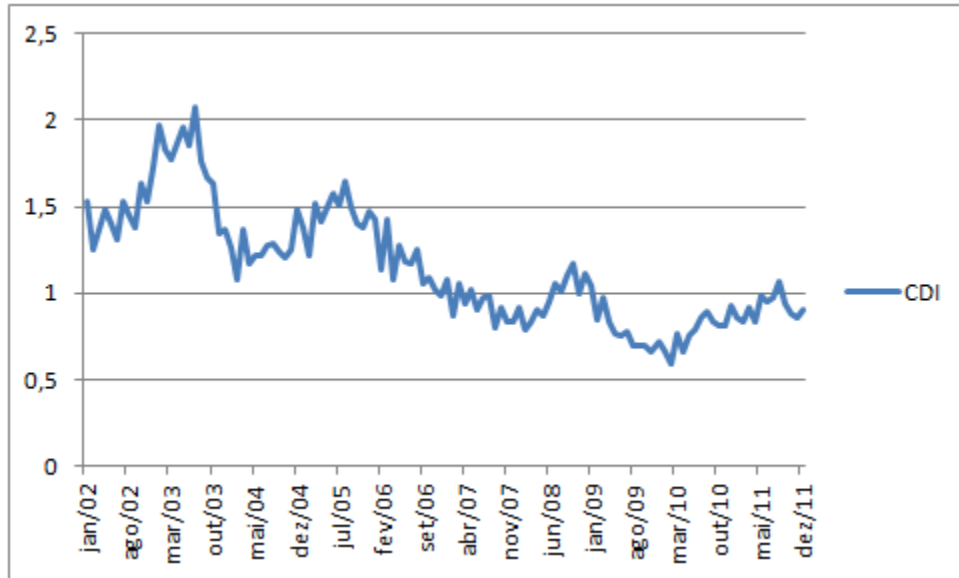
Para poder determinar se os ganhos de um investimento são positivos e atrativos ao investidor, deve-se ter como base os ganhos apresentados pelas alternativas de investimentos, tendo estes um menor risco. Para este estudo serão utilizados para fins comparativos os resultados obtidos pela CDI e pela poupança nos mesmos períodos que os fundos aqui

estudados. Também se utilizou a Selic como base comparativa, visto que é a taxa utilizada pelos bancos como taxa referencial para determinar os juros a serem utilizados.

Em relação aos impostos aplicados nos ativos que serão utilizados como base comparativa, apenas a CDI têm incidência de imposto de renda, sendo a poupança livre de tal imposto. Os rendimentos de títulos vinculados à SELIC ou ela própria tem tributação normal de IR. Nos gráficos a seguir são apresentadas as variações mensais que estes ativos tiveram no período de dezembro de 2002, mês de inserção na Bovespa do fundo imobiliário mais antigo, até dezembro de 2011, mês fim deste estudo.

Figura 1 – Variações mensais de ativos no período de dezembro de 2002 até dezembro de 2011





Fonte: Elaborado pelo autor (2013)

No período estudado, a poupança obteve um resultado médio de 0,6% ao mês, enquanto a CDI, descontando o imposto de renda, obteve um resultado médio de 0,8% ao mês. Já a Selic, descontando-se IR obteve média de 0,76%. Com estes valores, verifica-se que grande parte dos fundos de investimento resultou aos investidores percentuais maiores que investimentos base de mercado.

4.2 EVOLUÇÃO DA RENTABILIDADE DE DIFERENTES ALTERNATIVAS DE INVESTIMENTO

A partir da tabela com os resultados obtidos pelos fundos, podem-se agrupar os fundos imobiliários pesquisados por área de atuação e com isso ter a média das rentabilidades e rendimentos dos fundos estudados, levando-se em consideração a média mensal que cada fundo obteve desde sua abertura até dezembro de 2012.

Tabela 5 – Resultados obtidos pelos fundos por área de atuação

Área de atuação	Média Mensal
Hotelaria	0,82%
Bancos	0,79%
Educação	0,67%
Saúde	0,62%
Edifício empresarial	0,49%
Edifícios empresariais diversos	0,44%
Parque industrial	0,36%
Empreendimentos logísticos	0,31%
Shopping centers	-0,02%

Fonte: Elaborado pelo autor (2013)

O agrupamento mostra que empreendimentos destinados ao setor de bancos estão entre os tipos de empreendimentos mais consistentes, com a maior média de rentabilidade de todas as áreas de atuação estudadas. Tal setor obteve 0,79%, possuindo também o maior rendimento médio distribuído aos cotistas. Tal resultado pode ser explicado pela confiabilidade que este tipo de investimento traz ao investidor.

Usualmente, fundos com empreendimentos bancários são constituídos com um banco específico como locatário já determinado. Bancos são clientes com uma alta confiabilidade devido aos resultados financeiros, a alta liquidez do segmento, e principalmente devido ao baixo risco oferecido quanto à inadimplência e vacância.

Porém, o setor que se mostrou o com melhor resultado médio mensal de 0,82%, considerando-se a variação das cotas, o pagamento dos dividendos e os impostos incidentes, foi o setor da hotelaria. Tal setor ficou acima do setor bancário, mostrando-se um setor competitivo e atrativo aos investidores. Semelhante aos bancos, fundos que aplicam seus recursos no setor hoteleiro também costumam ter apenas uma empresa como locatária.

Estes dados mostram que os investidores e o mercado não veem o risco de concentração como um impeditivo para investir nestes fundos, visto que estes segmentos investem, usualmente, em um único empreendimento. Acredita-se que o motivo que impulsiona os investidores a correr este risco é o fato destes segmentos serem muito estáveis e rentáveis, com baixo risco de crédito e de liquidez.

O setor com pior rentabilidade média, -0,02%, encontra-se o setor de shopping centers em último lugar. Interessante ressaltar que historicamente este setor foi foco de investimento dos primeiros fundos imobiliários criados no Brasil. Outro dado que cabe ressaltar é que, diferentemente dos setores foco dos fundos que ficaram nas primeiras posições, shopping centers dependem de múltiplos locatários, visto que os aluguéis são pagos por cada um dos

lojistas do shopping, o que tende a mostrar que fundos com múltiplos locatários tendem a ter resultados pior que fundos com um ou poucos locatários.

Na Tabela 6 se apresenta novamente as rentabilidades obtidas pela variação dos valores das cotas dos fundos, comparando-as com a média de negociações mensais que tal fundo tem na bolsa de valores ou no mercado de balcão. Com esta informação se busca determinar se fundos com melhores rentabilidades tiveram um maior volume de negociações na bolsa.

Tabela 6 – Resultados mensal por número de negócios

Fundo Imobiliário	Resultado mensal	# Negócios
West Plaza	4,43%	690,00
Shopping Pátio Higienopolis	3,75%	58,00
BB Progressivo	3,48%	110,00
Rio Bravo Renda Corporativa	3,47%	94,00
Torre Almirante	3,22%	177,00
Hotel Maxinvest	2,57%	275,00
Edifício Almirante Barroso	2,30%	155,00
Hospital Nossa Senhora de Lourdes	2,27%	272,00
Hospital da Criança	2,22%	237,00
Square Faria Lima	2,18%	900,00
CSHG Brasil Shopping	2,17%	351,00
Parque Dom Pedro Shopping Center	2,04%	752,00
AESAPAR	1,90%	109,00
Mercantil do Brasil	1,84%	269,00
Anhanguera Educacional	1,63%	161,00
Presidente Vargas	1,53%	134,00
CSHG JHSF Prime Offices	1,41%	521,00
Brazilian Capital Real Estate Fund I	1,40%	141,00
Europar	1,31%	1.439,00
Kinea Renda Imobiliária	1,27%	97,00
Campus Faria Lima	1,22%	291,00
Industrial do BRasil	1,16%	131,00
CSHG Real Estate	1,14%	208,00
Max Retail	1,14%	994,00
TRX Realty Logística Renda I	0,94%	152,00
CSHG Logística	0,88%	79,00
Projeto Água Branca	0,85%	237,00
FI BB Renda Corporativa	0,78%	1.283,00
CENESP	0,76%	286,00
VBI FL 4440	0,64%	717,00
Floripa Shopping	0,61%	1.181,00
RB Capital General Shopping Sulacap	0,37%	15.716,00
RB Capital Renda II	0,03%	3.352,00
BB Votorantim JHSF Cidade Jardim Continental Tower	-0,03%	114,00
Mais Shopping Largo 13	-0,77%	195,00

Fonte: Elaborado pelo autor (2013)

Fica evidente que a variação da cota não depende diretamente do número de negociações que o fundo teve, tendo como exemplo os fundos Shopping Pátio Higienópolis e o VBI FL 4440. Enquanto o primeiro tem uma média de negócios de apenas 58 vezes obtendo rendimento médio de 3,75%, o segundo tem uma média de 717 negócios e teve um resultado médio de 0,64%.

De todo o volume de negociações dos fundos, vale ressaltar que pelo menos 30% ocorreu no ano de 2012, o que evidencia uma alta procura por tal produto financeiro em um período que a taxa básica de juros teve uma queda de 10,4 % a.a. para 7,14% a.a., se tornando então uma alternativa atraente para investidores que possuem recursos a serem investidos em longo prazo, visto que a média paga ao ano pelos fundos foi 11,08%.

No ano de 2011 a Bovespa lançou no mercado o Índice de Fundos de Investimento Imobiliário (IFIX), que mede a rentabilidade dos 44 fundos imobiliários que mais são negociados na bolsa. O índice ainda considera os rendimentos distribuídos pelos fundos, recalculando o valor da cota dentro do índice a cada distribuição de rendimentos.

Para este estudo, estudar especificamente o índice não se torna viável, visto que nem todos os fundos inclusos no índice possuem as características exigidas. Porém, verificou-se que desde a sua criação, o índice obteve rentabilidade total de 50,55%, enquanto no mesmo período o Ibovespa teve rentabilidade total de 17%.

4.3 COMPARAR A RENTABILIDADE DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS COM AS ALTERNATIVAS DE INVESTIMENTO NO MERCADO

Tendo apresentado os resultados dos fundos imobiliários selecionados e dos ativos de mercado com menor risco, pode-se realizar um comparativo entre eles e determinar se os fundos estudados realmente obtiveram um retorno melhor, quais áreas de atuação resultam em melhores retornos, dentre outras análises possíveis.

Agrupando todos os fundos estudados, encontrou-se uma rentabilidade mensal média de 1,60%, ficando 0,7% acima da Selic, a qual se encontra em 0,76% ao mês. O que significa que os fundos estudados obtiveram performance média 128% superior ao da taxa básica de juros do país. Analisando apenas os fundos que obtiveram rentabilidades positivas, tem-se média de 1,73% ao mês, o que torna este método de investimento ainda mais atrativo com performance 147% acima da taxa básica.

Ao observar-se apenas a média dos 10 fundos com melhores retornos, obtém-se um resultado médio mensal de 3% ao mês, o que é 2,4% maior que a poupança, 2,2% maior que a CDI e 2,1% maior que a Selic. Dos 10 fundos com melhores rendimentos, seis são administrados pela Ourinvest, mostrando que uma administradora eficiente pode influenciar no resultado do fundo. Porém, não foi possível medir o grau de influência da administradora no resultado final do fundo.

Verifica-se que dos 35 fundos selecionados, apenas dez fundos não conseguiram rentabilidade média superior ao das alternativas de investimento estudadas. O que significa que 72% dos fundos imobiliários estudados apresentaram rentabilidade acumulada superior aos ativos comparados. Tal dado mostra a força que os fundos imobiliários vêm obtendo no mercado, visto que a valorização das cotas é um reflexo direto da visão que os investidores têm sobre tal ativo.

Tal estatística vai ao encontro com o que foi apresentado por Fortuna, o qual dizia que ao os fundos imobiliários são investimentos de longo prazo e estáveis. Os resultados apresentados confirmam o revisado no referencial teórico, Fortuna (2010, p.526) “para o investidor, é um aplicação que tem a segurança de um imóvel aliada à liquidez de um título mobiliário.”.

Tais números comprovam o que foi apresentado por Fortuna (2010), o qual dizia que os fundos imobiliários funcionariam como uma poupança, com retorno de longo prazo, aliando neste investimento a liquidez do mercado imobiliário. Os números comprovam que no longo prazo os resultados e rendimentos distribuídos pelos fundos imobiliários são, em média, atrativos para aqueles investidores que desejam entrar no mercado imobiliário sem ser necessário se envolver com a burocracia e montante de investimento necessário.

No período estudado, a poupança obteve um resultado médio de 0,6% ao mês, enquanto a CDI, descontando o imposto de renda, obteve um resultado médio de 0,8% ao mês. Com estes valores, verifica-se que grande parte dos fundos de investimento resultou aos investidores percentuais maiores que investimentos base de mercado.

Outra análise que pode ser feita envolvendo a média da rentabilidade mensal dos fundos é a distância que os melhores e os piores fundos desta média. Lembrando que a média das rentabilidades mensais foi de 1,60%, podem-se verificar dois extremos diferentes entre o Fundo Imobiliário West Plaza e o Mais Shopping Largo 13. O primeiro obteve um resultado 176% acima da média, enquanto o segundo obteve um resultado 148% abaixo da média.

Este dado mostra como a média geral dos fundos não representa o resultado individual de muitos fundos, tanto de forma positiva como de forma negativa. Dos 35 fundos, 20 destes

estiveram abaixo da média de 1,60%, mostrando que ao mesmo tempo em que alguns fundos obtêm rentabilidades muito atrativas, isto não é um padrão. Ou seja, o investidor que decidir por adquirir cotas de um fundo deve estar ciente que alguns fundos podem resultar em prejuízo ao longo do tempo.

Deve-se observar também que as rentabilidades médias mensais obtidas pelos fundos levam em consideração todas as variações que as cotas dos fundos obtiveram desde a abertura do fundo na bolsa de valores e os dividendos pagos no mesmo período. Desta forma, entende-se que em determinados períodos um fundo que têm uma rentabilidade média acima da média, pode ter prejuízos.

Ao analisar a tabela com os resultados médios de 2012, verifica-se que o Fundo Imobiliário West Plaza, fundo que obteve melhor rendimento médio considerando-se todo o período, em 2012 ele se encontra entre os cinco piores fundos, com uma rentabilidade média de 0,41%. Tal fundo serve como exemplo para o afirmado por ASSAF NETO (2010) o qual afirmou que fundos imobiliários são investimentos com retorno de longo prazo.

Do outro lado, pôde se encontrar o Fundo Imobiliário Água Branca, que na média geral obteve rentabilidade de 0,85%, enquanto só em 2012 teve 3,42%. Este fundo contraria o afirmado por ASSAF NETO, se mostrando um fundo com melhor resultado num curto prazo do que no longo prazo. Talvez, 2012 tenha sido um ano de recuperação para o fundo, e nos próximos anos este possa ser um bom investimento.

Ao analisar apenas os rendimentos distribuídos pelos fundos, identificam-se fundos que não distribuíram rendimentos aos cotistas. Verificando os regulamentos destes fundos, identificou-se que estes fundos possuem regulamento de distribuição de resultados, sendo assim entende-se que o imóvel alvo do fundo deveria produzir algum tipo de renda a ser distribuída aos cotistas, mas no período estudado estes fundos não obtiveram um resultado líquido positivo possível de ser distribuído, ou enfrentou algum outro tipo de dificuldade, como amarras judiciais ou problemas administrativos.

Interessante ressaltar que os fundos que não distribuíram rendimentos, ainda assim obtiveram rentabilidades positivas no período. O fundo BB Progressivo, por exemplo, não distribuiu rendimentos em seu período de existência, porém ainda assim o valor de suas cotas obteve uma rentabilidade acumulada de 331% no mesmo período. Tal dado demonstra uma alta confiança que o mercado tem no fundo, visto que mesmo que este fundo não tenha obtido até o momento um resultado financeiro positivo, o mercado ainda assim acredita que o fundo é atrativo em longo prazo, e valoriza a cota do fundo.

5 CONCLUSÃO

O presente estudo teve como objetivo verificar se os fundos de investimento imobiliários são uma alternativa de investimento atraente para o investidor brasileiro, e para chegar a tal conclusão se comparou os rendimentos médios dos fundos selecionados com alternativas de investimento disponíveis no mercado.

Foram selecionados 35 fundos de investimento, criados antes de janeiro de 2012, e com cotas negociadas tanto na bolsa de valores como no mercado de balcão. Coletaram-se as variações sofridas pelas cotas na Bovespa, e também o pagamento de dividendos realizados pelos fundos, para obter as rentabilidades médias dos fundos.

Para verificar se as rentabilidades dos fundos foram positivas, utilizaram-se como alternativas de investimento a CDI e a poupança, e também a Selic, índice pelo qual as taxas de juros cobradas pelo mercado se balizam no Brasil. Foram coletadas as variações mensais sofridas por estas alternativas, e chegou-se a uma média mensal.

Após a coleta das rentabilidades acumuladas de cada um dos fundos, pôde-se verificar a média mensal que cada um dos fundos obteve e assim compará-los entre si e entre as alternativas de investimento escolhidas. Os resultados obtidos mostraram uma rentabilidade dos fundos superior aos das alternativas de investimento escolhidas. Pode-se verificar que, considerando todas as rentabilidades dos fundos, juntamente com os impostos, os fundos estudados obtiveram performance média variando desde 4,43% ao mês, até -0,77% ao mês. Na média geral, os fundos ficaram com 1,60% ao mês, enquanto Selic, CDI e Poupança ficaram na média de 0,72%.

Porém, a obtenção de uma rentabilidade superior não significa um resultado plenamente positivo. Os fundos imobiliários estão suscetíveis a diversos tipos de riscos que devem ser analisados antes de adquirir uma cota. Serve como exemplo de tais riscos, os dez fundos que obtiveram rentabilidade abaixo dos ativos de mercado.

Na amostragem estudada, foi possível identificar variadas categorias de investimento dos fundos imobiliários. Observou-se que os fundos imobiliários são criados para atender os mais diversos fins comerciais, desde shopping centers, até fábricas e edifícios empresariais. Neste âmbito, o ramo hoteleiro foi o que obteve melhor desempenho, seguido pelo ramo bancário, tendo o primeiro uma média de retorno mensal de 0,82% e o segundo de 0,79%.

Conclui-se que os fundos imobiliários podem trazer rentabilidades acima da encontrada em diversos ativos, porém, cabe ao investidor analisar se o risco que se está aceitando é compatível com o possível rendimento do fundo escolhido.

REFERÊNCIAS

ANDREZO, Andrea; LIMA, Iran. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Atlas, 2007.

ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE BANCOS DE INVESTIMENTO. Disponível em: <<http://www.anbid.com.br>>. Acesso em: 20 maio 2013.

BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 25 mar. 2013.

BREALEY, R.A.; MYERS, S.C. **Finanças Corporativas: Financiamento e Gestão de Risco**. São Paulo: Bookman, 2005.

COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. Disponível em <<http://www.cvm.com.br>>. Acesso em: 24 mar. 2013.

FUNDO IMOBILIÁRIO. Disponível em: <<http://www.fundoimobiliario.com.br>>. Acesso em: 10 mar. 2013.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. **Mercados Financeiros e Estratégias Corporativas**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

BRASIL. **Receita Federal**. Disponível em: <<http://www.receita.federal.gov.br>>. Acesso em: 15 jul. 2013.

REVISTA EXAME. Disponível em: <<http://www.exame.abril.com.br>>. Acesso em: 15 jun. 2013.