

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO

Luciano Wilhelmsen Michelena Moreno

FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO:
UM ESTUDO COMPARATIVO

Porto Alegre

2015

Luciano Wilhelmsen Michelena Moreno

**FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO:
UM ESTUDO COMPARATIVO**

**Trabalho de conclusão de curso de graduação
apresentado ao Departamento de Ciências
Administrativas da Universidade Federal do Rio
Grande do Sul, como requisito parcial para a
obtenção do grau de Bacharel em Administração.**

Orientador: Prof. Dr. José Eduardo Zdanowicz

Porto Alegre

2015

RESUMO

Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) são uma alternativa para o pequeno e médio investidor que deseja ingressar no mercado imobiliário. Isso porque a aplicação nesses fundos oferece diversas vantagens em relação à compra de um imóvel para aluguel, tradicional forma de investimento no Brasil. O trabalho visa estudar a rentabilidade dos dois maiores Fundos de Investimento Imobiliário listados na Bolsa de Valores brasileira, comparando os ganhos auferidos aos obtidos pela Renda Fixa e a média das ações negociadas em bolsa. Acresce-se que se realizou uma caracterização de ambos os fundos analisados, visando conhecer como se dá a gestão de seus investimentos e a distribuição de rendimentos periódica aos cotistas. Para sua realização foram coletados dados, na forma de questionário, com investidores e pessoas ligadas ao mercado financeiro. A pesquisa teve como intuito conhecer o nível de interesse e informação dos participantes sobre o mercado de FII.

PALAVRAS-CHAVE: Fundos de Investimento Imobiliário. Mercado de Capitais. Rentabilidade.

ABSTRACT

Real Estate Funds represents an alternative to investors who want to enter the real estate market, since investing in these funds offers several advantages over buying a property to rent, which configures a traditional way of investment in Brazil. This thesis focused on calculating the profitability of the two largest Real Estate Funds listed on the Brazilian Stock Exchange, comparing the gains of these funds to those obtained by the investments of Fixed Income and the average gain of the shares in Stock Market. This essay presents a characterization of both funds analyzed in order to know how the management of their investments works and how the distribution of the incomes to unitholders happens. Finally, it presents a data collection research with investors and people linked to the financial market that aimed to acknowledge the level of interest and information from participants on the Real Estate Funds Market.

KEY WORDS: Real Estate Funds. Capital Market. Profitability.

LISTA DE SIGLAS

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

API – Análise do Perfil do Investidor

BACEN – Banco Central do Brasil

BM&F Bovespa – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo

CRI – Certificados de Recebíveis Imobiliários

CTVM – Corretora de Títulos e Valores Mobiliários

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DTVM – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários

FII – Fundo(s) de Investimento Imobiliário

Ifix – Índice de Fundos Imobiliários BM&F Bovespa

LCI – Letras de Crédito Imobiliário

LH – Letras Hipotecárias

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	6
1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	7
1.2 JUSTIFICATIVAS.....	9
1.3 OBJETIVOS	10
1.3.1 Objetivo Geral	11
1.3.2 Objetivos Específicos	11
1.4 METODOLOGIA	11
2 O MERCADO FINANCEIRO	14
3 REVISÃO TEÓRICA	19
3.1 INVESTIMENTO	20
3.2 FUNDOS DE INVESTIMENTO	24
3.3 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	27
3.3.1 Funcionamento dos FII	28
3.3.2 Vantagens e Riscos da Aplicação em FII	31
3.3.3 Mercado de Fundos de Investimento Imobiliário	33
4 DESENVOLVIMENTO	36
4.1 CARACTERIZAÇÃO DOS FUNDOS	37
4.1.1 FII BC Fund	37
4.1.2 FII Kinea Renda Imobiliária	41
4.2 ANÁLISE DE RENTABILIDADE.....	44
4.3 ANÁLISE DO QUESTIONÁRIO	48
CONCLUSÕES	53
REFERÊNCIAS	55
GLOSSÁRIO	59
APÊNDICE A – PESQUISA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO	64

1 INTRODUÇÃO

O investimento em imóveis é tradicionalmente realizado no Brasil, para proteger o patrimônio dos efeitos da inflação e auferir ganhos de capitais com a valorização do ativo e os rendimentos provenientes dos aluguéis. Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) são uma alternativa viável para o pequeno e médio investidor que deseja ingressar no mercado imobiliário, uma vez que a aplicação nesses fundos proporciona diversas vantagens em relação à compra de um imóvel para aluguel.

Foram estudadas as principais características dos dois maiores Fundos de Investimento Imobiliário listados na bolsa de valores brasileira. O trabalho aborda os principais ativos nos quais os fundos aplicam o capital acumulado e como se dá a política de distribuição dos rendimentos provenientes dos aluguéis dos imóveis. Após, realizou-se a avaliação de suas rentabilidades.

Na análise desenvolvida, a aplicação de capital nos FII é reconhecida como uma alternativa rentável em comparação ao investimento em Renda Fixa e à Bolsa de Valores. No estudo, foram comparadas as rentabilidades auferidas por diferentes aplicações para o período compreendido entre 30 de dezembro de 2010 e 31 de julho de 2015, e os FII analisados geraram um retorno maior ao investidor do que outros investimentos.

Os dados e informações utilizados para análise dos fundos de investimento estudados foram coletados junto à Bolsa de Valores e aos relatórios de gestão dos próprios fundos, assim como dados secundários da pesquisa. O trabalho também buscou coletar dados primários. O objetivo foi avaliar a relação de investidores, potenciais investidores e pessoas que atuam no mercado financeiro com os FII, portanto foi desenvolvida uma pesquisa através de questionário. As respostas recebidas serviram para levantar dados sobre o nível de interesse e a informação dos participantes sobre esses produtos do mercado.

A fim de atingir aos objetivos propostos, o trabalho está estruturado da seguinte forma: o primeiro capítulo apresenta a definição do problema de pesquisa, as justificativas, a redação dos objetivos geral e específicos e a metodologia empregada. O segundo capítulo procura contextualizar o assunto, ou seja, relaciona os principais conceitos, objetivos e características do mercado financeiro. O terceiro

capítulo apresenta a revisão teórica, abordando os tópicos sobre investimento, fundos de investimento e fundos de investimento imobiliário. O quarto capítulo expõe o desenvolvimento do trabalho, com a caracterização dos fundos analisados e avaliação de suas rentabilidades e a análise das respostas ao questionário aplicado; seguido pelas conclusões do trabalho.

1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

O mercado de investimentos brasileiro tem bom potencial de crescimento, considerando o aumento do número de investidores cadastrados na Bolsa de Valores que ocorreu no final da década passada. Esse potencial pode ser explicado pelo fato do brasileiro ter pouco acesso e/ou conhecimento acerca de variadas alternativas de investimento disponíveis.

O pequeno investidor costuma aplicar em renda fixa, com destaque para a caderneta de poupança, que possui liquidez imediata e é acessível para depósitos de pequenos valores. Porém, o crescimento que o mercado financeiro brasileiro experimentou recentemente reflete um maior interesse e conhecimento da população em relação aos diferentes tipos de ativos disponíveis, ou ainda uma preocupação crescente em obter ganhos acima da inflação.

O cenário macroeconômico brasileiro predominante na década passada – de queda da taxa básica de juros, crescimento econômico e aumento da classe média – pode ser apontado como impulsionador do mercado imobiliário no país, com a valorização de aluguéis e dos preços de imóveis residenciais e comerciais. O setor imobiliário tornou-se uma alternativa de investimento em relação ao mercado de capitais, e, nesse contexto, os Fundos de Investimentos Imobiliários começaram a ganhar destaque no ano de 2008.

Os FII foram regulamentados no Brasil em 1993, através da Lei nº. 8668/93. O primeiro fundo constituído no país foi o Fundo de Investimento Imobiliário Brasil, da Mercúrio S.A. DTVM, e data de janeiro de 1995. Até o ano de 1999, a oferta desses fundos era voltada para grandes investidores institucionais, entre eles os fundos de pensão, empresas construtoras e incorporadoras. A situação começou a mudar com o lançamento do Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio

Higienópolis em dezembro de 1999, o primeiro dirigido ao pequeno e médio investidor.

Destaca-se o aumento dos números de fundos de investimento imobiliário e de negócios de cotas de FII no mercado de capitais, conforme o Guia do Investidor da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), de 2012. Isso pode ser comprovado com os dados publicados no Relatório Mensal da Bolsa de Valores brasileira. Em 2009, primeiro ano de vigência da Instrução CVM nº. 472/08, que regula as atividades desses fundos, havia 83 fundos, com um Patrimônio Líquido total de 4,5 bilhões de reais. Em julho de 2015, os FII registrados na BM&F Bovespa somavam 260, e o Patrimônio Líquido superava os 37 bilhões de reais¹.

No *síte* da bolsa brasileira existem dois caminhos para se investir em fundos imobiliários: comprando cotas nas distribuições públicas ou no mercado secundário. As distribuições públicas são realizadas pelo emissor do fundo e, como ele é constituído na forma de condomínio fechado, existe uma data limite para entrada. Uma vez reunidos os recursos mínimos definidos no prospecto, ocorre o lançamento do fundo. Para investir em um fundo já constituído, compra-se cotas no mercado secundário, de forma semelhante ao mercado de ações. Em ambos os modos, a compra é efetuada por meio de uma corretora autorizada junto à BM&F Bovespa.

Conforme o Guia do Investidor (2012), o investimento em imóveis é culturalmente bem visto pelos brasileiros. Isto se dá, porque o investimento em imóveis foi uma forma de se proteger o capital, por meio de um ativo tangível (físico), da inflação elevada que assolava a economia nacional. Hoje, o mercado imobiliário ainda se apresenta como alternativa de investimento, porém o alto valor necessário para a compra de um imóvel segue como uma barreira de entrada aos investidores menores. O investidor em imóveis pode auferir lucros com a valorização do ativo ao longo do tempo, como ocorre também com o imóvel comprado para fins de residência, ou com a renda proveniente do aluguel para terceiros.

Os FII são atrativos aos investidores pessoas físicas que desejam entrar no mercado de investimentos imobiliários, uma vez que possibilitam aplicações de valores baixos para este setor (alguns fundos foram lançados com aplicações iniciais mínimas de R\$ 1.000,00). Também, os FII são caracterizados pela geração de renda

¹ Os dados para o ano de 2015 são referentes à consulta realizada junto ao Boletim Mensal do Mercado Imobiliário de julho de 2015, publicado pela BM&F Bovespa, cujos dados foram atualizados até a data de 31/07/2015.

recorrente e por oferecerem uma dupla rentabilidade, proveniente dos aluguéis e da valorização das cotas dos fundos, e por seus rendimentos serem isentos de Imposto de Renda, observadas certas condições que são exploradas na revisão teórica.

No *site* da BM&F Bovespa, estão listadas algumas das principais vantagens atribuídas aos FII, destacando-se as diferenças em relação ao investimento tradicional em imóveis (não realizado através do mercado financeiro). Assim, indica-se este investimento a quem deseja entrar no mercado imobiliário sem precisar:

- a) desembolsar todo o valor exigido para a compra de um ativo dessa natureza;
- b) concentrar todos os recursos em um único ativo;
- c) gerenciar um imóvel, ou seja, acompanhar obras, gerir inquilinos, cuidar de manutenção, pagar impostos, etc.

O Guia da CVM (2012) destaca que, pela ligação com o setor imobiliário, os fundos podem ser percebidos erroneamente como investimentos sem riscos. Nestas condições, o presente trabalho preocupa-se em apresentar as vantagens desse produto do mercado de capitais, bem como abordar relações do tipo risco e retorno, inerentes a qualquer tipo de investimento.

O trabalho pretende avaliar as capacidades de retorno dos principais fundos de investimento imobiliário para o pequeno e médio investidor, comparando os resultados obtidos entre eles e com os *benchmarks* do mercado. Com isso, espera-se responder ao seguinte questionamento: qual é a rentabilidade dos dois principais Fundos de Investimento Imobiliário listados na Bolsa de Valores Brasileira?

1.2 JUSTIFICATIVAS

O presente trabalho visa obter dados e informações sobre este nicho do mercado de capitais, avaliando os investimentos em FII e auxiliar os pequenos e médios investidores pessoas físicas interessados em diversificar suas aplicações financeiras.

Uma vez que o mercado financeiro brasileiro passou por uma forte expansão nos últimos anos, com o aumento do número de pessoas que aplicam em fundos de investimentos e na bolsa de valores, faz-se cada vez mais necessário expandir as discussões sobre o tema, pesquisando-se sobre os diferentes produtos ofertados.

Acresce-se que os FII são pouco abordados em trabalhos acadêmicos, fato que incentiva os pesquisadores a aplicarem seus conhecimentos, buscando por resultados que venham a oferecer maior rentabilidade e metodologia de escolha mais adequada para um investidor aplicar nos referidos fundos.

O trabalho tem grande valor para a Ciência da Administração, pois aborda os FII em suas especificações. Ao trazer conceitos relacionados ao tema de forma precisa, focando na questão da rentabilidade de investimentos, espera-se deixar uma contribuição para possíveis investidores e demais interessados.

O estudo reveste-se de grande relevância para a formação do acadêmico. Além de compor o seu trabalho de conclusão do curso de graduação em Administração, adquiriu conhecimentos que serão importantes tanto para seus investimentos pessoais, quanto para aprofundamento em uma área que desperta interesse de seguir uma carreira profissional.

1.3 OBJETIVOS

A determinação dos objetivos da pesquisa é parte fundamental na elaboração do estudo científico, pois esses definem o que deve ser realizado no trabalho acadêmico, bem como aquilo que se pretende pesquisar. O enunciado dos objetivos do trabalho ajuda a identificar o seu foco central, evitando assim a coleta de dados que não sejam estritamente necessários para o estudo, além de organizá-lo em partes claramente definidas.

Segundo Roesch (2009), o objetivo geral atua como medida indicadora do sucesso da pesquisa, uma vez que a avaliação do trabalho fica comprometida se os objetivos não forem alcançados. Para a autora, os objetivos específicos servem como meio de entendimento e visualização das etapas a serem cumpridas no trabalho.

O objetivo geral define o propósito do estudo, derivando da pergunta central, enquanto os específicos fazem um detalhamento do objetivo geral, sendo sua decomposição em uma sequência lógica. Assim, estes itens pretendem nortear as ações propostas no trabalho.

1.3.1 Objetivo Geral

Avaliar a rentabilidade apresentada pelos dois principais FII listados na bolsa brasileira.

1.3.2 Objetivos Específicos

Os objetivos específicos do trabalho detalham o objetivo geral e são compostos pelas seguintes ações, propostas abaixo:

- a) analisar as rentabilidades obtidas pelos dois principais FII componentes da carteira do Ifix;
- b) comparar os ganhos obtidos pelos investidores nesses FII entre eles e com *benchmarks* do mercado financeiro;
- c) conhecer as características destes FII;
- d) conhecer o nível de interesse e informação de investidores acerca do mercado de FII.

Os objetivos geral e específicos são os norteadores do desenvolvimento do trabalho. Na conclusão, ocorre a exposição quanto à realização ou não desses objetivos, o que define o sucesso da pesquisa.

1.4 METODOLOGIA

Para proceder a análise das respectivas rentabilidades dos Fundos de Investimento Imobiliário, descreve-se como ocorreu, em um primeiro momento, a escolha dos referidos fundos.

O levantamento de fundos elegíveis se deu a partir da análise da carteira do Ifix, Índice de FII da BM&F Bovespa, abordado na revisão teórica. Isso porque tal índice elenca, para o período de composição de sua carteira, os fundos mais negociados e informa suas respectivas rentabilidades. Assim, foi possível escolher,

dentre esses fundos, os dois principais componentes do índice, que representaram maior participação percentual em sua carteira. Esses são os fundos de maior liquidez e maior volume total de negociação para o período, além de contarem com os maiores valores patrimoniais.

De posse dos dados referentes às rentabilidades dos fundos, procedeu-se a comparação dos ganhos de capital que seriam auferidos por um investidor que aplicou nos FII com os ganhos proporcionados por consagrados *benchmarks* do mercado financeiro. Para tanto, foram escolhidos o Ibovespa (índice representativo da rentabilidade da renda variável, da bolsa brasileira) e o CDI (usual *benchmark* dos produtos de investimento em renda fixa).

Os dados necessários para a referida comparação foram extraídos de relatórios e/ou boletins divulgados pela própria bolsa de valores e por instituições financeiras responsáveis pelos fundos que contém as informações a respeito dos *benchmarks* e dos FII analisados.

Os dados resultantes são apresentados na forma de tabelas ou gráficos, por proporcionarem uma fácil visualização do resultado obtido. Assim, a análise dos dados aparece na forma de texto seguida pela tabela ou figura representativa dos resultados dos números apresentados.

Mediante as análises comparativas das rentabilidades, pretende-se fazer um estudo não exaustivo de cada um dos FII escolhidos, a fim de conhecer suas principais características, informando seus focos de aplicação do patrimônio. Tais informações serão extraídas dos prospectos dos respectivos fundos, bem como de boletins e relatórios atualizados divulgados pelas suas instituições gestoras.

Na realização dos objetivos do trabalho foi utilizada uma pesquisa na forma de questionário. Essa ferramenta permite que sejam obtidos dados e informações sobre características, ações e opiniões de um determinado grupo de pessoas. Através desse instrumento de pesquisa, portanto, foram levantados dados acerca do interesse e do nível de conhecimento de investidores, potenciais investidores e pessoas que atuam no mercado de capitais sobre os FII.

Composto por 13 perguntas fechadas (após a fase de identificação do participante), o questionário se propôs a conhecer o perfil dos investidores e o modo como estes obtêm informações sobre o mercado de investimento. Buscou-se, também, avaliar se os investidores conhecem a forma como se dá o cálculo da rentabilidade de um FII e a questão do benefício tributário, além de angariar

considerações sobre estes fundos e sua relação com o mercado atual. O questionário completo consta no Apêndice A desse trabalho.

2 O MERCADO FINANCEIRO

O sistema financeiro é objeto de estudo da ciência econômica, uma vez que esta se preocupa com o estudo da alocação de recursos da economia. É o que ocorre quando os agentes econômicos são formadores de poupança, superavitários, consumindo menos recursos do que ganham; ou quando, por outro lado, consomem mais recursos do que obtêm, necessitando recorrer à poupança de terceiros, sendo chamados de agentes deficitários.

Publicação da CVM (2014) destaca que, para que um agente deficitário possa utilizar os recursos disponibilizados pelos entes superavitários para realizar suas decisões de consumo ou investimento, é preciso que esse fluxo de recursos seja viabilizado. O sistema financeiro é, portanto, parte importante de qualquer sociedade econômica moderna, sendo formado pelo conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores de recursos na economia.

Como o modelo tradicional de intermediação financeira não foi capaz de suprir todas as demandas existentes no mercado, ele sofreu um aprimoramento ao longo do tempo. Foram desenvolvidos novos ativos financeiros de características operacionais específicas, que formam, hoje, o que se convencionou chamar de mercados financeiros.

Segundo a CVM (2014), o sistema financeiro atual está segmentado em quatro grandes mercados. São eles: mercado monetário, mercado de crédito, mercado de câmbio e o mercado de capitais.

No mercado monetário ocorrem as transferências de recursos de curtíssimo prazo, por exemplo, as realizadas entre as próprias instituições financeiras ou entre elas e o Banco Central. É, então, um mercado utilizado basicamente para controle da liquidez da economia, no qual o Banco Central intervém para condução da política monetária.

No mercado de câmbio são realizadas as trocas de moedas estrangeiras por moeda nacional, sendo participantes todos os agentes que realizam transações com o exterior. Também é regulado e fiscalizado pelo Banco Central do Brasil, que dele participa para execução de sua política cambial.

O mercado de crédito é o segmento no qual as instituições financeiras captam recursos dos agentes superavitários e os emprestam aos agentes deficitários, sendo remuneradas pela diferença entre o custo de captação e o que cobram dos tomadores de recursos. As instituições financeiras participantes deste mercado tem como sua atividade a intermediação financeira propriamente dita.

No entanto, em alguns casos, o mercado de crédito é insuficiente para suprir as necessidades de financiamento dos agentes. Isso pode ocorrer, por exemplo, quando uma empresa necessita de um volume muito grande de recursos, superior ao que uma instituição apenas poderia emprestar. Pode acontecer de os custos de um empréstimo no mercado de crédito atingirem valores muito altos, pelo risco assumido pelas instituições financeiras ser grande. Essa situação ocorre, em geral, com investimentos produtivos de prazo mais longo, que envolvam valores maiores e, portanto, um maior risco ao credor. Como esse tipo de investimento é importante para o crescimento da economia, desenvolveu-se o Mercado de Capitais, ou o Mercado de Valores Mobiliários.

Nesse mercado, os agentes superavitários emprestam seus recursos diretamente aos agentes deficitários, tendo apenas a intermediação de instituições financeiras, que atuam como prestadoras de serviços, fazendo a estruturação das operações e distribuição dos valores mobiliários, por exemplo. A relação que ocorre é diferente daquela percebida no mercado de crédito, no qual as instituições financeiras captam recursos dos poupadores e emprestam aos tomadores, assumindo os riscos da operação.

No mercado de capitais, os investidores, ao emprestarem recursos diretamente às empresas, adquirem títulos, chamados valores mobiliários, que representam as condições estabelecidas no negócio. Podem ser títulos de dívida, como as debêntures, e aqui se estabelece uma relação de crédito entre as partes, ou podem ser títulos patrimoniais ou de capital, como as ações, através das quais os investidores se tornam sócios do negócio, com todos os direitos e deveres inerentes. Os investidores podem adquirir esses títulos de forma direta ou não. O investimento pode ocorrer indiretamente por meio de estruturas de investimento coletivo, que são os fundos ou clubes de investimento.

De acordo com CVM (2014), são participantes desse mercado os bancos de investimento, as corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, as entidades administradoras de mercado de bolsa e balcão, entre outros.

O mercado de capitais configura, para os investidores, uma alternativa às aplicações tradicionais em produtos oferecidos pelos bancos ou pelo Governo. Esses investidores esperam obter uma rentabilidade superior aos investimentos tradicionais, embora se submetam a um risco também superior.

Essa abordagem apresenta o Sistema Financeiro considerando sua função de alocação de recursos na economia, focando os segmentos que o compõem. A seguir, trata-se do Sistema Financeiro Nacional (SFN) em sua estrutura, abordando as instituições que dele fazem parte.

De acordo com o Banco Central do Brasil (BACEN), o Sistema Financeiro Nacional encontra-se subdividido em três níveis, sendo composto pelos órgãos normativos, as entidades supervisoras e os entes operadores do sistema, organizados de acordo com a Tabela 1, a seguir.

Tabela 1 - Composição do SFN

ORGÃOS NORMATIVOS	ENTIDADES SUPERVISORAS	OPERADORES			
Conselho Monetário Nacional - CMN	Banco Central do Brasil - Bacen	Instituições financeiras captadoras de depósitos à vista	Demais instituições financeiras Bancos de Câmbio	Outros intermediários financeiros e administradores de recursos de terceiros	
	Comissão de Valores Mobiliários - CVM	Bolsas de mercadorias e futuros	Bolsas de valores		
Conselho Nacional de Seguros Privados - CNSP	Superintendência de Seguros Privados - Susep	Resseguradores	Sociedades seguradoras	Sociedades de capitalização	Entidades abertas de previdência complementar
Conselho Nacional de Previdência Complementar - CNPC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC	Entidades fechadas de previdência complementar (fundos de pensão)			

Fonte: site do BACEN (outubro/2015)

Segundo a CVM (2014), os órgãos normativos são os responsáveis pela definição das políticas e diretrizes gerais do sistema financeiro, sem funções

executivas. Assim, o Conselho Monetário Nacional configura o órgão superior do Sistema Financeiro Nacional; o Conselho Nacional de Seguros Privados é o responsável pelas diretrizes dos segmentos de seguros, capitalização e previdência complementar aberta; e o Conselho Nacional de Previdência Complementar define as políticas dos fundos de previdência complementar fechados, que são os fundos de pensão.

As entidades supervisoras assumem diversas funções executivas, como a fiscalização das instituições sob sua responsabilidade, assim como funções normativas, com o intuito de regulamentar dispositivos legais ou normas editadas pelos órgãos normativos. São elas: o Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários, a Superintendência de Seguros Privados e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar.

Os operadores são as demais instituições, públicas ou privadas, envolvidas, seja diretamente ou como instituições auxiliares, nas atividades de captação, intermediação e aplicação dos recursos no sistema financeiro.

É importante destacar as atribuições da CVM, autarquia federal criada em 07 de dezembro de 1976 pela Lei nº. 6.385 com a responsabilidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de capitais no Brasil. Vinculada ao Ministério da Fazenda, possui personalidade jurídica e patrimônio próprios. É dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.

Entre as principais competências atribuídas à autarquia pela Lei, CVM (2014) destaca:

- i) Regulamentar as matérias expressamente previstas na Lei nº. 6385/76 (Lei da Sociedade por Ações);
- ii) Realizar atividades de credenciamento, registro e fiscalização de auditores independentes, administradores de carteiras, analistas e consultores de valores mobiliários, agentes autônomos, entre outros;
- iii) Fiscalizar e inspecionar as companhias abertas, os fundos de investimento e demais atividades e serviços do mercado de valores mobiliários;
- iv) Apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não-equitativas de administradores de companhias abertas e de quaisquer participantes do mercado de valores mobiliários, aplicando as penalidades previstas em Lei.

Também pelos termos da legislação, os objetivos da CVM são:

i) Estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; ii) Promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; iii) Assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; iv) Proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários, contra os atos ilegais de administradores e acionistas das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários e contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; v) Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; vi) Assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; vii) Assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; e viii) Assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional. (CVM, 2014)

A CVM conta com os meios materiais e institucionais, oferecidos pela Lei, necessários ao cumprimento de sua missão, sendo eles o poder normativo e o poder punitivo, através do qual permite a penalização de quem descumpra as normas baixadas pelo órgão ou de quem pratica atos fraudulentos no mercado.

Ainda, a atividade regulatória da CVM está baseada em um conjunto de princípios pelo qual se objetiva assegurar a eficiência e confiabilidade do mercado de capitais. Para ser eficiente, o mercado precisa ser livre, competitivo e informado, enquanto que, para ser confiável, deve haver adequada proteção e harmonização dos interesses de todos que nele realizam transações.

3 REVISÃO TEÓRICA

Conceitos e pressupostos relacionados ao tema, que serão imprescindíveis para a análise proposta por este trabalho, são apresentados nesta seção. Para realizar a revisão desses conceitos, foram pesquisadas as plataformas das bibliotecas digitais de universidades, buscando por teses, dissertações e trabalhos acadêmicos que abordassem os FII e alternativas de investimentos do mercado de capitais brasileiro. Como resultado, foram encontrados trabalhos que comparam diferentes fundos de investimentos e suas rentabilidades e riscos, abordando também o crescimento da bolsa de valores brasileira.

Kornalewski (2010) analisou os resultados obtidos por fundos de investimento em ações administrados pelos principais bancos de varejo do mercado brasileiro e disponíveis ao pequeno e médio investidor. Para tanto, comparou os desempenhos dos fundos para períodos do passado recente, utilizando os principais índices de comparação de desempenho conhecidos pelo mercado.

Os principais trabalhos encontrados que abordam os fundos de investimento imobiliário estão descritos, a seguir. Souza (2012) analisou o retorno proveniente de quatorze fundos de investimento imobiliário, no período de 2008 a 2012, comparando aos retornos proporcionados pelo setor de construção civil e pelo mercado como um todo. Como resultado, destaca que “pela baixa correlação entre os FII e diversos fatores do mercado, os resultados deste estudo sugerem que a aplicação em FII pode ser uma opção válida de diversificação da carteira de investimento”.

Franke (2012) realizou um estudo comparativo entre uma carteira de investimentos (formada apenas por FII), cinco diferentes fundos de investimento e três *benchmarks*, para o período de 2008 a 2011, englobando rentabilidade e riscos envolvidos nos investimentos. O estudo evidenciou que: os FII “são uma alternativa de investimento com rentabilidade elevada com riscos moderados, que podem ser minimizados através da estruturação de uma carteira de investimentos”.

Mota (2013) apresenta uma abordagem geral sobre o assunto, trazendo a história, desenvolvimento, características, tipos e comportamento dos FII. Ao abordar a rentabilidade auferida e o perfil dos investidores destes fundos, destaca os FII como alternativa de diversificação de investimentos.

Lucas (2008) analisou o retorno proporcionado pelos imóveis que compunham a carteira da Imobiliária Albert Imóveis, de Porto Alegre, em comparação com o retorno de FII (caracterizados aqui como uma alternativa ao investimento no setor imobiliário) e de indicadores como a taxa Selic e a poupança, identificando perfil e características dos imóveis mais rentáveis que compunham a amostra.

Neubarth (2012) buscou explorar os mecanismos de rentabilidade dos FII. Para tanto, realizou um estudo de caso no qual analisou a rentabilidade auferida pelo Fundo de Investimento Imobiliário Presidente Vargas, resultando que os FII apresentam um bom retorno frente a investimentos convencionais.

Manganotti (2014) analisou o desempenho dos FII em relação ao mercado financeiro e comparou o retorno obtido através dos fundos com o de investimentos em imóveis comerciais convencionais. Uma das evidências encontradas aponta que os imóveis convencionais e os fundos de investimentos imobiliários de renda não são significativamente correlacionados, sugerindo que: “os retornos dos imóveis físicos comerciais não são produtos substitutos dos retornos dos FII de renda”.

A seguir, são tratados os conceitos centrais para o desenvolvimento do trabalho. Parte-se de uma revisão acerca do conceito de investimento, que abrange os outros apresentados na sequência: os conceitos e características dos Fundos de Investimento e a abordagem específica sobre os Fundos de Investimento Imobiliário.

3.1 INVESTIMENTO

Investimento refere-se à compra de ativos financeiros, que são títulos financeiros tais como as ações de empresas, títulos de dívida do Governo e outros papéis, com o objetivo de repor o valor de compra da moeda perdido com a inflação ou colher um ganho de capital, obtido pela valorização do papel, no futuro.

A seguir, apresenta-se uma revisão não exaustiva do conceito de investimento, conforme abordado em estudos científicos publicados recentemente. Assim, são expostas características comuns a qualquer modalidade de investimento, como é o caso da relação entre risco e retorno.

Investimento, como definem Bodie, Kane e Marcus (2010) “é o comprometimento atual de dinheiro ou de outros recursos na expectativa de colher benefícios futuros”. Crestani (2011) destaca que o conceito de investimento está relacionado ao custo de oportunidade e ao valor do dinheiro no tempo, que são abordados, a seguir.

Para Crestani (2011), ao optarmos por um investimento específico, abrimos mão de alocar os recursos em outras áreas, e, assim, estamos renunciando às possíveis receitas que esses recursos poderiam gerar se fossem utilizados em outro projeto. As receitas renunciadas devem ser encaradas também como custo e são chamadas de custo de oportunidade, que deve sempre ser levado em consideração ao se efetuar os estudos de viabilidade de investimentos.

Crestani (2011) afirma que o valor do dinheiro no tempo está diretamente relacionado à acessibilidade ao recurso, ao bem-estar que a disponibilidade de capital no presente trás, sendo maior do que o bem-estar de se obter recursos para prazos mais longos. Segundo o autor: “ao abrimos mão de satisfazer nossas vontades hoje, se exige um ganho adicional futuro”. A este ganho adicional exigido pela não utilização do recurso hoje damos o nome de prêmio, que configura a taxa de retorno do investimento.

Neubarth (2012) destaca algumas características que devem ser observadas pelo investidor para que se obtenha sucesso na aplicação do capital. Uma delas é o prazo, já que alguns investimentos do mercado possuem um tempo mínimo de alocação do recurso. Conforme exemplifica, se o investidor realizar uma aplicação com prazo mínimo de um ano e precisar retirar os recursos antes do final deste período ele terá perdas, seja por arcar com taxas de antecipação, seja por acabar desaplicando outros investimentos. Para alguns produtos do mercado de capitais, o prazo do investimento pode trazer diferenças na incidência do imposto sobre a renda auferida.

Também relacionado ao resgate do valor investido, caso se faça necessário, temos o conceito de liquidez. Segundo Pinheiro (2009), liquidez é: “a facilidade, entendida tanto em termos de rapidez como de certeza na recuperação do valor nominal aplicado, com que o investidor possa obter os recursos investidos no ativo”. Neubarth (2012) complementa o conceito, afirmando que: “o termo é utilizado para medir a certeza de que o ativo tratado pode ser transformado em outro bem ou

ativo”. Assim, um ativo com alta liquidez é aquele que pode ser vendido rapidamente e sem prejuízo do valor aplicado.

É interessante destacar que o conceito de liquidez e o prazo do investimento estão fortemente relacionados. Como no exemplo acima exposto, um produto de investimento que possui um período mínimo de aplicação por um ano tem liquidez menor do que um papel que não possua prazo mínimo.

Neubarth (2012) atenta para a rentabilidade do investimento, que é definida, segundo Piazza (2010) *apud* Neubarth, como: “a taxa de retorno de um investimento, expressa em termos percentuais”. Pinheiro (2009) define rentabilidade como “a capacidade de o ativo produzir juros ou outros rendimentos para o adquirente como pagamento de sua cessão de fundos e sua assunção de riscos ao longo de um período de tempo determinado”. Neubarth (2012) complementa o conceito, destacando que a rentabilidade é o que podemos obter de lucro ou prejuízo ao fim do prazo do investimento, podendo ser positiva ou negativa.

Outra característica recorrentemente destacada na bibliografia sobre o tema é o risco. Conforme Neubarth (2012), este é definido como a possibilidade de ocorrer algo que possa por em risco uma aplicação. Para Crestani (2011), o risco é “a incerteza do recebimento do valor comprometido”. Para Pinheiro (2009), pode ser entendido como “a variabilidade ou instabilidade na rentabilidade esperada ou a possibilidade de que o emissor descumpra com o pactuado”. De acordo com esse autor, o risco depende de um conjunto de variáveis relacionadas com o emissor do produto financeiro, o comportamento do mercado como um todo e outros fatores diversos.

Aqui, cabe salientar a relação entre as variáveis risco e retorno, que se aplica aos investimentos financeiros. É apontado que as duas variáveis são diretamente relacionadas, pois quanto maior o risco de uma aplicação financeira, maior deve ser o retorno oferecido para que esta se torne atrativa. Assim, os papéis de menor risco são também os que proporcionam o menor retorno, a menor rentabilidade, ao investidor.

Todas as características destacadas estão presentes em estudos de viabilidade e de tipos de investimentos. Deste modo, este trabalho se esforça em apresentar sua relação com os produtos do mercado de capitais analisados.

Crestani (2011) afirma que cabe aos investidores a atribuição de definir aonde e que parcela dos recursos será alocada para cada alternativa de investimento.

Assim, para que se obtenha sucesso em uma aplicação, se faz necessário o conhecimento das diversas opções disponíveis, e as decisões devem ser tomadas de acordo com o perfil do investidor e as características dos investimentos.

O *site* da bolsa de valores brasileira traz uma seção voltada aos investidores, sejam eles investidores iniciantes ou experientes, com diversas informações sobre os mais diferentes produtos disponíveis no mercado de capitais. Em uma aba voltada ao aprendizado sobre o mercado, o *site* oferece cursos sobre finanças pessoais e os diferentes produtos (entre eles, os FII, ações, produtos de renda fixa, e outros), além de tutoriais sobre como investir, na forma de passo-a-passo. É possível também acessar conteúdos voltados ao público já familiarizado com o mercado, que deseja ampliar seus conhecimentos. Para tanto, é disponibilizado o acesso ao *site* do Instituto Educacional BM&F Bovespa, que oferece cursos nas diferentes áreas de atuação e para os diversos níveis de conhecimento

A Análise do Perfil do Investidor (API), para Santander, é uma metodologia que tem o objetivo de ajudar o investidor a: “identificar o seu perfil e verificar a adequação de seus investimentos em relação a seus objetivos, situação financeira e conhecimento sobre os produtos de investimentos”, conforme regulamentação da CVM. A análise consiste de um questionário que objetiva, assim, a adequação da carteira de investimentos do cliente aos seus objetivos, tolerância a riscos e horizonte de prazo.

Os três perfis, classificados em ordem crescente de tolerância a riscos, são: o conservador, o moderado e o arrojado. O investidor conservador é aquele que objetiva preservar seu capital, enquanto o moderado é disposto a correr algum risco ao buscar um retorno diferenciado no médio prazo e o arrojado é aquele disposto a aceitar possíveis oscilações dos mercados de riscos (e, com elas, possíveis perdas) na busca por retornos diferenciados no longo prazo.

O mercado de capitais atual apresenta uma grande variedade de produtos de investimento, com suas diferentes características, tendo em comum aquelas citadas nesta seção. Porém, a análise deste trabalho recai sobre um tipo específico de investimento, abordado em maiores detalhes a seguir.

3.2 FUNDOS DE INVESTIMENTO

Neste item, apresenta-se uma modalidade de investimento de bastante popularidade entre os pequenos e médios investidores interessados no mercado de capitais. A popularização da aplicação via fundos de investimento se dá em grande parte pela oferta destes produtos através dos grandes bancos de varejo do mercado brasileiro, alcançando grande parcela dos potenciais investidores. Hoje em dia apresentam-se diferentes tipos de fundos de investimentos, que alocam o capital levantado nas mais diversas áreas, visando atender os diferentes perfis de investidores, e os fundos de investimento imobiliário é apenas um deles. Ainda assim, as diferentes modalidades de fundos apresentam algumas características em comum, que são retomadas, a seguir.

Fortuna (2011) conceitua o fundo de investimento como uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado a aplicação em títulos e valores mobiliários, assim como em outros ativos disponíveis no mercado, observadas as disposições gerais e específicas da constituição de sua carteira e sua classificação.

Para Franke (2012), a principal característica dos fundos de investimento é a ideia de aplicação em conjunto. Isto porque a soma dos recursos dos investidores participantes permite que se tenha um maior poder de barganha no mercado pelo montante final do capital, obtendo-se, assim, preços e taxas melhores para a remuneração dos investimentos.

Os fundos de investimento são divididos em cotas, que representam a fatia de cada investidor no seu patrimônio. Assim, cotista é todo aquele que possui pelo menos uma cota do fundo. Franke (2012) afirma que a variação do valor da cota no mercado é representativa da rentabilidade da carteira de ativos do fundo e, dessa forma, o investidor pode ter uma ideia de como tem sido o desempenho do fundo ao acompanhar a evolução do preço de suas cotas.

Neubarth (2012) destaca que os fundos de investimento são ideais para pessoas que não dispõem de grandes somas em dinheiro para aplicação e/ou que não possuem tempo para cuidar de outras formas de aplicação, que necessitariam de maior estudo e acompanhamento do mercado. Como aplicam o capital em ativos

especificados pelos prospectos dos fundos, o cotista sabe em que tipo de bem ou ativo o seu dinheiro está sendo investido.

Kornalewski (2010) apresenta classificações que se aplicam aos diversos fundos de investimento. Segundo o autor, os fundos podem ser abertos ou fechados. Os fundos abertos são caracterizados por aceitarem investidores em geral, sem limitação de capital, e os cotistas tem liberdade para entrar ou sair do fundo quando bem entenderem. Assim, o número de cotas destes fundos varia constantemente. Já os fundos constituídos sob a forma de condomínio fechado restringem a entrada de novos investidores e o aumento da participação dos atuais cotistas ou suas solicitações de resgate. Desta forma, a alternativa para um cotista de um fundo fechado que deseja sair do condomínio é a venda de suas cotas para terceiros, no mercado secundário.

Há também a classificação em duas vertentes, os fundos de renda fixa ou de renda variável, que oportuniza a existência da grande variedade de tipos de fundos disponíveis no mercado, atualmente. Para Franke (2012), os fundos de renda variável são assim classificados, pois investem em títulos ou ativos cuja taxa de retorno é variável, como ações, por exemplo. Os fundos de renda fixa são aqueles que realizam investimentos em títulos de renda fixa oferecidos pelo mercado, que possuem taxa de retorno pré ou pós-fixada, como diversos títulos públicos, os Certificados de Depósito Bancário (CDB), debêntures, entre outros.

Conforme Kornalewski (2010), um fundo de investimento será formado por uma estrutura que será administrada por uma pessoa jurídica, autorizada pela CVM (que regula as operações e fiscaliza os intermediários financeiros que operam no mercado de capitais) para o exercício profissional da gestão da carteira de investimentos.

Franke (2012) destaca as diferentes partes envolvidas na estruturação e administração de um fundo de investimento, caracterizando quatro importantes figuras ou entidades: o administrador, o gestor, o custodiante e o distribuidor. Segundo o autor, cabem ao administrador as obrigações administrativas, legais e operacionais do fundo, assim como a responsabilidade pela relação com os cotistas.

O gestor é responsável pela política de investimentos do fundo e composição de sua carteira, ao decidir quais ativos serão adquiridos, quando e suas quantidades, considerando as variáveis do mercado e os riscos que envolvem as operações. Franke (2012) destaca a importância do gestor nos fundos de gestão

ativa – aqueles que têm como objetivo obter um retorno superior ao *benchmark* –, pois ele será encarregado de buscar retornos superiores aos proporcionados pela gestão passiva.

A figura responsável pela guarda, pelo registro e pela liquidação dos ativos que compõem o Patrimônio Líquido do fundo é chamada de custodiante. O distribuidor é responsável pela “venda” do fundo, a captação de recursos, que tem o objetivo de angariar os valores, junto ao potencial público investidor, para utilização pelo gestor para a composição da carteira do fundo.

Franke (2012) trata também dos custos geralmente envolvidos na gestão de um fundo de investimento, afirmando que eles variam de acordo com a natureza do mesmo. O autor destaca que fundos de gestão ativa apresentam custos maiores que os de gestão passiva. Fundos de renda fixa possuem custos operacionais menores se comparados aos fundos de renda variável, uma vez que estes últimos exigem maiores esforços da equipe de gestão, em termos de acompanhamento do mercado.

Os custos são pagos pelos cotistas na forma de taxas que, segundo Franke (2012), também remuneram o trabalho do administrador e demais pessoas envolvidas. As diferentes taxas cobradas são descritas a seguir, conforme Kornalewski (2012).

A taxa de administração remunera o administrador, gestor e distribuidor pela prestação do serviço, e é informada pelo regulamento do fundo. É expressa em percentual ao ano; incide sobre o patrimônio do fundo; é provisionada diariamente, ou seja, o valor da cota divulgado diariamente já é líquido, deduzida a taxa de administração; e é cobrada independentemente do desempenho do fundo, seja positivo ou negativo.

A taxa de *performance* é determinada pelo regulamento do fundo, sendo cobrada quando o gestor superar o *benchmark* estabelecido. O regulamento definirá o parâmetro ou índice usado para comparação e a taxa em percentuais que incidirá sobre a diferença positiva entre o desempenho do fundo e a variação do índice. O ciclo de cobrança desta taxa não pode ser inferior a seis meses, porque assim o gestor deve ser consistentemente competente para atingir a meta em um ciclo com esta duração.

Algumas instituições cobram taxas de entrada e de saída para seus fundos de investimento, o que não é muito comum no Brasil. A taxa de saída pode ser utilizada como estratégia para sejam mantidas, ao menos por um certo período de tempo, as

aplicações dos cotistas, segundo Franke (2012), sendo cobrada apenas se o resgate for efetuado antes do período mínimo determinado.

Kornalewski (2012) ainda elenca algumas das principais despesas ou encargos dos fundos de investimento, sendo elas: taxas, impostos ou contribuições que recaiam sobre bens, direitos e obrigações dos fundos; despesas com registro de documentos e com correspondências; emolumentos e comissões pagas por operações do fundo e despesas com custódia e liquidação de operações com títulos e valores mobiliários; além de honorários de auditores independentes e advogados.

3.3 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

Os conceitos e as características que englobam os fundos que compõe esse estudo são abordados, a seguir. Trata-se do conceito de Fundo de Investimento Imobiliário, suas classificações mais recorrentes, seu funcionamento regular, as vantagens e principais riscos envolvidos em suas aplicações, e aborda-se o índice criado com a finalidade de ser referência ao setor.

Os FII, segundo ANBIMA (2014), são: “a comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários”. Conforme Manganotti (2014), são considerados empreendimentos imobiliários: a construção de imóveis, locação, arrendamento, alienação, ou aquisição de imóveis prontos. Também são objeto de aplicação dos fundos de investimento imobiliário os ativos lastreados em crédito, como as ações de companhias do setor imobiliário, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e Letras Hipotecárias (LH).

Mota (2013) apresenta a classificação dos FII baseada na classe de ativo predominante no portfólio do fundo, de acordo com ANBIMA. Conforme este critério, os fundos podem ser classificados em quatro categorias: imóvel, renda fixa, renda variável e multiclasse; estas são abordadas, a seguir.

- a) Imóvel – fundos com política de investimento voltada para bens imóveis, em fase de desenvolvimento, incorporação ou construção, ou imóveis acabados, ocupados ou não, em pleno funcionamento ou não. Também

inclui investimento em Sociedades de Propósito Específico detentora de direitos reais ou aquisitivos de bens imóveis.

- b) Renda Fixa – fundos que priorizam o investimento em: títulos registrados na CVM, como debêntures e notas promissórias; certificados de recebíveis imobiliários; letras hipotecárias; e letras de crédito imobiliário.
- c) Renda Variável – fundos que investem em: títulos registrados na CVM, tais como ações e cotas de fundos de investimento; ações ou cotas de Sociedades de Propósito Específico; cotas de Fundos de Investimento em Participações; cotas de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário; cotas de outros FII; cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios;
- d) Multiclasse: fundos cuja política de investimento combine duas ou mais classes de ativos descritas.

Fortuna (2011) destaca que os FII são aplicações que apresentam a segurança de um investimento em imóveis aliada à liquidez de um título mobiliário. Para Neubarth (2012), os FII atendem aos requisitos de quem procura investir em fundos de investimento e também se adaptam àqueles poupadores que acreditam que imóveis são uma maneira de obter segurança e rentabilidade em seus investimentos.

Assim, os FII apresentam-se como uma ótima alternativa para o investidor que deseja diversificar os seus investimentos. Destaca-se a capacidade destes fundos de gerar ao cotista uma dupla rentabilidade, abordada na sequência, entre outras características.

3.3.1 Funcionamento dos FII

O funcionamento dos FII ocorre com base nas características apresentadas a seguir, destacando-se aquelas que são válidas para a totalidade destes fundos e que afetam a forma como se dá a aplicação neste produto do mercado financeiro.

Segundo Fortuna (2011),

“a administração do fundo, de acordo com sua regulamentação, ficará a cargo exclusivamente dos bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira comercial, de investimento ou de crédito imobiliário, bancos de investimento, sociedades de crédito imobiliário, CTVM [Corretora de Títulos e Valores Imobiliários], DTVM [Distribuidora de Títulos e Valores Imobiliários], companhias hipotecárias ou a Caixa Econômica”.

Este autor destaca uma das características básicas desses fundos: eles são constituídos na forma de condomínios fechados e, assim, não existe o resgate de suas cotas. Para o investidor transformar suas cotas em dinheiro, estas devem ser negociadas no mercado secundário, da mesma forma que é negociada uma ação.

O resgate ocorre apenas em caso de liquidação do fundo deliberada pela assembleia geral de cotistas ou no término do prazo de duração dos fundos que funcionem com prazo determinado, sendo que, na maioria dos casos, os FII funcionam com prazo indeterminado. Em se tratando da primeira distribuição de cotas, a liquidação do fundo ocorrerá caso o valor mínimo a ser subscrito não seja atingido. Na liquidação do fundo, o administrador promove o cancelamento do registro do fundo encaminhando à CVM a documentação pertinente, após a partilha do ativo.

O conceito de condomínio fechado nos leva a abordar a liquidez das cotas dos fundos imobiliários. Segundo Neubarth (2012), a liquidez é variável de um fundo para outro e, na maioria dos casos, os fundos que apresentam maior rentabilidade também apresentam uma liquidez maior. Isto porque uma aplicação que oferece maior retorno recebe maior interesse de outros aplicadores através do mercado secundário. No mesmo sentido, um fundo com baixa rentabilidade terá menor interesse de investidores no mercado secundário, apresentando, assim, menor liquidez.

Neubarth (2012) destaca a dupla rentabilidade oferecida pelos FII: esta ocorre através da valorização da cota no mercado e pela distribuição regular de rendimentos. A valorização das cotas do fundo é fruto, principalmente, da valorização dos imóveis que compõem o patrimônio do fundo. Porém, esta rentabilidade só é percebida no momento da venda das cotas no mercado secundário, quando os lucros são realizados.

Na distribuição de rendimentos, as receitas dos imóveis, que são os ganhos gerados pela renda dos aluguéis, são distribuídas aos cotistas. Do montante que o fundo recebe no mês são deduzidas as despesas do período e o restante é dividido proporcionalmente entre os cotistas. Conforme destaca Manganotti (2014), os FII são obrigados a distribuir aos seus cotistas, no mínimo, 95% dos lucros auferidos a cada seis meses, porém os fundos brasileiros costumam distribuir os dividendos mensalmente.

Segundo Manganotti (2014), por meio da Lei nº. 11.196/05, os rendimentos distribuídos pelos FII negociados na bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado são isentos do imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas. Para tanto, é necessário que o fundo apresente pelo menos 50 cotistas e o cotista beneficiado não pode possuir 10% ou mais das cotas emitidas ou cotas que deem direito a recebimento de mais de 10% dos rendimentos distribuídos pelo fundo. Estas condições se aplicam para os valores recebidos mensalmente a título de rendimento, apenas. Os eventuais ganhos de capital, como na negociação das cotas no mercado secundário, estão sujeitos à incidência de imposto à alíquota de 20% da renda.

O Guia do Investidor da CVM (2012) destaca que para negociar as cotas dos FII em bolsa ou em mercado organizado, o investidor paga taxas de corretagem e os emolumentos, da mesma forma que ocorre nas negociações de ações. Assim como para outros valores mobiliários, pode haver a cobrança da taxa de custódia por parte da instituição responsável pela custódia das cotas do fundo. A taxa de administração remunera os serviços do administrador do fundo e deve ser expressa no regulamento do fundo, bem como a taxa de *performance*, quando houver. As duas taxas são debitadas do patrimônio do fundo, não sendo pagas diretamente pelo cotista. Outros encargos que são debitados do patrimônio do fundo são: impostos; despesas com Auditoria; gastos com registro para negociação das cotas; comissões pagas sobre compras e vendas de bens; gastos necessários à manutenção dos imóveis, entre outros.

As cotas de FII podem ser adquiridas via mercado primário ou secundário. Neubarth (2012) destaca que a vantagem de comprar cotas no mercado primário, ou seja, no momento da constituição do fundo, é auferir lucros com a possível valorização dos empreendimentos e a conseqüente valorização das cotas. Entretanto, ao comprar cotas no mercado secundário, com o fundo já constituído e

em operação, se obtém a vantagem do acesso ao desempenho do fundo até a data corrente.

Os conceitos aqui abordados são de grande importância para apresentação das principais características dos FII analisados por este trabalho. Isso porque os fundos estudados foram analisados quanto ao seu funcionamento, descrevendo-se desde sua constituição até suas rentabilidades. A seguir, apresenta-se as principais vantagens e riscos envolvidos no investimento em FII.

3.3.2 Vantagens e Riscos da Aplicação em FII

As vantagens percebidas pelos investidores em FII frente aos investimentos em imóveis para locação são destacadas por cada publicação referente ao assunto e cada instituição que oferece esta alternativa de investimento. Não obstante, os riscos a que estão expostos os investidores que aplicam nestes fundos também merecem atenção dos estudos realizados na área.

Manganotti (2014) elenca as principais vantagens da aplicação em imóveis através dos FII, de acordo com a CVM e BM&F Bovespa. Duas vantagens ao pequeno e médio investidor são relativas à acessibilidade ao mercado imobiliário (uma vez que a compra de um imóvel necessita de um nível de capital elevado) e ao ganho de escala (pelos investidores terem acesso às condições oferecidas a grandes investidores, fora a possibilidade de se fracionar o investimento).

Outras vantagens percebidas pelo investidor em FII, destacadas pela autora, dizem respeito a:

- i) diversificação de portfólio, por ser mais uma opção de investimento e a pela possibilidade da carteira do fundo ser composta por diferentes tipos de imóveis; ii) flexibilidade, pois a gestão é realizada por uma administradora, sem preocupações com processos burocráticos, com baixo investimento inicial e maior liquidez; iii) retorno, pela dupla rentabilidade já citada, que envolve a valorização das cotas e a remuneração periódica do resultado auferido; iv) custos baixos, uma vez que oferecem taxas de administração atrativas e isenção de imposto de renda para os rendimentos mensais, observadas as condições citadas; v) transparência, por terem

negociações em plataformas eletrônicas e informações atualizadas divulgadas pela bolsa de valores, proporcionando segurança e transparência.

De acordo com o Guia do Investidor (2012), alguns riscos a que estão expostos os FII são os mesmos que afetam o mercado financeiro como um todo. Destacam-se os riscos de fatores macroeconômicos relevantes, incluindo variações nas taxas de juros, eventos de desvalorização da moeda e mudanças legislativas relevantes, como mudanças no tratamento tributário. Os riscos relativos ao mercado imobiliário do país também afetam os FII, sendo eles: o risco de redução na ocupação dos imóveis, a possibilidade de desvalorização dos imóveis, e mudanças na regulamentação do setor imobiliário brasileiro.

Os riscos para o investidor, relativos ao investimento no fundo, estão relacionados, segundo o Guia da CVM, à liquidez das cotas, pois este pode encontrar dificuldades no momento da venda no mercado secundário, e à possibilidade de prejuízos ou perdas da aplicação, uma vez que ficam sujeitos à volatilidade dos mercados de capitais e de imóveis, e não há garantias do administrador, gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Crédito.

Os prospectos publicados pelos fundos na ocasião dos lançamentos das ofertas públicas de cotas e seus regulamentos possuem, também, uma seção destinada a detalhar os fatores de risco aos interessados. Dentre eles, destacam-se: risco de oscilação do valor das cotas por marcação a mercado, que tem seu valor atualizado diariamente e contabilizado pelo preço de negociação no mercado secundário, podendo sofrer significativas oscilações; e riscos relativos à rentabilidade (possível queda na receita dos aluguéis, assim como o risco de vacância e inadimplência) e aos ativos do fundo (que podem sofrer riscos de desvalorização ou desapropriação).

Relacionados aos ativos dos fundos, principalmente os bens imóveis que compõe suas carteiras, os principais riscos incluem as condições de mercado da área de influência dos imóveis (que podem afetar os níveis de ocupação), incidentes que estão fora do controle dos fundos e que podem acarretar danos materiais (e que podem não estar cobertos por seguros) e o próprio risco de despesas extraordinárias relacionadas aos imóveis.

3.3.3 Mercado de Fundos de Investimento Imobiliário

No *site* da BM&F Bovespa, é possível acessar o Boletim do Mercado Imobiliário, publicado mensalmente, no qual são divulgados dados atualizados sobre o mercado de fundos imobiliários para o período. Os dados publicados compreendem: quantidades de ofertas públicas; número de fundos registrados; Patrimônio Líquido e valor de mercado; número de investidores; volumes anual e mensal de negociação; lista dos FII mais negociados no período e no ano; lista dos FII mais lucrativos no período; e, a variação do Índice de FII e os fundos que compõem sua carteira.

Criado em 2012, o Índice de Fundos Imobiliários BM&F Bovespa, o Ifix, segundo ANBIMA (2014), tem o objetivo de medir o desempenho de uma carteira composta por cotas de fundos imobiliários listados para negociação nos ambientes da bolsa ou balcão organizado da BM&F Bovespa.

O índice avalia o retorno total do investimento em cotas dos fundos que compõem sua carteira, pois reflete não apenas as variações do valor das cotas como também o impacto da distribuição dos rendimentos do fundo. Segundo o *site* da BM&F Bovespa, as cotas são selecionadas por sua liquidez e a carteira é ponderada por seu valor de mercado total. Deste modo, o Ifix constitui um *benchmark* para administradores, gestores e investidores em FII.

Os critérios para inclusão na carteira do índice estão assim descritos no *site* da Bovespa:

São incluídas, na carteira do índice, as cotas dos fundos que atenderem aos seguintes critérios, com base nos 12 meses anteriores:

- a) inclusão em uma relação de cotas cujos índices de negociabilidade somados representem 99% do valor acumulado de todos os índices individuais;
- b) participação em termos de presença em pregão igual ou superior a 60% no período.

Fundos imobiliários com menos de 12 meses de listagem somente são elegíveis se tiverem mais de seis meses de negociação e apresentarem, no mínimo, 60% de presença em pregão nos últimos seis meses do período de análise.

A base inicial do índice foi fixada em 1.000 pontos, para a data de 30 de dezembro de 2010. Sua maior pontuação, até a presente data, foi atingida em 04 de fevereiro de 2013, quando o índice chegou a 1.620,81 pontos. Até o momento do ano de 2015, a maior pontuação do índice foi de 1.479,86 pontos, datada de 16 de julho de 2015.²

Conforme dados do Boletim Mensal de julho de 2015, o mercado de FII no corrente ano registrava 9 ofertas públicas até o momento, que representaram um volume negociado total de R\$ 4,03 bilhões. O ano de 2012 foi o recordista em ofertas públicas, tendo registrado 49 novas ofertas, que movimentaram um volume de R\$ 14 bilhões.

Em 31 de julho de 2015, o Patrimônio Líquido dos fundos registrados alcançou R\$ 31,7 bilhões, enquanto o Valor de Mercado total estava em R\$ 26,5 bilhões. Também para esta data, foi registrado o número de investidores em FII, que era de 91.316, representando um aumento de 1,41% em relação ao mês anterior.

O Boletim Mensal do mês de julho de 2015 ainda informa que a rentabilidade do Índice para o mês de julho foi de 0,70%, para o ano de 2015 (até o mês de julho) foi de 7,19% e que a rentabilidade para os últimos doze meses (agosto de 2014 a julho de 2015) foi de 4,08%. Em comparação, o Índice IBOVESPA, principal *benchmark* da bolsa de valores, obteve durante os mesmos períodos a rentabilidade de -4,17% no mês de julho de 2015, 8,44% no ano de 2015 (janeiro até julho) e -17,01% para os últimos doze meses.

É importante ressaltar que, por compor uma média das rentabilidades obtidas pelos principais fundos negociados, o Ifix apresentará, em sua carteira, tanto os fundos de maior rentabilidade, quanto aqueles que não tiveram um performance tão positiva. O FII RB Capital General Shopping Sulacap, componente da carteira do índice para o mês de julho de 2015, por exemplo, apresenta, desde a sua oferta inicial, em agosto de 2011, uma variação negativa de 45,4% no valor de mercado de suas cotas. Esse fundo obteve, portanto, um retorno negativo para o período de funcionamento, apesar de ter distribuído, até o momento, rendimentos mensais equivalentes à 31,4% do valor inicial da cota.

Destaca-se também os dados referentes à participação por tipo de investidor neste mercado. Os dados da BM&F Bovespa de julho de 2015 registram que os

² Conforme consulta realizada em 26 de agosto de 2015 no *site* da BM&FBovespa, no qual os dados estão disponíveis ao público.

investidores pessoas físicas são responsáveis por 58,83% do volume negociado, enquanto investidores institucionais representaram 29,19% e as instituições financeiras movimentaram 8,47% do volume; investidores não residentes e outros registram o percentual restante. Em se tratando do volume em estoque ou depositado, os investidores pessoas físicas representam 77,16% e os investidores institucionais, 17,42% (as outras categorias registram o pequeno percentual restante). Estas informações confirmam o que o investimento em FII vem atraindo cada vez mais investidores pessoas físicas, entre eles, os pequenos e médios investidores.

Conforme abordado anteriormente, o mercado de Fundos de Investimento Imobiliário passou por uma forte expansão nos últimos 6 anos, com um destaque para os anos de 2012, no qual o número de investidores em FII mais que dobrou, e de 2013, que obteve o maior volume de negociação em reais (R\$). Já no ano de 2014, registrou uma queda no volume total de negociação em relação ao seu ano anterior, observando-se, porém, um aumento do número de negócios realizados.

Assim, a expectativa do mercado é uma expansão desse nicho para os próximos anos, principalmente através da maior oferta de fundos aos investidores, que já pôde ser observada. Esse movimento, porém, encontra-se enfraquecido no momento atual, marcado pela cautela do mercado de investimentos com o contexto econômico e político de nosso país.

4 DESENVOLVIMENTO

O estudo comparativo proposto por este trabalho pode ser dividido em duas partes: uma análise não exaustiva das características dos fundos eleitos e a análise da rentabilidade de ambos, em comparação um ao outro e aos recorrentes *benchmarks* do mercado de capitais.

Os dois fundos de investimento escolhidos para análise foram selecionados a partir do estudo do Boletim do Mercado Imobiliário de julho de 2015, publicado pela BM&F Bovespa. Neste boletim, constam os dados dos FII mais negociados no período e suas respectivas participações no Ifix.

A pesquisa destina-se a analisar os principais fundos em termos de liquidez e valor patrimonial, sendo eleitos os dois fundos de maior participação proporcional na carteira do índice: o FII BC Fund, de código BRRCR11, e o FII Kinea, de código KNRI11, que representavam, respectivamente, 10,82% e 8,71% da carteira do Ifix no mês de julho de 2015³.

Os dois fundos são também os que apresentam os maiores valores em Patrimônio Líquido dentre os FII listados e aparecem entre os fundos mais negociados no ano de 2015⁴, sendo o BC Fund o primeiro da lista e o FII Kinea o terceiro, em termos de volume em reais negociado (R\$).

Esses fundos possuem outras características em comum. Entre elas, destacam-se os fatos de que ambos são caracterizados pelo investimento predominante estar voltado para imóveis corporativos para aluguel e possuem uma carteira de imóveis com alta diversificação, contando com um número expressivo de ativos. Essas características são abordadas em detalhes na sequência.

Após a análise comparativa, são apresentados, no item 4.3, os resultados da pesquisa realizada com investidores e profissionais do mercado financeiro, com exposição das respostas ao questionário utilizado. Através dessa apresentação, objetiva-se analisar a relação dos investidores com os Fundos de Investimento

³ Conforme a carteira do Ifix em 31 de Julho de 2015, consultada no Boletim de julho do Mercado Imobiliário da BM&F Bovespa, publicado em agosto de 2015.

⁴ Dados atualizados até 31/07/2015, conforme Boletim Mensal do Mercado Imobiliário da BM&F Bovespa.

Imobiliário, avaliando seu nível de informação e conhecendo suas opiniões sobre esses produtos.

4.1 CARACTERIZAÇÃO DOS FUNDOS

Eleitos os fundos para análise, apresenta-se a seguir a caracterização de ambos, para entendimento de como se dá o investimento do capital levantado em cada caso. Primeiramente, é abordado o BC Fund; na sequência, trata-se do FII Kinea, apontando as mais relevantes características de cada fundo.

Buscou-se destacar as características principais dos fundos, abordando seus portfólios de ativos e trazendo a forma como ocorre a gestão dos investimentos, de acordo com seus relatórios e prospectos. Também foram tratadas questões que envolvem os números de cotas e seus valores, tanto o de mercado quanto o patrimonial, analisando-se os rendimentos distribuídos mensalmente aos cotistas.

4.1.1 FII BC Fund

O Fundo Imobiliário BTG Pactual Corporate Office Fund, ou, simplesmente, FII BC Fund, é o maior FII listado em bolsa no Brasil, com um Patrimônio Líquido de R\$ 3,0 bilhões⁵. Tem suas cotas negociadas no mercado organizado da BM&F Bovespa desde o seu IPO (Oferta Pública Inicial, na sigla em inglês), ocorrido em dezembro de 2010; sua constituição, no entanto, se deu em 2007. Na ocasião da primeira oferta pública, foram ofertadas 3.760.000 cotas, ao valor unitário mínimo de R\$ 100,00. Segundo o *site* do Fundo, até a presente data, foram realizadas cinco emissões de Cotas do Fundo, tendo sido subscritas e integralizadas o total de 19.224.537, todas pertencentes à mesma classe, garantindo aos titulares direitos econômico-financeiros e de participação em assembleia geral idênticos.

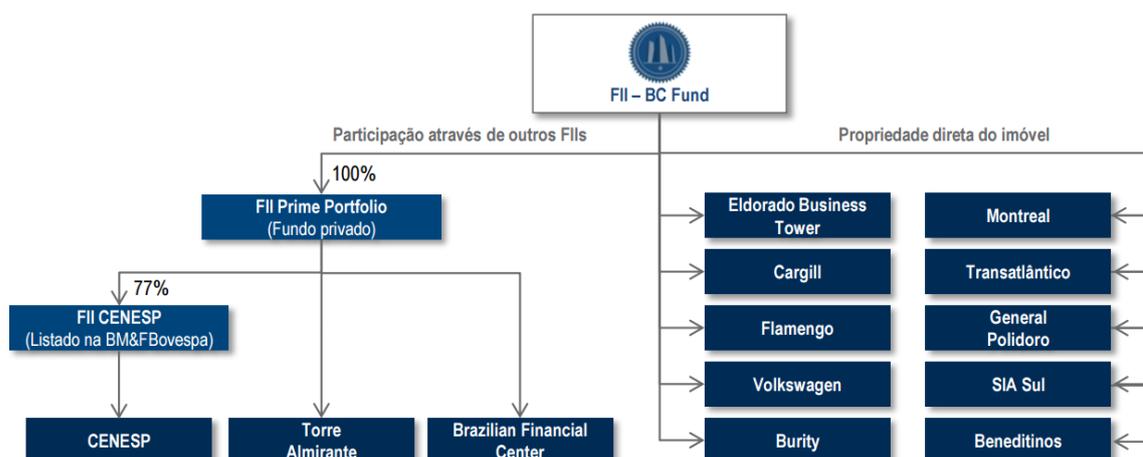
⁵ Conforme boletim de Divulgação de Resultados 2T15, datado de 03/08/2015.

Constituído na forma de fundo fechado, possui prazo de duração indeterminado e não é permitido o resgate de cotas antes da liquidação do fundo. Segundo o prospecto do fundo, cabe à Assembleia Geral deliberar sobre a dissolução e liquidação do fundo, em casos de renúncia, descredenciamento, e até mesmo na hipótese de insolvência ou falência do Administrador.

A administradora do Fundo é a BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários; a Gestora do Fundo é a BTG Pactual Gestora de Recursos; e o Escriturador, ou Instituição Depositária, é o Itaú Unibanco Banco Múltiplo S.A.. A taxa de administração corresponde a 0,25% sobre o valor total de ativos do Fundo no último dia útil do mês imediatamente anterior ao mês de seu pagamento e a taxa de gestão é de 1,5% ao ano sobre o valor de mercado, a ser calculada e provisionada diariamente e paga à Gestora mensalmente.

De acordo com o *site* do BC Fund, o objetivo primordial do fundo é investir em escritórios comerciais de laje corporativa, estrategicamente localizados em grandes centros comerciais do Brasil, via aquisição de imóveis comerciais ou direitos relativos a imóveis. O portfólio atual do Fundo conta com 13 imóveis de escritórios localizados em São Paulo, Rio de Janeiro e Brasília, concentrado em edifícios comerciais corporativos de alta qualidade (Classe AAA e A). Os imóveis são locados por uma variedade de empresas nacionais e multinacionais e o BC Fund possui participação de controle na maioria dos empreendimentos, o que lhe permite participar ativamente da gestão dos bens. A figura 1 aponta os imóveis que são de propriedade direta do fundo e aqueles em que o fundo possui participação através de outros FII.

Figura 1 - Estrutura Organizacional do Fundo



Fonte: BC Fund - Divulgação de Resultados 2T15

O *site* do fundo também destaca a política de gestão ativa empregada, baseada em quatro pilares, quais sejam:

I) negociação competente dos contratos de locação a valor de mercado na periodicidade mínima permitida pela legislação; II) investimento em expansão, melhorias e *retrofits* dos imóveis almejando maiores valores de locação e menor taxa de vacância; III) eficiente reciclagem da carteira atual de imóveis com aumento de renda e realização de ganho de capital e; IV) alavancagem positiva na aquisição de novos imóveis, de maneira a flexibilizar a disponibilidade dos recursos em caixa e maximizar retorno ao cotista.

As potenciais aquisições do BC Fund são selecionadas através do monitoramento constante do mercado imobiliário nas regiões em que atua e de diligências rigorosas sobre os imóveis, assim como da capacidade da Administradora e da Gestora do fundo (ambas controladas pelo Banco BTG Pactual) de originar e recomendar as melhores oportunidades de investimento, segundo aponta o *site* do fundo.

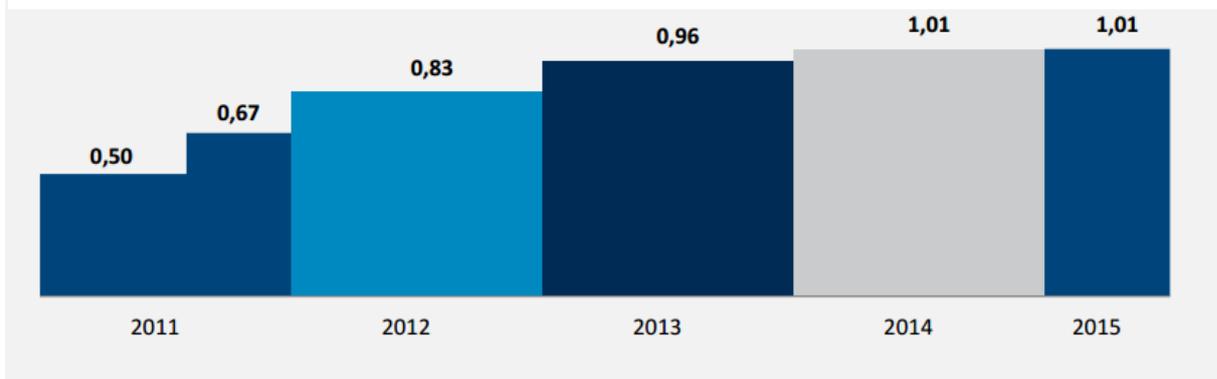
Conforme dados disponibilizados no Informativo Mensal de julho de 2015, publicado em 03 de agosto de 2015, o valor de mercado do fundo, ou valor de negociação da cota na bolsa de valores, no fechamento do último dia do mês foi de R\$ 109,01; já o valor patrimonial da cota, ou valor do *Patrimônio Líquido/cota*, ficou em R\$ 157,40. Estes valores apontam um desconto de 30,7% do valor de mercado em relação ao valor patrimonial.

Em 2015, o valor distribuído por cota foi de R\$ 1,01/cota/mês, em linha com o valor distribuído em 2014. Segundo o *site* do Fundo, esse valor foi aprovado pelos cotistas em Assembleia realizada em 06/01/2014, conforme proposto pela Gestora de Investimentos, tendo em vista a manutenção do resultado positivo auferido durante o ano de 2013. A Figura 2 aponta a evolução da distribuição mensal de rendimentos por exercício.

Observa-se que foram consecutivos aumentos nos valores distribuídos: o primeiro ainda no ano de 2011, seguido pelos aumentos que marcaram o início dos anos seguintes, 2012, 2013 e 2014. O atual patamar de distribuição de R\$ 1,01 por cota ao mês (R\$ 12,12 por cota ao ano) é 102% superior ao valor distribuído em janeiro de 2011, logo após o IPO do fundo, como destaca o boletim de Divulgação de Resultados (julho/2015).

Considerando o valor da cota na oferta inicial, a distribuição de rendimentos na primeira metade de 2011 ofertava um retorno de 0,5%/mês/cota ao investidor,

Figura 2 - Evolução da Distribuição Mensal de Rendimentos (R\$/cota/mês).



passando a representar um retorno de 0,67%/mês/cota, a partir do segundo semestre. Para o ano de 2012, a evolução na distribuição de rendimentos representou um retorno de 0,83%/mês/cota. Em 2013, os retornos obtidos através dos rendimentos foram de 0,96%/mês/cota e, em 2014, o valor atingido passou a representar ao investidor, considerando ainda o valor da cota na oferta inicial, um retorno de 1,01%/mês/cota.

O relatório de Divulgação de Resultados do fundo destaca o investimento feito em bases consolidadas em outros ativos, como cotas de outros Fundos Imobiliários, Letras de Crédito Imobiliário e Certificados de Recebíveis Imobiliários, com rendimentos isentos de tributação ao Fundo. Segundo o informativo mensal de julho de 2015, o fundo apresentava, em seu Balanço Patrimonial, o Ativo composto 80% por Imóveis, 14,3% de LCI, 2,3% de Cotas de outros FII, além de aluguéis a receber e outras aplicações financeiras.

Essas são as principais características de destaque daquele que é o maior FII listado na bolsa brasileira, em termos de Patrimônio Líquido. Enquanto outros fundos investem em empreendimentos tais como grandes *shoppings centers* e prédios para funcionamento de universidades ou hospitais, o BC Fund tem seu foco bem definido ao investir em prédios corporativos de alto padrão, com preferência por ter uma gestão própria desses ativos.

4.1.2 FII Kinea Renda Imobiliária

O Kinea Renda Imobiliária Fundo de Investimento Imobiliário, ou FII Kinea, é o segundo principal fundo em participação percentual na carteira do Ifix, figurando atrás do BC Fund apenas, e possui um Patrimônio Líquido de R\$ 2,16 bilhões⁶. Suas cotas são negociadas na BM&F Bovespa desde dezembro de 2010, sendo que o fundo foi constituído em agosto do mesmo ano.

Na oferta inicial, foram emitidas 258.978 cotas ao valor inicial de R\$ 1.102,25 cada. Até o presente momento, foi realizado o total de quatro emissões, a última em fevereiro de 2013, e em junho de 2014 ocorreu o desdobramento das cotas do fundo. Aprovado na Assembleia Geral Extraordinária, o desdobramento consistiu na multiplicação do total de cotas em circulação (na razão 1 para 10) e a redução proporcional no preço da ação. Assim, um cotista que possuía 100 cotas a R\$ 1.200,00 cada, por exemplo, no momento do desdobramento passou a possuir 1.000 cotas ao valor de R\$ 120,00, não alterando, pois, o valor investido de R\$ 120.000,00.

As vantagens obtidas através do desdobramento, conforme destaca o Relatório de Gestão do Fundo para o mês de junho de 2014, seriam: (a) facilitar o acesso de novos investidores no Fundo; (b) aumentar a liquidez do papel; e (c) facilitar a reaplicação dos rendimentos pelos cotistas.

O FII Kinea é, a exemplo do BC Fund, constituído na forma de fundo fechado, com prazo de duração indeterminado. Possui uma única classe de cotas, ou seja, todas as cotas garantem os mesmos direitos políticos e econômicos-financeiros aos seus titulares. A administradora do fundo é a Intrag Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.; a gestora é a Kinea Investimentos Ltda.; e o Itaú Unibanco S.A. é o escriturador, ou instituição depositária. A taxa de administração do fundo é equivalente a 1,25% ao ano sobre o valor de mercado das cotas, englobando não somente a remuneração do administrador, mas também do gestor, do banco escriturador e do custodiante.

Segundo o *site* do Fundo, a proposta de investimento é manter um portfólio diversificado de ativos, com foco em empreendimentos comerciais e centros de

⁶ Conforme dados obtidos junto ao Relatório de Gestão de agosto de 2015.

distribuição. A carteira atual do Fundo consta da participação em nove edifícios corporativos e sete centros de distribuição logística, nos estados de São Paulo, Rio de Janeiro e Minas Gerais.

Os imóveis da carteira atual do fundo são elencados, a seguir. Na cidade do Rio de Janeiro, são eles: os edifícios Botafogo Trade Center, Buenos Aires Corporate, Lagoa Corporate, Lavradio e o Gomes Freire, além do Centro de Distribuição Santa Cruz, nos quais a participação do fundo é de 100% do empreendimento.

Em São Paulo, são estes: os edifícios Athenas (93% de participação do fundo), Joaquim Floriano (82% de participação), Bela Paulista e Madison (ambos com 100% de participação) na capital, e, no interior, os Centros de Distribuição Bandeirantes (em Louveira, com 76,7% de participação), Jundiaí Industrial Park (90% de participação), Mogi das Cruzes, Global Jundiaí e PIB Sumaré (esses com 100% de participação do fundo). Em Minas Gerais, o Centro de Distribuição Pouso Alegre, no qual o fundo possui 100% do empreendimento.

As estratégias de atuação do Fundo são baseadas em premissas descritas no seu *site*. Quanto ao investimento em prédios comerciais, são elas:

I) Ativos corporativos apresentam melhores retornos, devido à oferta restrita de produtos; II) Locatários de ativos corporativos têm menor propensão a mudar-se quando comparados aos de residenciais e salas comerciais; III) Ativos corporativos apresentam menor deterioração quando comparado às salas comerciais; IV) Dinâmica de crédito e retomada do imóvel mais favorável quando se tem como locatário uma pessoa jurídica; V) Menor concorrência no momento de compra; VI) Decisões mais racionais, que levam em conta a análise financeira no momento da aquisição, locação, e desmobilização futura.

Já o foco no investimento em centros de distribuição baseia-se nas seguintes premissas:

I) Maior número de empresas, procurando espaços de melhor qualidade e eficiência, com o intuito de reduzir custos. Em contrapartida, oferta reduzida de imóveis e locais para essa finalidade; II) Necessidade das indústrias localizadas terem centros de distribuição instalados dentro do maior mercado consumidor do país, valorizando as áreas adjacentes à região metropolitana e promovendo a migração dos centros urbanos; III) Especificamente no

mercado de São Paulo, há uma nova demanda por centros de distribuição próximos ao Rodoanel para adequação à nova dinâmica logística das indústrias; IV) O aumento do preço dos terrenos em regiões consolidadas das cidades tem levado empresas e indústrias a identificarem como bons negócios a venda de seus imóveis para incorporadores residenciais ou comerciais, contribuindo para maior necessidade de centros de distribuição na substituição desses espaços.

Atualmente, o Fundo possui 13.797.000 cotas, ao valor patrimonial de R\$ 156,47/cota e valor de mercado de R\$ 122,32/cota. Com isso, o valor de mercado na BM&F Bovespa encontra-se com um desconto de 21,8% em relação ao valor patrimonial, conforme destacado no Relatório de Gestão do Fundo⁷.

A Política de Distribuição de Resultados do Fundo consta no Perfil do Fundo e aponta que: “o Administrador distribuirá aos cotistas 95% dos resultados auferidos pelo fundo, apurados em regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral”. O resultado auferido consiste das receitas oriundas dos ativos integrantes do patrimônio do Fundo, assim como os rendimentos provenientes de eventuais aplicações em ativos de renda fixa, excluídos os custos relacionados e as despesas ordinárias, extraordinárias e as demais previstas no regulamento para manutenção do Fundo.

Os rendimentos são distribuídos aos cotistas e pagos mensalmente, no 10º dia útil do mês, a título de antecipação dos rendimentos do semestre a serem distribuídos. Segundo a política do Fundo, eventual saldo de resultado não distribuído como antecipação será pago em até 10 dias úteis após o encerramento dos balanços semestrais ou terá outra destinação dada pela Assembleia Geral, com base em proposta e justificativa apresentada pelo Gestor.

No mês de julho de 2015, os rendimentos distribuídos geraram aos cotistas um retorno de 0,75% do valor da cota no mercado secundário (R\$ 122,32). Conforme destaca o Relatório de Gestão do Fundo, este valor é acima do retorno esperado pela compra e aluguel direto de um imóvel, que é estimado entre 0,4% e 0,6% ao mês antes do Imposto de Renda. Como os rendimentos dos FII possuem o benefício tributário, o aluguel de um imóvel deveria alcançar um retorno de 1,04%

⁷ Valores das cotas no fechamento do último dia do mês de julho de 2015, conforme dados do Relatório de Gestão de agosto de 2015.

para oferecer a mesma rentabilidade que o Kinea obteve no período, dado que os rendimentos de aluguel são tributados a uma alíquota de até 27,5%.

No Relatório de Gestão de agosto de 2015, consta que o Fundo possuía, ao final de julho, disponibilidades de recursos no valor de R\$ 119,3 milhões, distribuídos entre Caixa (0,20%), e investimentos em LCI (75,4%) e CRI (24,4%), a exemplo do Fundo analisado anteriormente.

O FII Kinea, a exemplo do BC Fund, prioriza os investimentos em imóveis para locação por grandes corporações, sendo eles os prédios de escritório localizados nos dois maiores centros comerciais do país e os centros de distribuição logística. Com isso, espera-se atingir também um nível de diversificação dos empreendimentos, com base nas premissas antes destacadas, e, com sucesso, um maior aproveitamento das oportunidades de investimento que se apresentam ao setor.

4.2 ANÁLISE DE RENTABILIDADE

Apresentadas as principais características de ambos os fundos de investimento de que trata o trabalho, segue a análise de suas rentabilidades até o presente momento, conforme dados divulgados em seus relatórios de gestão.

Como ambos os FII têm suas cotas negociadas na bolsa de valores há um período quase idêntico (o Kinea é negociado desde o início de dezembro de 2010, enquanto o BC Fund passou a ser negociado neste mercado a partir do dia 22 do mesmo mês), as respectivas rentabilidades ficam comparadas entre si. Para fins de comparação, utiliza-se que o investimento em cada fundo ocorreu em suas respectivas ofertas iniciais, seus *IPOs*. Isso permite que o valor hipotético investido seja o mesmo: R\$ 10.000,00 (dez mil reais), que comprariam 100 cotas do BC Fund, a R\$ 100 cada, e 10 cotas do FII Kinea, a R\$ 1.000 cada.

De acordo com os dados de Relatório informativo atualizado do BC Fund, este Fundo apresentou um retorno de 62,51%, considerando a valorização da cota no mercado secundário e os rendimentos recebidos pelo cotista no período, desde 22 de dezembro de 2010 até o final julho de 2015.

Já o Kinea Renda Imobiliária, de acordo com seu Relatório de Gestão que traz dados atualizados até 31 de julho de 2015, entregou ao investidor que tenha entrado na primeira emissão realizada pelo Fundo uma rentabilidade total de 81%, considerando a valorização da cota no mercado secundário e a distribuição mensal de rendimentos.

Para fins comparativos, pode-se utilizar a rentabilidade obtida pelo Ifix, que é conhecida para o período compreendido entre 30 de dezembro de 2010 até 31 de julho de 2015. O índice fechou o período com 1.470,73 pontos, tendo iniciado em 1.000 pontos. O Ifix configura um índice de retorno total, resultando uma rentabilidade de 47,07%, a qual foi superada pelos dois fundos analisados.

Utilizou-se também a rentabilidade acumulada pelo Índice Bovespa, referência para o mercado de investimento em renda variável, e pelo CDI, importante *benchmark* dos investimentos em renda fixa, durante o mesmo período para o qual se atualizou o Ifix (de 30 de dezembro de 2010 a 31 de julho de 2015). Neste período, o IBOVESPA apresentou uma rentabilidade negativa, tendo recuado 26,61%, enquanto o CDI obteve uma rentabilidade de 55,28%⁸.

A Tabela 2 resume esses dados e apresenta a comparação entre os ganhos obtidos pelos diferentes investimentos, lembrando que foi escolhido um investimento hipotético de R\$ 10.000, realizado em 30 de dezembro de 2010 nos *benchmarks* escolhidos e nas ofertas iniciais de ambos os FII.

Tabela 2 - Rentabilidade dos investimentos

	RENTABILIDADE ACUMULADA NO PERÍODO	VALOR FINAL DO INVESTIMENTO (R\$)
BC FUND	62,51%	16.251,00
FII KINEA	81%	18.100,00
CDI	55,22%	15.696,75
IBOVESPA	-26,61%	7.339,00
IFIX	47,07%	14.707,00

Elaborado pelo autor

⁸ Os dados utilizados para calcular a rentabilidade do Ifix e do IBOVESPA foram retirados do *site* da Bolsa de Valores brasileira, enquanto a rentabilidade do CDI no período foi fornecida pela ferramenta Calculadora do Cidadão, disponível no *site* do Banco Central do Brasil.

Conforme os dados da Tabela 2, um investidor que tivesse aplicado os R\$ 10.000 no BC Fund, em sua oferta inicial, teria no dia 31 de julho de 2015, acumulado o valor de R\$ 16.251, considerando a valorização das cotas do fundo e seus rendimentos mensais distribuídos. Já um investidor que tivesse aplicado a mesma quantia no FII Kinea, na oferta inicial desse fundo, teria acumulado R\$ 18.100, também levando em conta a dupla rentabilidade oferecida.

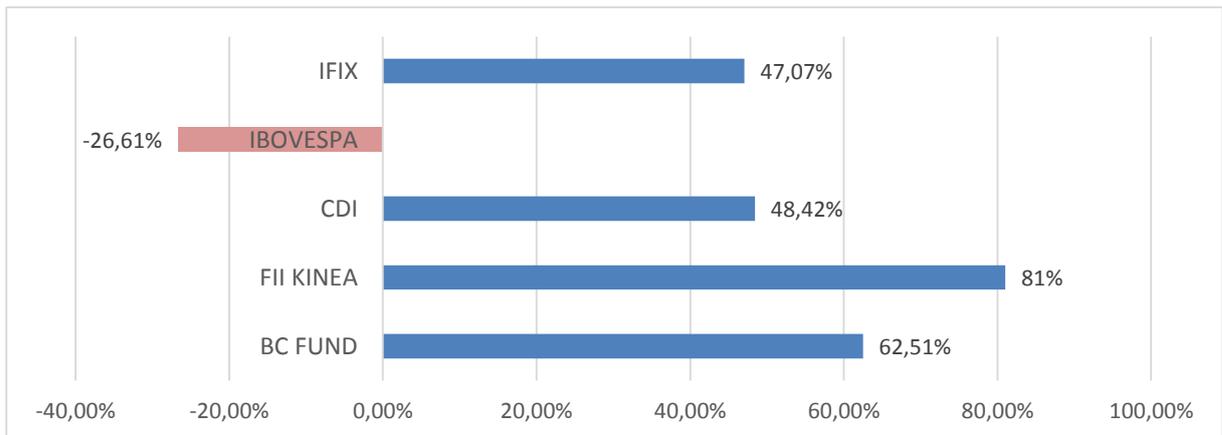
Ambos os fundos superaram o índice de referência do mercado de FII, o Ifix, sendo que a rentabilidade apresentada pelo BC Fund foi 32,80% superior àquela que obteve o Ifix, enquanto a rentabilidade do FII Kinea superou em 72,08% a auferida pelo índice.

Os ganhos obtidos por um investidor que tivesse aplicado esse mesmo valor em um investimento de renda fixa, o qual remunerasse o capital com 100% do CDI no período, permitiriam que ele acumulasse um montante de R\$ 15.696,75. Como os ganhos de capital obtidos nos investimentos de renda fixa são tributados na fonte a título de imposto de renda e, para aplicações com prazos maiores que 720 dias, a alíquota é de 15%, o valor total líquido desse investimento ao final do período seria de R\$ 14.842,24, ou seja, a rentabilidade sofre uma redução, ficando em 48,42%. Assim, a rentabilidade obtida pelo BC Fund foi igual a 129,10% da rentabilidade da renda fixa, enquanto o FII Kinea obteve um rendimento que representou 167,29% daquele apresentado pela renda fixa.

Já o índice Bovespa, melhor representante do retorno dos ativos de renda variável, ou seja, da média das ações mais negociadas da Bolsa de Valores brasileira, obteve uma rentabilidade negativa no período. Um investidor que alocasse os mesmos R\$ 10.000 de acordo com a carteira do IBOVESPA teria o seu capital reduzido, ao final do período analisado, ao valor de R\$ 7.339.

A Figura 3 representa graficamente os retornos obtidos, permitindo que se visualize com mais clareza a vantagem obtida pelos fundos analisados sobre os diferentes *benchmarks*.

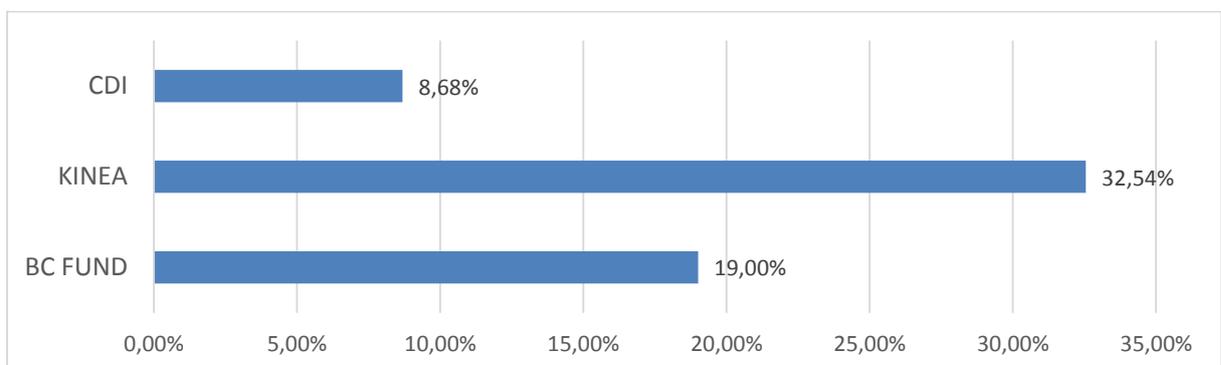
Se considerarmos que o valor da cota do BC Fund, em 31 de julho de 2015, era de R\$ 109,01 e que o valor da cota do FII Kinea, na mesma data, era de R\$ 122,32, temos que a rentabilidade auferida apenas com a valorização da cota foi de 9,01% para o BC Fund e de 22,32% para o FII Kinea. Destaca-se então que, da rentabilidade total registrada pelos fundos, a maior parte se deve aos rendimentos distribuídos periodicamente, provenientes dos aluguéis recebidos pelos fundos.

Figura 3 – Rentabilidade acumulada no período

Elaborado pelo autor

É importante destacar também que a inflação registrada pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) para o período de dezembro de 2010 a julho de 2015 foi de 36,56%. A inflação afeta a rentabilidade dos investimentos, pois reduz o poder de compra do dinheiro. Com isso, ao deduzir a inflação da rentabilidade auferida pelos investimentos, obtém-se o retorno real das aplicações.

Os fundos BC Fund e FII Kinea apresentaram, respectivamente, 62,51% e 81% de rentabilidade no período. Descontando a inflação de 36,56%, encontra-se a rentabilidade real de ambos investimentos: 19% obteve o BC Fund, enquanto o FII Kinea registrou 32,54%. A aplicação em renda fixa com rendimentos iguais ao CDI para o período, após a dedução da inflação, obteve a rentabilidade real de 8,68%. Esses dados são apresentados na Figura 4, abaixo.

Figura 4 – Rentabilidade real dos investimentos (descontada a inflação)

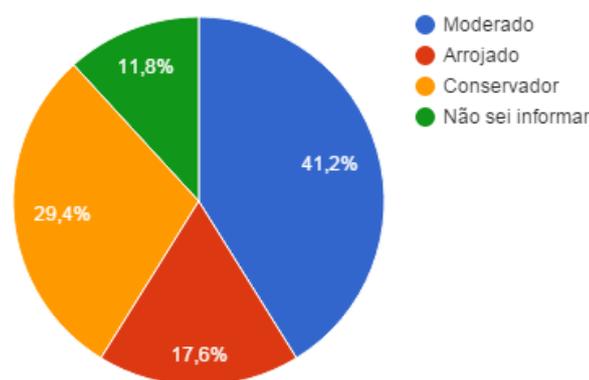
Elaborado pelo autor

Ao avaliarmos a rentabilidade real dos investimentos, descobre-se que o retorno dos fundos BC Fund e FII Kinea foi equivalente à 219% e 375%, respectivamente, da rentabilidade real obtida pelo CDI no período. O FII Kinea, mais rentável entre os investimentos analisados, obteve uma rentabilidade real 71,25% superior àquela que obteve o BC Fund, na comparação entre os dois FII estudados.

4.3 ANÁLISE DO QUESTIONÁRIO

O questionário foi aplicado com investidores, pessoas que trabalham no mercado financeiro (bancários e assessores de investimentos) e estudantes universitários, na primeira semana do mês de novembro de 2015. Cinquenta e uma pessoas identificadas com os diferentes perfis de investidor responderam às questões. De acordo com as respostas individuais, o perfil que mais recorrente identificado na pesquisa foi o moderado, ao qual pertencem 41,2% dos respondentes. Os conservadores são 29,4%, e 17,6% classificaram-se como arrojados. Os demais 11,8% dos participantes não souberam informar o seu perfil de investidor. Esses dados são representados no gráfico da Figura 5.

Figura 5 – Perfil de investidor dos participantes da pesquisa



Elaborado pelo autor

Entre esse universo, 62,7% responderam saber o que são os Fundos de Investimento Imobiliário, enquanto os outros 37,3% afirmaram não conhecer esses produtos. As perguntas seguintes do questionário eram destinadas apenas àqueles que responderam saber o que são os FII. Esses participantes foram, então,

questionados acerca do modo como conheceram os referidos fundos de investimentos.

Esse questionamento revelou que a maior parte das pessoas (25%) obteve seu primeiro contato com os FII através de seu trabalho; outros 21,9%, através de indicação de pessoa conhecida; 12,5% dos respondentes souberam dos fundos pela Escola ou universidade, enquanto outros 12,5%, por corretora de investimentos. Menos frequentes, cursos sobre o mercado financeiro informaram 9,4% das pessoas, e 6,3% delas conheceram os FII através do banco. Os demais respondentes, em percentuais menores, obtiveram informações sobre os FII em palestras, através da internet e pela leitura de periódicos sobre o mercado. Dos participantes da pesquisa, apenas 5 afirmaram ser cotistas de algum Fundo de Investimento Imobiliário.

As duas perguntas seguintes objetivavam testar o nível de conhecimento dos participantes sobre o funcionamento dos fundos. A primeira delas visava saber se os participantes sabem como é calculada a rentabilidade de um FII para o cotista. A questão de múltipla escolha trazia quatro hipóteses, e 71,8% dos respondentes marcaram a alternativa correta. A questão seguinte tratou de saber se os participantes eram conhecedores do benefício tributário que os rendimentos mensais distribuídos aos cotistas de FII recebem. As respostas apontaram que 68,8% dos questionados afirmaram conhecer esse benefício, enquanto os 31,3% restantes, não.

As perguntas subsequentes tinham como objetivo saber a opinião dos participantes sobre o mercado de FII. Como resposta ao primeiro desses questionamentos, 68,8% dos respondentes afirmaram que, de acordo com suas opiniões, os pequenos e médios investidores não tem conhecimento sobre os Fundos de Investimento Imobiliário; 6,3% responderam que sim, eles têm conhecimento sobre os FII; os 25% restantes não souberam opinar. Ao serem questionados se os FII são bem divulgados ao público iniciante no mercado de capitais, 71,9% dos respondentes afirmaram que não; para 12,5%, sim, são bem divulgados; e os 15,6% restantes não souberam opinar.

Para abordar os FII em relação a outros tipos de investimentos, foram formuladas duas questões. A primeira delas perguntava aos participantes se estes consideravam a aplicação em FII mais arriscada que o investimento em imóveis para aluguel. Para 65,6% dos respondentes a resposta era não; para 21,9%, sim; os outros 12,5% não souberam opinar. Esses dados são representados na Figura 6, abaixo.

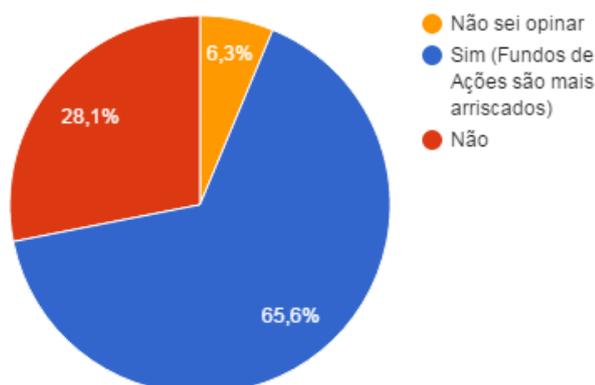
Figura 6 – Você considera a aplicação em FII mais arriscada que o investimento em imóveis para aluguel?



Elaborado pelo autor

A outra questão fazia uma comparação com os Fundos de Ações, devendo o participante responder se um Fundo de Ações é mais arriscado que um FII, em sua opinião, pelo fato deste ser lastreado em bens imóveis. Para 65,6% dos respondentes, sim, Fundos de Ações são mais arriscados que os FII; para outros 28,1%, não; 6,2% não souberam opinar. A representação visual desses dados se dá na Figura 7.

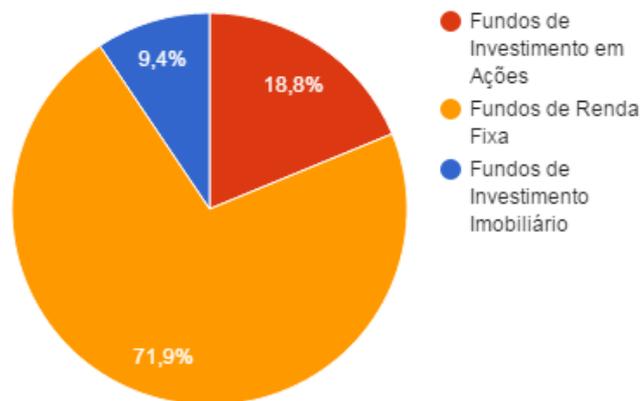
Figura 7 – Você considera Fundos de Ações mais arriscados que FII?



Elaborado pelo autor

Para finalizar, os participantes foram questionados em qual categoria de fundo estariam mais inclinados a investir, dado o cenário econômico atual. Dadas três alternativas, 71,8% dos respondentes investiria em Fundos de Renda Fixa, 18,7%, em Fundos de Ações, e os outros 9,3% aplicariam em Fundo de Investimento Imobiliário. O gráfico abaixo (Figura 8) apresenta a distribuição das respostas a esse questionamento.

Figura 8 – Em qual tipo de fundo de investimento você estaria mais inclinado a investir, dado o cenário econômico atual?



Elaborado pelo autor

O tratamento das respostas ao questionário permite que se faça algumas considerações acerca do mercado de Fundos de Investimento Imobiliário e sobre como este é percebido pelos investidores. Em primeiro lugar, destaca-se que, mesmo entre investidores com diferentes perfis de tolerância ao risco, uma parcela maior do que um terço dos participantes não sabe o que são os referidos fundos.

Outro ponto a se considerar diz respeito aos bancos, através dos quais é realizada grande parte dos investimentos, mas que foram responsáveis por apresentar os FII a apenas 6,3% dos respondentes que disseram conhecer esses produtos. A maioria dos participantes entrou em contato com os fundos pela sua atividade no trabalho.

Acerca dos conhecimentos dos participantes sobre características dos FII, destaca-se o fato de que mais de dois terços deles acertou a questão sobre como se dá o cálculo da rentabilidade ao cotista. No entanto, quase um terço dos respondentes não tinham conhecimento sobre o benefício tributário de que dispõem os rendimentos mensais desses fundos.

É de opinião da maioria dos participantes que os FII não são bem divulgados aos investidores iniciantes no mercado de capitais. Portanto, para os respondentes, esses fundos não são conhecidos do grande público: os pequenos e médios investidores. Em relação à percepção do risco em se investir via fundos imobiliários, a maioria das pessoas não considera que esse investimento é mais arriscado que a compra de um imóvel para aluguel, e considera que Fundos de Ações são mais arriscados que os FII, dado que estes são lastreados em ativos reais.

Finalmente, quando perguntados em qual tipo de fundo de investimento estariam mais propensos a investir, dado o cenário econômico atual, a maioria dos participantes escolheu os Fundos de Investimento em Renda Fixa. Os Fundos de Ações também receberam mais intenções que os FII, sendo estes os menos escolhidos entre as alternativas.

CONCLUSÕES

Ao realizar um investimento no mercado de capitais, cabe ao investidor decidir em qual produto dentre os ofertados será realizada a aplicação. Os diferentes tipos de investimento disponíveis diferem em características que englobam desde o prazo da aplicação de capital até o risco envolvido. Em geral, os ativos que oferecem a possibilidade de gerar uma rentabilidade maior são aqueles que estão expostos a um risco também maior.

Em comparação com um investimento em um imóvel físico para aluguel, a aplicação em FII possui algumas vantagens relacionadas ao risco envolvido. Entre elas, destacam-se a possibilidade de se investir no mercado imobiliário sem precisar alocar um capital tão elevado quanto o necessário para compra de um imóvel e a vantagem de diversificar o investimento em mais de um ativo, contando com a gestão profissional de uma carteira de imóveis, o que diminui os riscos de inadimplência e vacância.

Já a rentabilidade ofertada pelos Fundos de Investimento Imobiliário merece destaque por se apresentar ao investidor em duas formas distintas, em regra: pela renda gerada pelos aluguéis dos ativos imobiliários que compõem a carteira do fundo, a qual é distribuída mensalmente aos cotistas, e através da valorização das cotas dos fundos na bolsa de valores. Cabe ressaltar que, atendidas certas condições, a renda distribuída mensalmente não sofre tributação, sendo cobrado imposto de renda apenas sobre os ganhos obtidos pelo investidor com a valorização das cotas no momento da sua venda no mercado secundário.

Conforme a avaliação das rentabilidades obtidas pelos fundos analisados por esse trabalho, o investimento em FII aparece como uma boa alternativa ao investimento em renda fixa e à bolsa de valores. Ambos os fundos avaliados apresentaram retornos reais acima daquele obtido pelo investimento em renda fixa no período analisado, conforme o *benchmark* deste mercado, o CDI. O Ibovespa, *benchmark* da renda variável, sofreu uma rentabilidade negativa no período analisado.

Os dois fundos tiveram suas principais características analisadas por este trabalho, e destaca-se o fato de que ambos possuem o foco do investimento voltado ao mercado imobiliário corporativo, apostando no segmento de imóveis comerciais

locados por grandes empresas e companhias. São também os dois maiores dentre todos listados na Bolsa de Valores brasileira em termos de Patrimônio Líquido, ambos com um portfólio grande e diversificado, contando o BC Fund com treze edifícios de salas corporativas e o FII Kinea com nove edifícios comerciais e sete centros de distribuição logística em suas carteiras de ativos.

Destaca-se que, após os movimentos de variação do valor das cotas no mercado, ambos os fundos apresentam um valor de mercado descontado em relação ao seu valor patrimonial. Isso, segundo seus relatórios de gestão analisados, configura a oportunidade de compra para investidores que desejam obter um ganho de capital com a possibilidade de valorização futura das suas cotas.

A pesquisa realizada através de questionário com investidores e pessoas que atuam no mercado financeiro retornou que, na sua opinião, os FII ainda são pouco conhecidos do público investidor. Dentre aqueles participantes que apontaram conhecer esses fundos, uma parte não tinha conhecimento acerca do benefício tributário que os rendimentos mensais recebem, e não é de conhecimento de todos a forma como se dá o cálculo da rentabilidade ao cotista.

Podemos concluir que os Fundos de Investimento Imobiliário têm um potencial a ser explorado pelo mercado de capitais. Isso, porque questões relevantes como a dupla rentabilidade desses fundos e o benefício tributário oferecido poderiam ser melhor divulgados. Quanto à aplicação via FII, deve ser apresentada aos pequenos e médios investidores pessoas físicas como a alternativa que é em relação ao investimento em imóveis para aluguel, sendo uma porta de entrada dos menores investidores no mercado imobiliário, tradicional campo de investimento na visão dos brasileiros.

O trabalho atingiu os objetivos a que se propôs. A rentabilidade dos fundos de investimento analisados foi avaliada em comparação aos *benchmarks* de mercado e ambos foram caracterizados pela pesquisa documental realizada, enquanto o questionário elaborado permitiu que fosse melhor conhecida a relação de investidores com o mercado de FII

REFERÊNCIAS

ANBIMA. **Fundos de Investimento Imobiliário**. Rio de Janeiro, 2014. PDF

BC Fund. **Divulgação de Resultados 2T15**. 30 jul. 2015. PDF

BC Fund. **Perfil**. Disponível em:

<http://www.bcfund.com.br/bcfund/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=47047> Acesso em: 27/08/2015.

BC Fund. **Prospecto Definitivo De Oferta Pública Secundária De Cotas Do Fundo De Investimento Imobiliário Brazilian Capital Real Estate Fund I**. Dezembro de 2010. PDF

BM&FBOVESPA. **Conheça as Vantagens dos fundos imobiliários**. Disponível em:

<<http://www.bmfbovespa.com.br/Fundos-Listados/como-investir-em-fundos-imobiliarios.aspx?idioma=pt-br>> Acesso em: 16/04/2015

BM&FBovespa. **Boletim do Mercado Imobiliário**: nº 39, julho de 2015. São Paulo, agosto de 2015. PDF

BM&FBOVESPA. **Índice BM&FBOVESPA Fundos de Investimentos Imobiliários – IFIX**. Disponível em:

<<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IFIX&Idioma=pt-br>> Acesso em: 27/05/2015

BM&FBOVESPA. **Investidores**. Disponível em:

<<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/navegue-por-perfil/pessoas-fisicas.aspx?idioma=pt-br>> Acesso em: 02/09/2015

BODIE, Zvi. KANE, Alex. MARCUS, Alan J. **Investimentos**. 8. Ed. Porto Alegre: AMGH, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Guia CVM do Investidor: Fundos de Investimento Imobiliários**. Dezembro, 2012. PDF

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro**. 3. Ed. Rio de Janeiro, 2014. PDF

CRESTANI, Thales Antonioli. **Estudo sobre as técnicas de análise financeiras utilizadas no suporte à tomada de decisão de investimento no setor imobiliário de Porto Alegre**. Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2011.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 18. Ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011.

FRANKE, Gabriel de Azevedo. **Fundos de investimento imobiliário como alternativa de investimento no mercado financeiro: um estudo comparativo**. Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2012.

KINEA. **Kinea Renda Imobiliária**: Composição do Fundo. Disponível em: <<http://www.kinea.com.br/kinearenda/o-fundo/composicao-do-fundo/index.html>> Acesso em: 02/09/2015

KINEA. **Kinea Renda Imobiliária FII**: Perfil do Fundo. 20 de outubro de 2015. PDF.

KINEA. **Kinea Renda Imobiliária**: Visão Geral. Disponível em: <<http://www.kinea.com.br/kinearenda/o-fundo/visao-geral/index.html>> Acesso em: 28/08/2015

KINEA. **Relatório de Gestão**: Kinea Renda Imobiliária FII. Agosto de 2015. PDF

KORNALIEWSKI, Ângelo César. **Análise de fundos de investimento em ações através de índices de comparação de desempenho**. Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2010.

LUCAS, Fábio Possebon. **Maximização da rentabilidade de uma carteira imobiliária**: um estudo de caso na Albert Assessoria e Empreendimentos Imobiliários LTDA. Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2008.

MANGANOTTI, Karen Hiramatsu. **Estudo sobre a ocorrência ou não de retorno anormal nos fundos imobiliários de renda e a comparação com o retorno de imóveis físicos que propiciam renda**. 2014. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11122014-153216/>>. Acesso em: 2015-05-04.

MOTA, Ronaldo Rodrigues. **A evolução do mercado de fundos de investimento imobiliários no Brasil no período de 1994 a março/2013 e a utilização dessa alternativa de investimento para o investidor pessoa física no Brasil**. 2013. Dissertação (Mestrado Profissional em Economia) — Universidade de Brasília, Brasília, 2013.

NEUBARTH, Guilherme. **Estudo de caso do fundo de investimento imobiliário Presidente Vargas**. Taquara: Faculdades Integradas de Taquara, 2012.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais**: fundamentos e técnicas. 5. Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração**: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudo de caso. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

SANTANDER. **O que é Análise de Perfil do Investidor**. Disponível em: <https://www.santander.com.br/portal/wps/gcm/package/asset_management/perfil_do_investidor_v7_92519.zip/index.html> Acesso em: 02/09/2015

SOUZA, Vinicius Sant'Anna. **Análise da rentabilidade dos fundos de investimento imobiliário**. Rio de Janeiro, 2012. Dissertação (Mestrado

profissionalizante em Economia) – Programa de pós-graduação e pesquisa em Administração e Economia da Faculdade de Economia e Finanças – IBMEC.

<http://www.bcb.gov.br/>. Acesso em: 25/10/2015

<http://www.bcfund.com.br>. Acesso em: 27/08/2015.

<http://www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em: 27/05/2015

<http://www.kinea.com.br/kinearenda>. Acesso em: 28/08/2015

GLOSSÁRIO

Ações – são as parcelas que compõem o capital social de uma empresa, ou seja, são as unidades de títulos emitidas por sociedades anônimas. Quando as ações são emitidas por companhias abertas ou assemelhadas, são negociados em bolsa de valores ou no mercado de balcão.

Administrador do fundo – Os administradores de fundos são as instituições financeiras responsáveis legais perante aos órgãos normativos e reguladores, à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e ao Banco Central, além de determinar a política e o regulamento de cada fundo.

Benchmark – O *benchmarking* é definido como o processo de identificação de referenciais de excelência, e o *benchmark* constitui o referencial de excelência em si.

Caderneta de Poupança - é uma forma de investimento de baixo risco cuja operação é regida por regras específicas estabelecidas pelo Governo. Os valores depositados na conta poupança tem liquidez diária e recebem remunerações mensais de acordo com as determinações feitas pela legislação brasileira.

CDB – é um título nominativo privado emitido por instituições financeiras e vendidos ao público como forma de captação de recursos; são negociados tanto a partir de uma taxa fixa de juros (pré-fixados) quanto de uma taxa vinculada a índices econômicos (pós-fixados).

Cotas de fundos – Menor fração de um fundo de investimento, cujo valor evolui dependendo da *performance* da carteira de investimentos adotada pelo fundo em questão.

Cotista é todo investidor que possui ao menos uma cota do fundo.

Custo de oportunidade – indica o custo de algo em termos de uma oportunidade renunciada, ou seja, o custo, até mesmo social, causado pela renúncia do ente econômico, bem como os benefícios que poderiam ser obtidos a partir desta oportunidade renunciada ou a mais alta renda gerada em alguma aplicação alternativa.

Custodiante do fundo – instituição que faz a custódia, ou seja, o serviço de depósito dos títulos do fundo para seus detentores nas instituições autorizadas.

Debêntures – A debênture é um valor mobiliário emitido por sociedades por ações, representativo de dívida, que assegura a seus detentores o direito de crédito contra a companhia emissora. Consiste em um instrumento de captação de recursos no mercado de capitais, que as empresas utilizam para financiar seus projetos.

Distribuidor do fundo – O distribuidor é responsável pela captação de recursos junto aos investidores, ou seja, é o responsável pela venda das cotas do fundo de investimento, tornando-se o elo de ligação entre o gestor e o cotista. O distribuidor pode ser o próprio administrador ou terceiros contratados por ele.

Emolumentos – O emolumento refere-se ao serviço de negociação. Essa tarifa incide nas seguintes situações: a) negociação do contrato (abertura ou encerramento de posição antes do vencimento); b) exercício de opções; e c) procedimento de cessão de direitos.

Fundos de Investimento Abertos – Tipo de fundo de investimento cuja entrada de novos cotistas ou o aumento da participação dos antigos por meio de novos investimentos são permitidas, assim como permite-se a saída de cotistas, por meio do resgate de cotas.

Fundos de Investimento Fechados – Fundos em que a entrada e a saída de cotistas não é permitida. Após o período de captação de recursos pelo fundo, não são admitidos novos cotistas nem novos investimentos pelos antigos cotistas. Também não é admitido o resgate de cotas por decisão do cotista, que tem que

vender suas cotas a terceiros se quiser receber o seu valor antes do encerramento do fundo.

Gestão Ativa – Os fundos de gestão ativa possuem o objetivo superar os seus “índices de referência”, ou seja, espera-se do gestor que encontre oportunidades de rentabilidade superior aos parâmetros de mercado.

Gestão Passiva – O objetivo de um fundo de gestão passiva é o de obter a rentabilidade mais próxima possível do seu “índice de referência”, seja realmente um índice ou mesmo um ativo ou setor específico.

Gestor do Fundo – O gestor, na Sociedade Gestora, é o responsável pelas decisões de vendas e compras de títulos da carteira do(s) fundo(s) que gere. Também tem de assegurar o cumprimento do mandato do fundo, conforme descrito no Prospecto Completo e Simplificado do fundo. No dia-a-dia, o gestor informa-se sobre os mercados e sobre os títulos nos quais investiu. O gestor adapta assim todos os dias a carteira do fundo consoante às flutuações do mercado e as suas convicções próprias.

Liquidez – Corresponde à velocidade e facilidade com a qual um ativo pode ser convertido em caixa.

Perfil do investidor – O "perfil de risco" é uma classificação dos investidores quanto à sua disposição para correr riscos. O perfil é uma medida da sua aversão ao risco, ou, ao contrário, da sua apetência para o risco, e o prêmio de risco associado.

Prospecto do Fundo – É o documento que apresenta de forma destacada as principais informações relevantes para o investidor contidas no regulamento, tais como as relativas à política de investimento do fundo, às taxas de administração e aos principais direitos e responsabilidades dos cotistas e administradores, assim como quaisquer outras necessárias para uma tomada de decisão mais consciente por parte dos investidores, como os riscos envolvidos.

Renda Fixa – É um termo que se refere à qualquer tipo de investimento que possui uma remuneração paga em intervalos e condições preestabelecidas

Renda Variável – Ativos de renda variável são aqueles cuja remuneração ou retorno de capital não pode ser dimensionado no momento da aplicação, podendo variar positiva ou negativamente, de acordo com as expectativas do mercado.

Rentabilidade – Medida de ganho financeiro nominal sobre o total do investimento, expressa em termos percentuais.

Risco – O risco é a insegurança, ou probabilidade de perda que uma aplicação financeira contém.

Taxa de Administração – Taxa cobrada pela instituição financeira pela administração de um fundo de investimento. Como se trata da remuneração do serviço prestado pela instituição, fica a critério dela estabelecer o valor percentual dessa taxa, que será pré-estabelecida no regulamento do fundo.

Taxa de Corretagem – Taxa cobrada pelas instituições financeiras intermediárias (corretoras de valores) aos clientes pelas operações de bolsa de valores que efetuaram por seu intermédio. A taxa de corretagem corresponde a uma percentagem do valor da transação.

Taxa de Performance – Taxa percentual que pode ser cobrada sobre a parcela da rentabilidade do fundo de investimento que exceder a variação de um determinado índice previamente estabelecido.

Taxa Selic – É um índice pelo qual as taxas de juros cobradas pelos bancos no Brasil se balizam. A taxa é uma ferramenta de política monetária utilizada pelo Banco Central do Brasil para atingir a meta das taxas de juros estabelecida pelo Comitê de Política Monetária.

Volatilidade – É uma medida de dispersão dos retornos de um título ou índice de mercado. Quanto mais o preço de uma ação varia num período curto de tempo, por

exemplo, maior o risco de se ganhar ou perder dinheiro negociando esta ação, e, por isso, a volatilidade é uma medida de risco.

APÊNDICE A – PESQUISA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Pesquisa de Trabalho de Conclusão de Curso

Luciano W. Michelena Moreno, graduando em Administração pela UFRGS, gostaria de saber sua opinião e conhecer seu nível de informação e interesse sobre o mercado de Fundos de Investimento Imobiliário. Não é necessário identificar-se.

Tempo estimado de resposta: de 3 a 5 minutos.

Por favor, leia atentamente as questões e assinale a alternativa que melhor reflete sua opinião.

***Obrigatório**

1. Nome
2. Idade *
3. Profissão: *
4. Há quanto tempo você acompanha/estuda/atua (n)no mercado financeiro? *
(especificadamente o mercado de capitais)
Marcar apenas uma oval.
 - menos de 1 ano
 - de 1 a 5 anos
 - de 5 a 10 anos
 - mais de 10 anos
5. Como você busca se informar sobre o mercado de capitais e seus produtos? *
Marque todas que se aplicam.
 - Revistas e jornais especializados
 - Consulta a pessoas informadas sobre a área
 - Corretora de Valores Mobiliários
 - Contato com seu gerente de conta bancária
 - Cursos e palestras sobre o mercado
 - Blogs e Assinaturas Eletrônicas de geradores de conteúdos sobre o assunto
 - Outro: _____

6. Em qual perfil de investidor você se encaixa? *

Marcar apenas uma oval.

- Conservador
- Moderado
- Arrojado
- Não sei informar

7. Você sabe o que são os Fundos de Investimento Imobiliário (FII)? *

Marcar apenas uma oval.

- Sim
- Não - Pare de preencher este formulário.

8. Como você teve seu primeiro contato com esses produtos do mercado de investimento? *

Marcar apenas uma oval.

- Trabalho
- Escola/Universidade
- Curso sobre o mercado financeiro
- Palestra sobre o mercado financeiro
- Banco
- Corretora de Investimentos
- Indicação de pessoa conhecida
- Outro: _____

9. Você é cotista de algum Fundo Imobiliário? *

Marcar apenas uma oval.

- Sim
- Não

10. Como é calculada a rentabilidade para os cotistas de um FII? *

(Com base em que critérios listados abaixo. Marque uma resposta. Isso apenas avaliará o conhecimento dos respondentes acerca do assunto)

Marcar apenas uma oval.

- Valorização das cotas do fundo no mercado, apenas
- Rendimentos dos aluguéis distribuídos periodicamente aos cotistas, apenas
- Valorização dos imóveis que compõem a carteira do fundo
- Valorização das cotas do fundo + rendimentos dos aluguéis distribuídos periodicamente

11. Você tem conhecimento acerca do benefício tributário que recebem os rendimentos distribuídos mensalmente aos cotistas de FII? *

(Observadas certas condições, os valores recebidos a título de rendimentos mensais são isentos do pagamento de imposto de renda)

Marcar apenas uma oval.

- Sim
 Não

12. Sobre o mercado atual de Fundos Imobiliários: na sua opinião, os pequenos e médios investidores tem conhecimento sobre esses produtos? *

Marcar apenas uma oval.

- Sim
 Não
 Não sei opinar

13. E ainda, os FII são bem divulgados ao público que está entrando agora no mercado de capitais? *

Marcar apenas uma oval.

- Sim
 Não
 Não sei opinar

14. Com relação aos riscos que envolvem a aplicação em Fundos de Investimento Imobiliário, você considera a aplicação de capital nesses fundos como mais arriscada que o investimento em imóveis para aluguel? *

Marcar apenas uma oval.

- Sim (FII são mais arriscados)
 Não
 Não sei opinar

15. Você considera o investimento em Fundos de Investimento em Ações mais arriscado que o investimento em FII, pelo fato de estes terem o Patrimônio lastreado em ativos reais (bens imóveis)?

Marcar apenas uma oval.

- Sim (Fundos de Ações são mais arriscados)
 Não
 Não sei opinar

16. Em relação a outros tipos de fundos de investimento bem difundidos no mercado de capitais, no cenário econômico atual, você estaria mais inclinado a investir em: *

(Responda com base em seu perfil de investidor, conhecimentos sobre o mercado e preferências pessoais)

Marcar apenas uma oval.

- Fundos de Investimento Imobiliário
- Fundos de Investimento em Ações
- Fundos de Renda Fixa