



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS E AQUISIÇÃO DIRETA DE IMÓVEIS:
UM ESTUDO COMPARATIVO DE 2016 A 2020**

Nathalia Bizerra de Oliveira

RIO DE JANEIRO

2021

**FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS E AQUISIÇÃO DIRETA
DE IMÓVEIS: UM ESTUDO COMPARATIVO DE 2016 A 2020**

Trabalho de conclusão de curso apresentado à Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Luiz Alberto Pereira de Mattos

RIO DE JANEIRO

2021

NATHALIA BIZERRA DE OLIVEIRA

**FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS E AQUISIÇÃO DIRETA
DE IMÓVEIS: UM ESTUDO COMPARATIVO DE 2016 A 2020**

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis à Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro (FACC/UFRJ) aprovada pela seguinte banca examinadora:

Prof. LUIZ ALBERTO PEREIRA DE MATTOS – UFRJ (Orientador)

Rio de Janeiro, 05 de maio de 2021.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer e dedicar esse trabalho a todas as pessoas que fizeram parte dessa etapa da minha vida. Agradeço sobretudo as pessoas da minha família, principalmente ao Arthur e Carlos César que me apoiaram durante todo o processo.

Em seguida, gostaria de agradecer as amizades feitas na UFRJ, Talita, Mabda e Juliana, por não me deixarem desistir, por todo conhecimento compartilhado e pelos bons conselhos não só na vida acadêmica, mas também na vida pessoal e profissional. Aos professores desta instituição pelos ensinamentos durante a minha formação acadêmica, principalmente ao meu orientador, Luiz Alberto Pereira de Mattos, por todo o suporte dado para que esse trabalho fosse concluído com sucesso.

Também sou muito grata à Atlética e ao time feminino de Ciências Contábeis pelo acolhimento e pelos momentos únicos dentro e fora de quadra, que fizeram com que essa trajetória fosse mais leve.

E por fim, gostaria de agradecer aos meus amigos de longa data por sempre estarem ali quando precisei desabafar e por me mostrarem que sou capaz, especialmente Alice, Ana, Beatriz, Breno, Camila, Clara, Flora, Patrícia e Stephane.

Sonhos determinam o que você quer. Ação determina o que você conquista.

Aldo Novak

OLIVEIRA, Nathalia Bizerra de. **Fundos de Investimento Imobiliários e Aquisição Direta de Imóveis: um estudo comparativo entre 2016 e 2020**. Orientador: Luiz Alberto Pereira de Matos. Rio de Janeiro: UFRJ/FACC. Monografia em Ciências Contábeis.

RESUMO

Nos anos de 2013 e 2015 houve um aumento das taxas de juros no Brasil, e, com isso, houve uma instabilidade econômica que causou um desaquecimento do setor imobiliário. Diante dessa situação e com a maior dificuldade para obtenção de crédito, o investimento direto em imóveis deixou de ser uma opção atrativa para o investidor, que tende a buscar menos riscos. Assim, outras opções tendem a ser buscadas no mercado financeiro, como as aplicações de renda fixa. Dessa forma, uma opção de investimento nesse cenário seriam os Fundos de Investimento Imobiliários, que embora tenham também seus resultados prejudicados pelo desaquecimento do setor, apresentam maiores retornos a longo prazo. Nesse contexto, o presente estudo tem o objetivo de analisar e fazer um comparativo dos retornos que a compra direta de imóveis na região Sudeste e Sul do Brasil diante dos investimento em Fundos Imobiliários que possuem suas cotas negociadas em mercado de bolsa ou de balcão trazem ao investidor ao longo dos anos 2016 a 2020, e assim, observar a existência ou não de diferença no custo de entrada, saber qual investimento tem maior liquidez e descobrir as vantagens e desvantagens de cada investimento.

Palavras chaves: Fundos de investimento imobiliário. Aquisição direta de imóveis. Comparação. Mercado Financeiro.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	7
2. OBJETIVOS	9
2.1 OBJETIVOS GERAIS	9
2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	9
3. REVISÃO DE LITERATURA	10
3.1 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	10
3.1.1 Liquidez do Fundo de Investimento Imobiliário	12
3.1.2 Diversificação de Carteira de um Fundo de Investimento Imobiliário	13
3.1.3 Distribuição de Rendimentos	13
3.1.4 Os Tributos	14
3.1.5 Custos e Encargos	16
3.1.6 Riscos inerentes ao Fundo de Investimento Imobiliário	17
3.2 ÍNDICE DE FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS (IFIX)	22
3.3 TAXA MÍNIMA DE ATRATIVIDADE (TMA) E RENTABILIDADE	24
3.4 PERÍODO DE RETORNO DO INVESTIMENTO	26
3.5 VALOR PRESENTE LÍQUIDO – VPL	27
3.6 TAXA INTERNA DE RETORNO	30
3.7 MERCADO IMOBILIÁRIO	30
3.7.1 Aquisição direta de Imóvel para fins de aluguel	31
3.7.2 Aquisição de Imóvel na planta ou em construção para fins de aluguel f.	31
3.7.3 Compra impulsionada de imóvel em construção para fins de aluguel	32
3.7.4 Aquisição de terreno e edificação própria	32
3.7.5 Construção personalizada (<i>built to suit</i>)	33
3.7.6 Compra de terreno para especulação	33
3.7.7 Loteamento de terrenos	34

3.7.8	Compra especulativa de imóvel	34
3.7.9	Tributação referente a compra de imóveis	35
3.7.10	Riscos do Investimento em Imóveis	36
4.	METODOLOGIA	37
5.	ANÁLISE DOS DADOS	39
5.1	ANÁLISE MACROECONÔMICA IMOBILIÁRIA	40
5.2	ANÁLISE MACROECONÔMICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS	43
5.2.1	Fundo de Investimento Imobiliário CTXT11	43
5.2.2	Fundo de Investimento Imobiliário DRIT11B	45
6.	CONCLUSÃO	47
7.	REFERÊNCIAS	50

1. INTRODUÇÃO

Há algumas décadas atrás, a economia no Brasil passou por muitas alterações, confiscos e conturbações e, com isso, o investimento em imóveis se tornou muito comum no Brasil, pois sempre trouxe uma determinada segurança para inúmeros investidores. Até pouco tempo, a única maneira acessível a toda sociedade de investir em imóveis era via compra direta. Porém, essa forma vem mudando nos últimos anos, devido ao aumento da acessibilidade aos Fundos de Investimentos Imobiliários - FII, inclusive aos investidores com pouco capital disponível para investir.

Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) são uma maneira barata de investir no mercado imobiliário e estão se tornando cada vez mais populares. O FII é uma corporação, *trust* ou associação que opera ativos imobiliários e/ou ativos relacionados a renda, a partir do modelo de fundos mútuos, os FIIs reúnem o capital de inúmeros investidores, o que lhes permite que os investidores individuais ganhem uma parte da renda produzida por meio da propriedade imobiliária comercial, sem ter que sair e comprar ou financiar propriedades ou ativos (BACCI, 2018).

No ano de 1993, o Brasil lançou sua versão do *Investment Trusts* (REIT), que ficou conhecido como Fundo de Investimento Imobiliário, ou mesmo FII, a partir da Lei Federal 8.668/931 (BRASIL, 1993) e Instrução 205/942 da Comissão de Valores Mobiliários – CVM – (BRASIL, 1994). Tal instrução foi revogada pela Instrução 472/083 também da CVM (BRASIL, 2019), e o FII é regulamentado pelas Regras de Operação de Contas, onde são registradas, e submetidas à aprovação da Comissão de Valores Mobiliários.

De acordo com CHAVES (2018), os FIIs podem ser listados no mercado de ações, e por isso estão listados na BM & FBovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) cujos investidores são, desde 2006 são isentos de impostos para pessoas físicas, mas não para empresas, desde que essas pessoas físicas tenham menos de 10% dos FII. Pelo menos 95% do lucro operacional e pelo menos 95% dos ganhos de capital devem ser distribuídos aos participantes semestralmente, no

final de junho e dezembro de cada ano, e cuja receita deve ser proveniente da operação de propriedade, aluguel e ganhos de capital.

De acordo com RAMOS (2018) os REITs brasileiros podem possuir e operar investimentos imobiliários. Porém ressalta, que existem mais privados do que aqueles publicamente detalhados, uma vez que são mais frequentemente usados como uma organização de propósito especial e financiado por capital privado uma vez que as entidades existentes não podem ser transformadas diretamente em um FII. Os FIIs devem ser aprovados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e, portanto, devem ser assinados por unidades, devendo ser formados e administrados por instituições bancárias autorizadas pela CVM (BRASIL, 2019).

Conforme BACCI (2018), não existem fundos mínimos obrigatórios. Um FII não é uma entidade legal, mas um acordo contratual entre investidores e um gestor de fundos. Eles são fechados e podem ter uma duração restrita ou indefinida. Ainda destaca que a maioria dos FIIs são pequenas, possuindo apenas uma ou parte de uma propriedade. Assim, a maioria dos REITs brasileiros possui um prédio de negócios ou um shopping center ou, em um caso, um resort. Uma empresa de construção civil não pode deter mais de 25% de um FII. Os detentores de unidades podem ser pessoas jurídicas ou pessoas no Brasil ou fora do Brasil.

Os FIIs são classificados como um bom condomínio de investimento em que todas as suas posições são 100% de participação. Na CVM lista 570 FIIs e desses, 220 são negociados na Bolsa de valores. BACCI (2018) e RAMOS (2018) afirmam que a escolha do veículo mais adequado para investir em propriedades brasileiras não depende de vantagens fiscais, como muitos pensam, mas das características dos imóveis e do perfil dos investidores.

Nesse contexto, o trabalho apresentado fará uma comparação entre o retorno de investimento em Fundos Imobiliários e o de investimento em aquisição direta de imóveis de 2016 a 2020, com a finalidade de verificar: a existência ou não de diferença no custo de entrada, saber qual investimento tem maior liquidez e descobrir as vantagens e desvantagens de cada investimento.

A justificativa do estudo se dá pela relevância deste tema tendo em vista a falta de educação básica financeira presente no Brasil, em que a maioria da população, principalmente as que se enquadram nas classes mais baixas, não conhece como funciona o Sistema Financeiro Nacional, muito menos os produtos disponíveis no mercado financeiro e como aplicar seu dinheiro.

2. OBJETIVOS

2.1 OBJETIVOS GERAIS

O presente estudo tem como objetivo na sua amplitude esclarecer sobre os investimentos na compra direta de imóveis como também tratar sobre Fundos de Investimentos Imobiliários, fazendo uma comparação para que os investidores ou aqueles que pretendem dar início a essa modalidade de investimento estejam melhor informados sobre as possibilidades de investimentos alternativos e possam ser livres para escolher dentre os tipos de investimentos apresentados, e dessa forma, saber qual se encaixa melhor em sua disponibilidade de recursos e de empenho que se pretende desembolsar ao realizar uma aplicação de capital.

2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- a) Fazer uma Análise dos retornos dos Fundos de Investimento Imobiliários;
- b) Verificar se existem retornos dos investimentos em imóveis;
- c) Fazer uma Comparação dos investimentos realizados no Mercado Imobiliário com aqueles do Mercado Financeiro, levando em conta a situação econômica do país e sua influência na rentabilidade desses investimentos.

3. REVISÃO DE LITERATURA

3.1 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS

Tomando como base o modelo norte-americano do *Real Estate Investment Trust* ou *REIT*, em 25 de junho de 1993, surge, no ordenamento jurídico brasileiro, a Lei Federal nº 8.668, que dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário (FII), através dos quais o investidor compra cotas de aplicação voltadas para empreendimentos imobiliários comerciais ou mesmo imóveis estritamente residenciais, desde que estejam localizados exclusivamente em território brasileiro (BRASIL, 1993).

Os FIIs surgiram para facilitar a vida do investidor, que através de alguns cliques é possível realizar uma ordem de compra no sistema da Bolsa de Valores ou no banco de sua preferência, facilitando assim, para o investidor. Os FII são fiscalizados e regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), conforme Instruções Normativas números 205 (BRASIL, 1994), 206 (BRASIL, 1994) e regulamentação posterior nº 472 (BRASIL, 2019), com a observação que, diferentemente do mercado de ações, nos fundos de investimento imobiliário, o lastro é apresentado exclusivamente por imóveis. Mas, não devemos esquecer que as cotas que compõem o fundo devem sempre ser consideradas bens móveis, conforme estabelece o artigo 3º da Lei nº 8.668 (BRASIL, 1993).

Esses Fundos de Investimentos Imobiliários são compostos, na maioria dos casos, por imóveis comerciais, o que não impede a abrangência de imóveis residenciais e, até mesmo, empreendimentos na planta ou em construção, formados por um ou mais imóveis, assim como apenas partes de imóveis e direitos relativos a eles.

Afirma-se que os gestores desses fundos optam pela preferência em imóveis ou empreendimentos comerciais, por uma questão de geração de renda maior, tais como o são os shoppings centers, hotéis, hospitais, prédios comerciais, centros de distribuição, dentre outros. Nesse aspecto existem fundos de investimentos, por exemplo, voltados para a incorporação imobiliária, através dos quais as cotas do fundo refletirão o resultado do empreendimento no futuro,

gerando lucros aos investidores-cotistas (BOSCARDIN, 2015).

Ainda conforme Boscardin, estão exclusivamente autorizados de acordo com a lei a operar Fundos de Investimentos Imobiliários:

- a) Os bancos, incluindo aqueles somente de investimentos;
- b) As sociedades de créditos imobiliários e as corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários.

Percebe-se, porque todos os bancos possuem uma carteira de investimentos voltada especialmente para os Fundos de Investimento Imobiliário.

Se faz necessário saber, que no caso dos Fundos de Investimento Imobiliário, a propriedade objeto da operação financeira não se comunica em absoluto com o patrimônio da entidade responsável pela gestão do fundo, isto é, embora os imóveis estejam registrados em seu nome, eles não compõem o patrimônio da entidade, por força da Lei nº 8.668 (BRASIL, 1993), já que estão restritos à finalidade do fundo e, por isso, não respondem por eventuais dívidas de qualquer natureza da entidade.

Nos termos do artigo 7º, da Lei nº 8.668 (BRASIL, 1993), os bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário, em especial os bens imóveis mantidos sob a propriedade fiduciária da instituição administradora, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicam com o patrimônio desta, observadas, quanto a tais bens e direitos, as seguintes restrições:

- I - não integrem o ativo da administradora;
- II - não respondam direta ou indiretamente por qualquer obrigação da instituição administradora;
- III - não componham a lista de bens e direitos da administradora, para efeito de liquidação judicial ou extrajudicial;
- IV - não possam ser dados em garantia de débito de operação da instituição administradora;
- V - não sejam passíveis de execução por quaisquer credores da administradora, por mais privilegiados que possam ser;
- VI - não possam ser constituídos quaisquer ônus reais sobre os imóveis. Caso ocorra qualquer uma das hipóteses da relação acima, o negócio será nulo pela impossibilidade jurídica do objeto (BRASIL, 1993, p.1).

Nesse aspecto, as cotas que compõem tais fundos não admitem resgate, notadamente por se tratar de fundo fechado, motivo pelo qual sua negociação ocorre na Bolsa de Valores ou Balcão Organizado por meio de ordens, sempre dentro dos horários de pregão. Nesse caso, os problemas advindos por esses

fundos de investimento geralmente surgem quando noticiários concretos de bolha imobiliária, que acarreta a estagnação temporária do setor imobiliário em determinadas regiões do país até a retomada do mercado o movimento sempre é cíclico e renovável ao longo do tempo, gerando prejuízos aos investidores.

Falando em prejuízos aos investidores, o fundo também poderá apresentar desempenho decepcionante caso o administrador da carteira apresente uma gestão temerária, por isso a fiscalização deve estar sempre presente e, ao menor sinal de dúvida, cabe denúncia ao órgão competente (CVM) para as devidas e necessárias apurações.

3.1.1 Liquidez do Fundo de Investimento Imobiliário

As cotas de um FII, devido a sua constituição ser sob a forma de condomínio fechado, não podem ser resgatadas em qualquer momento. O resgate só ocorre em caso de liquidação do Fundo, deliberada pela assembleia geral de cotistas ou no término do prazo de duração, quando houver, pois, se definido em regulamento, o Fundo de Investimento Imobiliário pode ter prazo de duração indeterminado. Nesse caso, a única maneira de se desfazer desse investimento e resgatar os valores investidos é vendendo as cotas para outro investidor (BRASIL, 2021).

Dessa forma, a maioria dos Fundos de Investimento Imobiliários têm suas cotas negociadas na bolsa de valores ou de balcão organizado. Apesar do interesse pelos fundos imobiliários estar crescendo no Brasil, não há garantia de que sempre haverá um investidor disposto a comprar as cotas, mesmo que o vendedor ofereça um preço abaixo do praticado no mercado no momento da venda. Sendo assim, em determinadas situações, um investidor pode demorar ou não conseguir se desfazer de suas cotas e este é um ponto a ser levado em consideração ao investir em um Fundo de Investimento Imobiliário (BRASIL, 2021).

O investidor pode preferir investir em um Fundo de Investimento Imobiliário que possua formador de mercado, que consiste em um agente que pode ser contratado para manter ofertas de compra e venda de forma contínua e regular,

garantindo liquidez às cotas do Fundo de Investimento Imobiliário. Entretanto, a contratação de um formador de mercado tem um custo, que é pago por todos os cotistas, sendo este debitado do patrimônio do fundo.

3.1.2 Diversificação de Carteira de um Fundo de Investimento Imobiliário

No tocante aos FIs, existem possibilidades de investir em empreendimentos imobiliários em vários segmentos, sendo os retornos e os riscos de cada fundo, amplamente relacionados com os tipos de ativos em que o fundo investirá. Além de poder adquirir direitos reais sobre bens imóveis, a legislação vigente também permite que o Fundo de Investimento Imobiliário tenha outros tipos de aplicações, como a Letra de Crédito Imobiliária (LCI), Letras Hipotecárias (LH), cotas de outros Fundos de Investimento Imobiliário e de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPAC) e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores registrados na CVM e cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos Fundos de Investimento Imobiliário (BRASIL, 2021).

Mesmo os fundos imobiliários que investem apenas em ativos reais, existem contradições, como é o caso dos fundos que aplicam em vários empreendimentos, inclusive havendo diversificação geográfica, os que aplicam somente em um único imóvel, os que se especializam em empreendimentos específicos, como shopping centers, escritórios, residências, prédios industriais, hospitais, escolas, dentre outros. Essa política de investimento do Fundo de Investimento Imobiliário deve estar claramente descrita em seu regulamento.

3.1.3 Distribuição de Rendimentos

Os rendimentos relevantes de um Fundo de Investimento Imobiliário são obtidos através do recebimento dos juros dos títulos imobiliários investidos, do recebimento de aluguéis e do ganho de capital na venda dos direitos reais sobre bens imóveis.

Pode-se fundamentar de acordo com a Comissão de Valores Imobiliários (BRASIL, 2015) que a distribuição de lucros de fundos de investimento imobiliários, apurados segundo o regime de caixa, é obrigatória a cada semestre, nos termos do art. 10, p.u., da Lei 8.668/93 (BRASIL, 2019) em seu Art. 10 diz:

“[...] Cada Fundo de Investimento Imobiliário será estruturado através de regulamento elaborado pela instituição administradora, contendo: Parágrafo único. O fundo deverá distribuir a seus quotistas, no mínimo, noventa e cinco por cento dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano. (Parágrafo incluído pela Lei nº 9.779, de 19.1.1999)” (BRASIL, 2019, p.1).

Apesar de a lei que regulamentar os FII's à obrigatoriedade de distribuição de rendimentos a seus cotistas, no mínimo, semestralmente. Porém, a maioria dos fundos distribui seus rendimentos mensalmente.

3.1.4 Os Tributos

Uma das vantagens dos Fundos de Investimento Imobiliário, que tem atraído a atenção dos pequenos aos grandes investidores, é o incentivo fiscal. Pois, o Fundo de Investimento Imobiliário possui isenção de impostos como PIS e COFINS. Até o Imposto de Renda (IR), incidirá somente nas aplicações do caixa do fundo. Porém, para que o fundo tenha o benefício tributário, é necessário ainda distribuir aos cotistas no mínimo 95% de seu lucro pelo menos a cada seis meses. Também não é permitido ao fundo investir mais de 25% de seu patrimônio em empreendimento imobiliário com pessoa a ele ligado (SCOLESE et al., 2015).

No caso de pessoas físicas, a Lei nº 11.033/04 (BRASIL, 2004) confere a isenção de imposto de renda para os rendimentos distribuídos pelo fundo que investem em Fundo de Investimento Imobiliário. Para isso, o FII tem que ter negociação somente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado, e possua pelo menos 50 cotistas. Além disso, não será concedida a isenção ao cotista pessoa física ou titular de quotas que representem 10% ou mais da totalidade de quotas emitidas pelo Fundo, ou cujas cotas lhe derem direito de recebimento de rendimento superior a 10% dos rendimentos totais do Fundo (BM&FBOVESPA, 2016).

É importante ressaltar que a isenção de imposto de renda para pessoas físicas só é válida para os valores recebidos a título de rendimento. Eventuais ganhos de capital, por exemplo, obtidos na venda de cotas dos Fundos de Investimento Imobiliário ou no resgate em caso de liquidação do fundo, estão sujeitos à incidência de imposto de renda à alíquota de 20%.

Concernente às pessoas jurídicas, tanto os rendimentos como os ganhos de capital, uma vez distribuídos pelos fundos imobiliários a apuração de acordo com o regime de caixa, recairá imposto de renda na fonte, à alíquota de 20%.

3.1.5 Custos e Encargos

Além da carga tributária, o investimento em Fundos de Investimento Imobiliário também envolve custos e encargos a serem pagos pelo cotista. São eles:

- a) Custos da negociação e custódia;
- b) Taxa de administração e performance;
- c) Encargos.

3.1.5.1 Custos da negociação e custódia

Semelhantemente como ocorre na negociação de ações de companhias abertas, as operações com as cotas do Fundo de Investimento Imobiliário na bolsa ou mercado organizado, incorrem em taxa de corretagem e emolumentos, que é paga pelo investidor. Como as taxas de corretagem variam entre as instituições, cabe ao investidor observar o valor cobrado ao escolher a instituição intermediária (BRASIL, 2021).

No tocante à taxa de custódia, é cobrada por parte da instituição responsável pela custódia das cotas do Fundo de Investimento Imobiliário. Assim como as taxas de corretagem, a taxa de custódia costuma variar de acordo com a instituição intermediadora, sendo de responsabilidade do investidor pesquisar o valor cobrado em cada uma delas.

3.1.5.2 Taxa de administração e performance

O valor da Taxa de Administração, que consiste na remuneração pelos serviços prestados pelo administrador, constará expressamente no regulamento do fundo e poderá incluir uma parcela variável, denominada de taxa de performance ou desempenho, sendo esta calculada em função do desempenho do fundo ou de indicador relevante para o mercado imobiliário, que com o fundo possa ser razoavelmente comparado. As taxas, quando cobradas, são debitadas do patrimônio do fundo, ou seja, não são pagas diretamente pelo cotista.

3.1.5.3 Encargos

Os outros encargos também podem ser debitados diretamente do patrimônio do Fundo, estando estes conforme o que consta no Art. 47 da Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008 (BRASIL, 2019), como descrito abaixo:

[...]Art. 47. Constituem encargos do fundo:

[...] II – taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo; III – gastos com correspondência, impressão, expedição e publicação de relatórios e outros expedientes de interesse do fundo e dos cotistas, inclusive comunicações aos cotistas previstas no regulamento ou nesta Instrução;

Inciso III com redação dada pela Instrução CVM nº 571, de 25 de novembro de 2015. IV – gastos da distribuição primária de cotas, bem como com seu registro para negociação em mercado organizado de valores mobiliários;

V – honorários e despesas do auditor independente encarregado da auditoria das demonstrações financeiras do fundo; VI – comissões e emolumentos pagos sobre as operações do fundo, incluindo despesas relativas à compra, venda, locação ou arrendamento dos imóveis que componham seu patrimônio; VII – honorários de advogados, custas e despesas correlatas incorridas em defesa dos interesses do fundo, judicial ou extrajudicialmente, inclusive o valor de condenação que lhe seja eventualmente imposta; VIII – honorários e despesas relacionadas às atividades previstas nos incisos II, III e IV do art. 31;

- Inciso VIII com redação dada pela Instrução CVM nº 528, de 23 de outubro de 2012. IX – gastos derivados da celebração de contratos de seguro sobre os ativos do fundo, bem como a parcela de prejuízos não coberta por apólices de seguro, desde que não decorra diretamente de culpa ou dolo do administrador no exercício de suas funções; X – gastos inerentes à constituição, fusão, incorporação, cisão, transformação ou liquidação do fundo e realização de assembleia-geral; XI – taxa de custódia de títulos ou valores mobiliários do fundo; XII – gastos decorrentes de avaliações que sejam obrigatórias; XIII – gastos necessários à manutenção, conservação e reparos de imóveis integrantes do patrimônio do fundo; XIV – taxas de ingresso e saída dos fundos de que o FII seja cotista, se for o caso;

- Incisos XII a XIV com redação dada pela Instrução CVM nº 571, de 25 de novembro de 2015. XV – despesas com o registro de documentos em cartório; e XVI – honorários e despesas relacionadas às

atividades previstas no art. 25 desta Instrução. (ICVM nº 472, 2008)
Quaisquer despesas não expressamente previstas no artigo mencionado acima devem ser pagos pelo administrador do fundo (BRASIL, 2019, p.42-44).

Como mostra o artigo acima quaisquer despesas não expressamente previstas no artigo mencionado acima devem ser pagos pelo administrador do fundo.

3.1.6 Riscos inerentes ao Fundo de Investimento Imobiliário

Todos os investimentos disponíveis no setor do mercado financeiro e do mercado de capitais possuem riscos, portanto, não seria diferente com o investimento em cotas de Fundo de Investimento Imobiliário. Antes de decidir pela aquisição das cotas, os potenciais investidores devem verificar a sua situação financeira, seus objetivos de investimento, o seu perfil de risco e quanto tempo desejam permanecer investidos no Fundo de Investimento Imobiliário.

Os principais riscos decorrentes do investimento em cotas de Fundos de Investimento Imobiliário são os seguintes: riscos de liquidez, risco financeiro com o incorporador/construtor, risco de desapropriação, risco de diluição, risco de não haver garantia de eliminação de riscos, risco de divergências estruturais, risco tributário, risco de institucional, riscos macroeconômicos gerais, riscos de mercado e risco sistêmico e do setor imobiliário (SCOLESE et al., 2015). Nos subtópicos a seguir tratam sobre cada um desses riscos.

3.1.6.1 Riscos de liquidez

Como já foi exposto em tópicos anteriores, os fundos de investimento imobiliário são constituídos na forma de condomínios fechados, não admitindo o resgate de suas cotas, fator que pode influenciar na liquidez das cotas no momento de sua eventual negociação no mercado secundário. Os fundos de investimento imobiliário que possuem maior liquidez na negociação de suas cotas estão admitidos à negociação em mercado de bolsa. Adicionalmente a todo o exposto, durante o período entre a data da determinação do beneficiário da distribuição de rendimentos, da distribuição adicional de rendimentos ou da

amortização de principal e data do efetivo pagamento, o valor obtido pelo cotista em caso de negociação das cotas no mercado secundário poderá ser afetado (BM&FBOVESPA, 2021).

3.1.6.2 Risco financeiro com o incorporador/construtor

Eventualmente, o Fundo de Investimento Imobiliário pode vir a investir em um empreendimento em construção e/ou vir a realizar a reforma de algum ativo de sua propriedade. Em tais situações, o empreendedor, construtor ou incorporador de bens do fundo podem ter problemas financeiros, corporativos, de alto endividamento e performance comercial deficiente de outros empreendimentos integrantes de seu portfólio comercial e de obras. Essas dificuldades podem causar a interrupção e/ou atraso das obras dos projetos relativos ao empreendimento, causando alongamento de prazos e aumento dos custos dos projetos. Não há garantias de pleno cumprimento de prazos, o que pode ocasionar uma diminuição nos resultados do fundo (BM&FBOVESPA, 2021).

3.1.6.3 Risco de desapropriação

De acordo com o sistema legal brasileiro, os imóveis integrantes da carteira do Fundo poderão ser desapropriados por necessidade, utilidade pública ou interesse social. Qualquer desapropriação poderá prejudicar de maneira relevante o uso normal do imóvel e conseqüentemente o resultado do Fundo.

3.1.6.4 Risco de diluição

Se não estiver previsto no regulamento do Fundo que os cotistas terão direito de preferência na aquisição de cotas objeto de novas emissões, nas novas emissões de cotas do Fundo, os cotistas correrão o risco de terem a sua participação no capital do Fundo diluída.

3.1.6.5 Risco de não haver garantia de eliminação de riscos

A realização de investimentos no Fundo de Investimento Imobiliário expõe o investidor aos riscos a que o Fundo está sujeito, os quais poderão acarretar perda para os cotistas. Tais riscos podem advir da simples consecução do objeto do Fundo, assim como motivos alheios ou exógenos, tais como a moratória, guerras, revoluções, mudanças nas regras aplicáveis aos Ativos Imobiliários, Outros Ativos e/ou Ativos de Liquidez, alteração na política econômica, decisões judiciais, dentre outros (BM&FBOVESPA, 2021).

Embora o administrador mantenha o sistema de gerenciamento de riscos das aplicações do Fundo, não há qualquer garantia de completa eliminação da possibilidade de perdas para o Fundo e para os cotistas. Em condições adversas de mercado, esse sistema de gerenciamento de riscos poderá ter sua eficiência reduzida. Ainda, as aplicações realizadas no Fundo de Investimento Imobiliário não contam com garantia do administrador, do gestor ou do Fundo Garantidor de Créditos – FGC, podendo ocorrer perda total do capital investido pelos cotistas (BM&FBOVESPA, 2021).

3.1.6.6 Risco de divergências estruturais

A estrutura do Fundo, sua política de investimento, forma de administração dos Ativos Imobiliários, Outros Ativos e Ativos de Liquidez, assim como a forma de contabilização do Fundo e a forma de distribuição de rendimentos pode gerar questionamentos de origem fiscal e, em última análise, aplicação de tributação diversa da observada, com possível aumento da carga tributária e, conforme o caso, ocasionar prejuízos ao Fundo e aos cotistas, o que pode vir a afetar negativamente a rentabilidade do Fundo e, por consequência, dos cotistas (BM&FBOVESPA, 2021).

3.1.6.7 Risco tributário

Existe o risco das regras tributárias serem modificadas no contexto de

reformas tributárias, que são discutidas de tempos em tempos. Assim, o risco tributário engloba o risco de perdas decorrentes da criação de novos tributos ou de interpretação diversa da legislação vigente sobre a incidência de quaisquer tributos ou a revogação de isenções vigentes, sujeitando o Fundo ou seus cotistas a novos recolhimentos não previstos inicialmente (BM&FBOVESPA, 2021).

3.1.6.8 Risco de institucional

A economia brasileira apresentou diversas alterações desde a implementação do Plano Real. Tais ajustes têm implicado na realização de reformas constitucionais, administrativas, previdenciárias, sociais, fiscais, políticas, trabalhistas e outras. Atualmente, a economia está em situação instável e não é possível prever, com precisão, o rumo que será adotado. Evidentemente, nessas circunstâncias, a economia brasileira se vê obrigada a promover os ajustes necessários, tais como alteração da taxa básica de juros praticada no País, aumento da carga tributária sobre rendimentos e ganhos de capital dos instrumentos utilizados pelos agentes econômicos e outras medidas que podem provocar mudanças nas regras utilizadas no mercado. Nesse aspecto, os Fundos que desenvolvem suas atividades no mercado brasileiro estão sujeitos aos efeitos da política econômica praticada pelos Governos Federal, Estaduais e Municipais (BM&FBOVESPA, 2021).

3.1.6.9 Riscos macroeconômicos gerais

O Fundo está sujeito, direta ou indiretamente, às variações e condições dos mercados de capitais, especialmente dos mercados de câmbio, juros e bolsa, que são afetados principalmente pelas condições políticas e econômicas, nacionais e internacionais (BM&FBOVESPA, 2021). O Governo Federal exerceu e continua a exercer influência significativa sobre a economia brasileira. Essa influência, bem como a conjuntura econômica e política brasileira, poderá vir a causar um efeito adverso relevante que resulte em perdas para os cotistas.

O Governo Federal frequentemente intervém na economia do País e ocasionalmente realiza modificações significativas em suas políticas e normas. As

medidas tomadas pelo Governo Federal para controlar a inflação, além de outras políticas e normas, frequentemente implicaram aumento das taxas de juros, mudança das políticas fiscais, controle de preços, desvalorização cambial, controle de capital e limitação às importações, entre outras medidas, poderão resultar em perdas para os cotistas.

As atividades do Fundo, situação financeira, resultados operacionais e o preço de mercado das cotas de sua emissão podem vir a ser prejudicados de maneira relevante por modificações nas políticas ou normas que envolvam ou afetem certos fatores, tais como:

- a) Política monetária, cambial e taxas de juros;
- b) Políticas governamentais aplicáveis às atividades e ao setor do Fundo;
- c) Greve de portos, alfândegas e receita federal;
- d) Inflação;
- e) Instabilidade social;
- f) liquidez dos mercados financeiros e de capitais domésticos;
- g) Política fiscal e regime fiscal estadual e municipal;
- h) Racionamento de energia elétrica;
- i) E outros fatores políticos, sociais e econômicos que venham a ocorrer no Brasil ou que o afetem (MANAGEMENT, 2021).

As políticas futuras do Governo Federal podem contribuir para uma maior volatilidade no mercado de títulos e valores mobiliários brasileiro e dos títulos e valores mobiliários emitidos no exterior por empresas brasileiras. Adicionalmente, eventuais crises políticas podem afetar a confiança dos investidores e do público consumidor em geral, resultando na desaceleração da economia e prejudicando o preço de mercado dos fundos imobiliários listados para negociação no mercado de títulos e valores mobiliários brasileiro (MANAGEMENT, 2021).

3.1.6.10 Riscos de mercado

Muitas das vezes existem a possibilidade de ocorrerem flutuações dos mercados nacional e internacional, que afetem, entre outros, preços, taxas de juros, ágios, deságios e volatilidades dos ativos do Fundo, podem gerar oscilação no valor das cotas do Fundo, que, por sua vez, podem resultar em ganhos ou

perdas para os cotistas. O mercado de capitais no Brasil é influenciado, em diferentes graus, pelas condições econômicas e de mercado de outros países, incluindo países de economia emergente (BM&FBOVESPA, 2021).

A reação dos investidores aos acontecimentos nesses outros países pode causar um efeito adverso sobre o preço de ativos e valores mobiliários emitidos no país, reduzindo o interesse dos investidores nesses ativos, entre os quais se incluem as cotas.

3.1.6.11 Risco sistêmico e do setor imobiliário

O preço dos Ativos Imobiliários e dos Outros Ativos são afetados por condições econômicas nacionais e internacionais e por fatores exógenos diversos, tais como interferências de autoridades governamentais e órgãos reguladores dos mercados, moratórias e alterações da política monetária, o que pode, eventualmente, causar perdas ao Fundo. Esses fatores podem implicar no desaquecimento de determinados setores da economia. A redução do poder aquisitivo pode ter consequências negativas sobre o valor dos imóveis, dos aluguéis e dos valores recebidos pelo Fundo em decorrência dos aluguéis, afetando os ativos do Fundo, o que poderá prejudicar o seu rendimento e o preço de negociação das cotas. Adicionalmente, a negociação e os valores dos ativos do Fundo podem ser afetados pelas referidas condições e fatores, podendo, eventualmente, causar perdas aos cotistas (BM&FBOVESPA, 2021).

3.2 ÍNDICE DE FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS (IFIX)

O Índice de Fundos de Investimento Imobiliários (IFIX) é definido pela BM & FBOVESPA como o resultado de uma carteira teórica de ativos e essa carteira é elaborada de acordo com critérios estabelecidos em uma determinada metodologia. Ainda, o IFIX é um índice de retorno total e tem como objetivo ser o indicador do desempenho médio das cotações dos fundos imobiliários que são negociados nos mercados de balcão organizado e de bolsa da BM&FBOVESPA, portanto, sua carteira é composta por cotas de Fundos de Investimento Imobiliários que atendam, cumulativamente, os seguintes critérios

(BM&FBOVESPA, 2021):

- a) Estar classificadas entre os ativos elegíveis que, no período de vigência das três carteiras anteriores, em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade (IN), representem em conjunto 99% (noventa e nove por cento) do somatório total desses indicadores;
- b) Ter presença em pregão de 60% (sessenta por cento) no período de vigência das três carteiras anteriores;
- c) Não ser classificadas como "*Penny Stock*";
- d) Um ativo que seja objeto de Oferta Pública realizada durante o período de vigência das três carteiras anteriores ao rebalanceamento será elegível, mesmo sem estar listado todo o período, desde que:
 - 1) A Oferta Pública de distribuição de cotas tenha sido realizada antes do rebalanceamento anterior;
 - 2) Possua 60% (sessenta por cento) de presença desde seu início de negociação;
 - 3) Atenda cumulativamente aos critérios;

E neste índice, os ativos são ponderados pelo valor de mercado da totalidade das cotas emitidas pelo Fundo Imobiliário e a participação de um Fundo não pode ser maior que 20%, quando de sua inclusão ou nas reavaliações periódicas. O gráfico abaixo, retirado do Boletim do Mercado Imobiliário Mensal do IFX (2019) referente em todo o ano de 2019, mostra o desempenho comparativo do IFIX com outros índices do mercado (COVANZI et al., 2016).

Figura 1 – IFIX acumulado em 2019



Fonte: IFIX (2019)

3.3 TAXA MÍNIMA DE ATRATIVIDADE (TMA) E RENTABILIDADE

Antes de abordarmos os métodos de avaliação mais utilizados no mercado, mencionaremos estes dois conceitos considerados importantes, pois são fundamentais para qualquer investimento. A taxa mínima de atratividade de um projeto de investimento, segundo SECURATO (2005), é o custo da utilização do capital por parte da empresa. Baseando-se nessa definição, podemos concluir que o projeto de investimento só será atrativo, do ponto de vista econômico, se a taxa de rendimento que ele produz for superior à taxa de custo de capital. Em outras palavras, temos que levar em consideração a taxa de juros do mercado financeiro, pois essa funciona como custo de oportunidade.

Um projeto economicamente viável deve ter a taxa de rendimento do investimento superior à taxa de juros do mercado e remunerar o investidor pelo

risco inerente ao projeto, simultaneamente. Um indicador bastante utilizado no mercado financeiro é a rentabilidade, que define o percentual de retorno obtido de acordo com o volume de capital próprio investido, ou seja, um histórico de rentabilidade passada não garante rentabilidade futura, visto que a maioria das decisões financeiras são tomadas em condição de incerteza.

O método da Rentabilidade Simples é um método bastante utilizado para avaliação de um projeto. Esse método é baseado numa relação denominada rentabilidade simples do projeto, que indicamos com a letra h .

Conforme SECURATO (2005), a rentabilidade simples é a relação entre fluxo de caixa anual médio provável gerado pelo projeto e o total do investimento. Dessa forma temos:

$$h = \frac{L}{G}$$

Onde:

h = rentabilidade simples,

L = fluxo de caixa médio anual e

G = total do investimento

O índice h demonstra o retorno anual por unidade de capital investido no projeto. O melhor projeto de investimento será aquele que tiver a maior quantidade de recuperação de recursos por unidade de investimento. A facilidade de cálculo é a maior vantagem desse índice, porém a desvantagem é não considerar o dinheiro no tempo.

3.4 PERÍODO DE RETORNO DO INVESTIMENTO

Uma forma simplificada de saber o Período de Retorno do Investimento (PRI) é calculado de forma absoluta, por meio de uma unidade de tempo que consiste, basicamente, numa modalidade de análise inversa à da rentabilidade.

O seu cálculo é simples: para encontrar o período de retorno de determinado investimento basta somar os valores dos rendimentos acumulados, período após período, até que o valor total se iguale a quantia do investimento inicial.

De acordo com BONA (2019), a fórmula de cálculo para o PRI é dada por: $PRI = \text{Investimento Total} / \text{Lucro Líquido}$.

Supondo que um investimento renda R\$ 18.000 ao ano e que o valor do capital aplicado seja de R\$ 45.000,00, temos que:

$$PRI = (45000 / 18000) = 2,5$$

Nesse caso, conforme BONA (2019), se um investimento tem um PRI de 2,5, implica dizer que em dois anos e seis meses após a aplicação de capital o investidor terá recuperado, sob a forma de retornos, tudo o que investiu no ativo.

A característica principal desse tipo de análise é mostrar que quanto mais tempo o investidor precisar esperar para recuperar o investimento, menos atrativo ele fica e maior é a possibilidade de prejuízo. É um método que fornece a medida de risco do investimento, pois o período de retorno será proporcional à liquidez do investimento e, conseqüentemente, ao seu risco. Logo, se o período de retorno for menor que o tempo máximo tolerável de recuperação do capital, o investimento é viável. Se o período de retorno for maior que o tempo máximo tolerável de recuperação do capital, o investimento não é recomendável (BONA, 2019).

3.5 VALOR PRESENTE LÍQUIDO – VPL

Também chamado de Valor Líquido Atual, o Valor Presente Líquido é um método que consiste em trazer para a data zero todos os fluxos de caixa de um projeto de investimento e somá-los ao valor do investimento inicial, usando como taxa de desconto a Taxa Mínima de Atratividade (TMA) da empresa ou projeto. O VPL é um dos métodos mais conhecidos quando o assunto é análise da viabilidade de projetos de investimento. Com o cálculo do Valor Presente Líquido é possível fazer os ajustes, descontando as taxas de juros para obter a verdadeira noção do valor do dinheiro no futuro (CAMARGO, 2017).

Por esse motivo, o VPL não faz apenas uma comparação do investimento com o retorno que se espera. Indo além disso, como o Valor Presente Líquido leva em consideração a valorização do capital ao longo do tempo, com ele calcula-se o ganho real de investimento.

Resumindo: O VPL traz ao valor presente um valor futuro. Ele representa a

diferença entre os recebimentos e os pagamentos de um projeto de investimento em valores monetários atuais.

Em contabilidade gerencial, o cálculo de VPL é utilizado também como um dos métodos para calcular o *Goodwill*, ou Patrimônio de Marca. Este nada mais é do que os elementos não materiais de uma empresa que valoriza sua reputação. Para obter o *Goodwill*, utiliza-se do fluxo de caixa descontado.

Ainda em contabilidade, o Valor Presente Líquido é utilizado para separar de um determinado valor os efeitos da inflação e das alterações de câmbio.

Tratando-se de finanças, o VPL é amplamente utilizado para planejar investimentos a longo prazo. Como sabemos, um projeto só deve prosseguir se o valor atual de todas as entradas de caixa menos o valor atual de todas as saídas de caixa for maior que zero.

De acordo com CAMARGO (2017), a fórmula do VPL aborda:

- 1) Definição do valor do investimento inicial;
- 2) Definição do período de análise;
- 3) Definição da estimativa de entrada de caixa para cada período;
- 4) Definição da taxa de desconto apropriada;
- 5) Entradas de caixa descontadas;
- 6) Soma das entradas de caixa descontadas e subtração do investimento inicial;
- 7) Definição da viabilidade do investimento.

O Valor Presente Líquido de um fluxo de caixa é o valor monetário de todo o fluxo no tempo atual ou ao iniciar um investimento. Para ter este valor, é necessário somar as receitas líquidas futuras descontadas ao valor presente com uma taxa de desconto ou taxa mínima de atratividade. A taxa de desconto tem uma relação com a taxa de lucratividade do projeto. Em outras palavras, é o retorno mínimo que se espera para um projeto ser aceito (CAMARGO, 2017).

A Fórmula VPL

$$V_{PL} = \sum_{n=1}^{n=N} \frac{FC_t}{(1+i)^n}$$

Onde:

VPL=Valor Presente Líquido

FC = fluxo de caixa

t = momento em que o fluxo de caixa ocorreu

i = taxa de desconto (ou taxa mínima de

atratividade) n = período de tempo

Um exemplo prático, imaginando-se uma empresa que esteja pensando em investir em cota de fundo imobiliário que paga 0,7% ao mês por 2 anos. O valor dessa cota é de R\$ 15.000,00.

Como primeiro passo, definimos o fluxo de caixa:

Figura 2 – Fluxo de caixa 1º passo VPL

Mês	Fluxo de Caixa
0	- R\$ 15.000,00
1	+ R\$ 105,00 = (15.000*0,7%)
2	+ R\$ 105,00 = (15.000*0,7%)
...	...
23	+ R\$ 105,00 = (15.000*0,7%)
24	+ R\$ 5.105,00 = (15.000*0,7%) + 15.000

Fonte: (CAMARGO, 2017)

Em seguida define-se a taxa de desconto, ou taxa mínima de atratividade. Sabendo-se que os fundos imobiliários oferecem mais risco quando comparados aos títulos de governo, utilizaremos uma taxa de 12,1% ao ano. Continuando o terceiro passo calcula-se o valor presente de cada um dos fluxos como mostra o exemplo na figura abaixo.

Figura 3 – Calculando o valor presente, 3º passo do VPL

Mês	Valor Presente
0	- R\$ 15.000,00
1	+ R\$ 104,01 = R\$ 105/[(1+12,1%)^(1/12)]
2	+ R\$ 103,02 = R\$ 105/[(1+12,1%)^(2/12)]
...	...
23	+ R\$ 84,36 = R\$ 105/[(1+12,1%)^(23/12)]
24	+ R\$ 12.020,14 = R\$ 105/[(1+12,1%)^(24/12)]

Fonte: (CAMARGO, 2017)

De acordo com a fórmula apresentada, somaremos os valores. Assim, o resultado do Valor presente líquido é igual a R\$ 821,24

Ainda conforme CAMARGO (2017), depois do resultado se faz necessário a sua interpretação. Dessa forma tem-se:

- VPL Negativo = despesas maiores que as receitas, ou seja, o projeto é inviável;
- VPL Positivo = receitas maiores que as despesas, ou seja, o projeto é viável;
- VPL Zero = receitas e despesas são iguais, ou seja, a decisão de investir no projeto é neutra.

Como se observa, o resultado é negativo considerando que o investimento rende 8,7% ao ano e a taxa de desconto adotada foi de 12,1% a.a

3.6 TAXA INTERNA DE RETORNO

A Taxa Interna de Retorno – ou TIR – é definida como uma medida popular usada no orçamento de capital. A TIR é uma medida de taxa de rentabilidade, ou seja, é uma taxa de desconto que torna o VPL igual a zero, igualando o valor presente dos fluxos de caixa futuros ao investimento inicial. A taxa abaixo da qual os projetos são rejeitados é chamada de taxa de corte (GROPELLI 1998).

Para projetos com fluxos de caixas anuais divergentes, os fluxos de caixa devem ser descontados a diversas taxas até encontrar uma taxa que torne o valor

presente dos fluxos de caixa igual ao investimento inicial, tornando o procedimento em um processo de tentativa e erro.

A premissa de SECURATO (2005) é de importância fundamental na utilização deste método, ressaltando que o método pressupõe, implicitamente, que os fluxos intermediários de caixa do projeto sejam reinvestidos à sua taxa interna de retorno.

3.7 MERCADO IMOBILIÁRIO

De acordo com BACCI (2018) diferenciou patrimônio de investimento, relacionando o primeiro a moradia e o segundo, a aquisições posteriores ao primeiro imóvel, este destinado à moradia. Desta feita, o autor indica que a partir do segundo imóvel, muitas vezes destinado a uso esporádico ou ainda para aluguel por temporada ou ainda em caráter contínuo, abrangendo imóveis comerciais ou para arrendamento agrícola, compra de terrenos que poderão sofrer valorização futura substancial, também abarca participação na construção de imóveis para fins comerciais, residenciais ou industriais.

São considerados investimentos aquele capital investido em imóveis que não serão destinados à moradia pelo proprietário. Para o autor a distinção é necessária pois a finalidade interfere na relação custo-benefício que o proprietário tem com o mesmo, defendendo um modelo mental utilitarista que é pragmático. Ao fixar o mercado imobiliário para fins de investimento, o autor sugere formas de investimento possíveis, seus riscos e resultados possíveis (BACCI, 2018).

3.7.1 Aquisição direta de Imóvel para fins de aluguel

A compra de imóvel para fins de aluguel é uma forma bastante conhecida de investimento, que se pauta nos ganhos através da valorização do imóvel ao longo do tempo, a despeito da renda originada pelo aluguel. De acordo com BACCI (2018) os riscos dessa modalidade se encontram na vacância (ausência de inquilinos), inadimplência, necessidade de reparos ou ainda obras cuja responsabilidade é do locador, despesas para fins de reforma entre as locações e

ainda a possibilidade de desvalorização do imóvel e, por conseguinte, do seu valor de aluguel (BACCI, 2018).

3.7.2 Aquisição de Imóvel na planta ou em construção para fins de aluguel futuro

BACCI (2018) aponta que outra estratégia de investimento é a aquisição de imóveis não totalmente construídos. É um investimento parecido ao anterior, porém diferencia-se no quesito totalmente entregue e pronto, o que inclui não estar totalmente pago. O autor alerta para dois riscos: advindos da construção em si e o de falta de inquilino inicial. Quanto ao primeiro risco, BACCI (2018) o classifica como baixo, porém pode se disseminar em casos em que a construtora enfrente problemas ou apresentar problemas pontuais, no caso de atraso na entrega ou ainda na conclusão de um empreendimento.

No que concerne à vacância inicial, advém da entrada de muitos imóveis novos em dado momento, o que implica em muita oferta em um mesmo empreendimento, com pouca variação de modelos, acirrando a competição entre eles. Porém, a aquisição de um imóvel novo é mais vantajosa, uma vez que um imóvel novo é mais valorizado que um mais antigo. Ainda, outro fator que destaca-se, é que um imóvel novo tem sua aquisição facilitada pelo parcelamento, haja vista que as próprias construtoras oportunizam o parcelamento por crediário próprio (BACCI, 2018; RAMOS, 2018).

3.7.3 Compra impulsionada de imóvel em construção para fins de aluguel

Similarmente à estratégia anterior, diferencia-se no fato de que a receita do aluguel fará frente a liquidação parcial dos custos de aquisição. Diz-se alavancado acerca da estrutura financeira empregada na operação como também nas estratégias anteriormente apresentadas, presume-se que o comprador do imóvel possui recursos suficientes para arcar com as despesas de compra e também as despesas de manutenção do bem, independentemente de ser imediatamente ocupado ou não (BACCI, 2018).

Nesse contexto, na compra impulsionada os adquirentes se preparam para

vivenciar duas fases independentes conforme BACCI (2018), bem destaca:

- a) A fase em que não há renda, ou porque o imóvel não está pronto ou não foi entregue, e posterior a entrega, está vacante;
- b) Fase em que o imóvel está alugado, porém a renda advinda do aluguel fará frente às parcelas ou de parte destas, contribuindo para a diminuição da despesa mensal de compra.

Vale ressaltar que é preciso ficar atento, pois existe um risco adicional nessa modalidade, que diz respeito à extensão do período de vacância por tempo superior ao estimado. Por isso, é arriscado para o adquirente a situação em que ele conta com a renda de aluguel para quitar as parcelas do imóvel, o que implicará em complicações futuras. Ainda, a compra impulsionada, apesar de alavancar o mercado, gera um fluxo de caixa negativo por período prolongado, na maioria das vezes por todo o período de compra do imóvel. Por conta deste possível déficit, a estratégia se assemelha mais como uma via de aumento patrimonial do que de um viés de investimento (BACCI, 2018).

3.7.4 Aquisição de terreno e edificação própria

Modalidade em que a aquisição do terreno e a construção não realizadas pelo adquirente final, o qual se torna único proprietário do todo. Nesse cenário, BACCI (2018) alerta para dois novos riscos: a falta de *know how* do adquirente e financiamento.

A construção gerida pelo próprio dono tem ritmo diferente daquela acompanhada pela construtora. Além disso, as despesas e custos ficam por conta do investidor, que é o dono. A falta de experiência pode incorrer em dispêndios, além de planejamento incorreto sobre custos, tamanho e prazos. Tais pontos justificam o fato de que um imóvel pronto é mais custoso em virtude de não haver o risco de construção (BACCI, 2018).

A construção própria objetiva a redução do custo total a custo do investidor assumir vários outros riscos.

3.7.5 Construção personalizada (*built to suit*)

De um modo geral, os imóveis são semelhantes entre si. Constituem-se de terreno e edificação. Os imóveis de caráter residencial tendem a ser mais simples, como observado em sua divulgação por meio de anúncios, normalmente são apresentados de modo simplificado, com a quantidade de cômodos e vagas de garagem. Os imóveis para fins comerciais parecem ser mais genéricos, ainda, cujos anúncios se resumem a metragem quadrada.

BACCI (2018) acrescenta a particularidade dos imóveis logísticos industriais, que apresentam muitas especificidades. Tal tipo de construção necessita ser tratada de forma atípica, pelos contratos atípicos, e pela modalidade de construção *Built to suit* (BTS).

3.7.6 Compra de terreno para especulação

A compra de terrenos para especulação parte da ideia de que eles são ativos imobiliários, potencialmente de menor valor que um imóvel pronto ou ainda daqueles que estão em construção. Nesse sentido, essa modalidade se pauta na aquisição de um lote ou terreno com o intuito único de revendê-lo, por um valor maior do que o investido (BACCI, 2018).

Independentemente do tamanho da área, a compra especulativa vislumbra o risco das expectativas não se concretizarem no que concerne à valorização do imóvel, que está diretamente relacionada ao desenvolvimento de seu entorno. Sem a valorização virão as despesas através dos custos explícitos (manutenção, impostos, limpezas, cercas) e os custos de oportunidade.

3.7.7 Loteamento de terrenos

Os preços dependem do tamanho do terreno. Os maiores, possuem preços mais altos, porém os valores de metro quadro são inversamente proporcionais ao tamanho dos mesmos. Similarmente acontece com os terrenos menores: valem menos, mas o seu metro quadrado é mais caro. Nesse sentido, o loteamento de terrenos é uma opção que reequilibra essa função matemática (BACCI, 2018;

RAMOS, 2018).

Por outro lado, BACCI (2018) ainda esclarece que o processo administrativo que envolve tal investimento é um complicador. A aprovação para loteamento envolve muitos entes autorizadores, e envolve custos substanciais. O que não afasta o risco de o empreendimento não deslanchar. O fator venda é essencial para o sucesso dessa estratégia.

3.7.8 Compra especulativa de imóvel

Uma das maiores tentações que os investidores enfrentam ao fazer um investimento direto em propriedades é especular: comprar uma propriedade com a esperança de vendê-la com um lucro substancial no futuro próximo. Investir em renda é o mesmo que adquirir a melhor fonte, assim, a propriedade encontrada, administrada e mantida dará os melhores retornos em forma de renda mensal, ano após ano, enquanto também aumenta em valor, produz crescimento de capital.

Normalmente tal estratégia respeita o seguinte fluxo: os investidores compraram propriedades quando o mercado está em baixa e todos os outros estão vendendo, e vendem quando o mercado estava em alta e todo mundo estava comprando (RAMOS, 2018).

A especulação bem-sucedida com a propriedade requer um tempo excelente, altas taxas de crescimento de capital, um mercado no qual a demanda excede a oferta, bem como a capacidade financeira de arcar com os custos de uma propriedade enquanto um comprador é encontrado (BACCI, 2018).

O autor faz um alerta quanto ao fato de que especular com propriedade é perigoso. Isso ocorre porque a propriedade é um ativo ilíquido, o que significa que pode levar meses para ser vendida, especialmente devido aos rigorosos critérios de empréstimo impostos pelos bancos aos compradores e às atuais baixas taxas de crescimento de capital. Ele diz que uma estratégia superior de investimento em propriedade direta está se concentrando na geração de renda, o que permite aos investidores contornar os potenciais armadilhas associadas à especulação com propriedade, enquanto ainda se beneficia das vantagens.

3.7.9 Tributação referente a compra de imóveis

Quando o investidor se concentra no potencial de geração de renda de uma propriedade, ele diz que está inevitavelmente baseando sua decisão nos fatores que também garantirão um bom crescimento de capital ao longo do tempo e garantirão que a propriedade possa ser vendida por um preço justo no futuro (BACCI, 2018; RAMOS, 2018).

Esses fatores incluem a localização e as amenidades na área, a demanda de aluguel pelo tipo específico de propriedade na área, a condição do prédio e os custos contínuos, entre outros.

3.7.9.1 Impostos de Transmissão de Bens Imóveis (ITBI)

O Imposto de Transmissão de Bens Imóveis (ITBI) é um imposto previsto na Constituição Federal, regulado pelo município e cobrado pela prefeitura da cidade onde se localiza o imóvel, portanto, sofrerá alterações conforme o município. O ITBI é cobrado sempre que há a transferência de imóveis e não passa de 3% sobre o valor do imóvel, podendo diminuir conforme a negociação realizada.

É importante salientar que a oficialização do processo de compra e venda só ocorre após o recolhimento do ITBI.

3.7.9.2 Registro do imóvel

O Registro é um documento emitido pelo Cartório de Registro de Imóveis, que comprova quem é o dono do imóvel. O valor do Registro é tabelado e varia conforme o Estado em que se encontra o imóvel e o valor do mesmo.

3.7.9.3 Escritura Pública

A Escritura Pública é o instrumento jurídico de declaração de vontades celebrado entre uma ou mais pessoas perante um Tabelião e é necessária para dar validade ao ato jurídico exigido por lei. No caso da compra de um imóvel, é o

contrato de compra e venda, sendo obrigatório somente para compras realizadas à vista. Uma vez que o imóvel foi adquirido de forma financiada, o contrato estabelecido com o banco tem a mesma validade que a Escritura Pública.

O documento é um imposto estadual, seu valor é tabelado e varia conforme o Estado em que se encontra o imóvel e o valor do mesmo.

3.7.10 Riscos do Investimento em Imóveis

Assim como qualquer investimento, investir em imóveis de maneira direta também traz riscos ao investidor, apesar desses, na maioria das vezes, não serem mencionados pelo profissional de venda e de marketing contratado para comercializar o imóvel, que está tecnicamente preparado para mostrar apenas as vantagens e pontos positivos do produto. Os principais riscos do investimento em imóveis de maneira direta são: risco de liquidez, risco de mercado e risco de mercado. Abaixo os subtópicos falam sobre esses riscos.

3.7.10.1 Risco de liquidez

A liquidez pode ser definida como o grau de agilidade na conversão de um investimento em dinheiro, sem perda significativa de valor. É considerada baixa, visto que no mercado imobiliário o tempo para encontrar um comprador para o seu bem imóvel é desconhecido, podendo apenas ser mensurado com base em fatores que estão em constante mudança, como os fatores econômicos, dentre outros que afetam este mercado, portanto, a mensuração não é totalmente confiável.

De acordo com RAMOS (2007, p. 23), “*a estrutura de investimentos feitos na zona onde se localiza o imóvel interfere na sua atratividade*”. A autora divide as zonas de atratividade como zona de ascensão, neutra e decadente. A zona de ascensão é definida como onde ocorre o aumento da infraestrutura, favorecendo a demanda por imóveis para locação, com a consequente valorização dos imóveis existentes no local.

A zona neutra é definida como sem expectativa de crescimento, o que mantém as empresas já instaladas no local, mas não atrai mais investimentos. Há

uma perda de competitividade para as zonas consideradas de ascensão. A zona decadente é definida como sem expectativas de crescimento. Pode ser originada pela falta de espaço físico para que sejam executadas melhorias ou falta de recursos públicos para este fim. Esta situação causa fuga de empresas deste local desvalorizando os aluguéis e o valor venal dos imóveis.

RAMOS (2007, p. 23) ainda destaca a importância da vizinhança na valorização da área, como centros comerciais, bancos, cartórios, correios, etc. Outro fator importante destacado pela autora é a facilidade de acesso a estas áreas. Como o vendedor não possui garantia de venda rápida do seu imóvel, caso precise do dinheiro, essa necessidade pode acarretar em uma negociação bem abaixo do preço de mercado do bem, o que ocasionará uma baixa rentabilidade do investimento.

3.7.10.2 Risco de mercado

As oscilações na economia nacional e internacional refletem no mercado financeiro do País e, conseqüentemente, afeta também o mercado imobiliário. É importante avaliar indicadores como a taxa de juros, taxa de desemprego, confiança do consumidor, rendimento real, dentre outros, antes de investir no ramo imobiliário.

4. METODOLOGIA

O estudo teve como foco principal a comparação de retorno de investimentos de Fundo Imobiliário e investimento em aquisição direta de imóveis no período de 2016 a 2019. Tendo uma quantitativa e qualitativa.

As pesquisas quantitativas são aquelas em que os dados e as evidências coletadas podem ser quantificados, mensurados. Os dados são filtrados, organizados, tabulados, enfim, preparados para serem submetidos a técnicas e/ou testes estatísticos (MARTINS; THEÓFILO, 2007, p. 135).

Já a abordagem qualitativa objetiva entender um fenômeno específico em

profundidade, trabalhando com descrições, comparações, interpretações e atribuições de significados, permitindo a investigação de valores, crenças, hábitos, permitindo que o pesquisador se aprofunde no estudo do fenômeno ao mesmo tempo em que tem o ambiente natural como a fonte direta da coleta de dados.

Segundo GIL (2002), a análise qualitativa depende de muitos fatores, tais como: a natureza dos dados coletados, a extensão da amostra, os instrumentos de pesquisa e os pressupostos teóricos que nortearam a investigação. No entanto, pode-se definir esse processo como uma sequência de atividades, que envolve a redução dos dados, a categorização desses dados, sua interpretação e a redação do relatório.

Foi realizada uma pesquisa bibliográfica sendo utilizados livros e artigos sobre o tema em questão. Para a escolha das fontes, considerou-se como parâmetro aquelas que abordassem rentabilidade, fundo de investimentos imobiliários, REITS, imóveis, aquisição direta, por conseguinte atendessem a temática, e excluídas, por tanto, as que não contemplassem o assunto. Também foram utilizados dados financeiros fornecidos pelo Relatório Mensal dos respectivos administradores dos Fundos de Investimento escolhidos para a análise: Fundo de Investimento Imobiliário (CTXT11) e Fundo de Investimento Imobiliário (DRIT11B), os quais foram localizados no sítio eletrônico da Comissão de Valores Imobiliários e na página eletrônica BM&FBOVESPA.

O exame dos dados disponíveis de desempenho dos Fundos de Investimento Imobiliário através do valor patrimonial da cota, da rentabilidade patrimonial mensal e da distribuição de rendimento, que ocorre mensalmente aos investidores. Através da verificação apenas das características dos Fundos de Investimento Imobiliário que estejam ao alcance de pequenos e médios investidores mediante oferta pública, a fim de se fazer uma comparação justa com a venda direta de imóveis, considerando que o comprador seja de classe média. Além disso, serão utilizadas amostras de preços de venda de imóveis na região Sul e Sudeste do Brasil.

A análise estará compreendida de janeiro de 2016 a dezembro de 2020. A partir da coleta e da depuração dos dados, será feita a análise do desempenho de cada um dos Fundos de Investimento Imobiliário observados, considerando a sua distribuição de renda mensal e a variação da rentabilidade de suas cotas anual, e do preço dos imóveis selecionados e qual será sua rentabilidade se forem

vendidos pelo mesmo período de investimento nos Fundos de Investimento Imobiliário.

5. ANÁLISE DOS DADOS

No intuito de atender o objetivo do estudo em questão, faz-se necessária a análise comparativa entre o investimento direto em imóveis e o investimento em Fundos de Investimento Imobiliário, cujas cotas são adquiridas através da BM&FBOVESPA, cuja comparação se dará pela análise de cada um dos investimentos e seu comportamento frente ao cenário econômico brasileiro.

As informações foram compiladas a partir dos Informes Mensais de cada fundo, que estão disponíveis publicamente no site da CVM e da BM & FBOVESPA. Tais informações dispõem de dados sobre distribuição de rendimentos, patrimônio líquido, valor de quota patrimonial e quantidade de cotistas. Optou-se pela análise de preços do m² das regiões Sudeste e Sul do país, e os FIIs escolhidos foram: o Fundo de Investimento Imobiliário (CTXT11) e Fundo de Investimento Imobiliário (DRIT11B), através de análises individuais, por investimento e, posteriormente, uma análise global.

5.1 ANÁLISE MACROECONÔMICA IMOBILIÁRIA

Primeiro, são apresentadas as informações de preço médio, mensalmente em reais (R\$), do m² e rentabilidade em (%) na região Sudeste e região Sul com referência aos anos de 2016 a 2019, conforme as Tabelas 1, 2, 3, 4 e 5 na sequência.

Tabela 1 – Preço médio do m² e rentabilidade anual em 2016

REGIÃO SUDESTE				REGIÃO SUL			
Meses	Preço m ²	Média anual	Rentabilidade anual (%)	Meses	Preço m ²	Média anual	Rentabilidade anual (%)
Janeiro	1.235,59	-	4,84	Janeiro	1.346,15	-	9,36
Fevereiro	1.237,45	-	4,86	Fevereiro	1.350,92	-	9,40
Março	1.250,53	-	5,86	Março	1.351,97	-	9,14
Abril	1.252,05	-	4,95	Abril	1.356,60	-	8,94
Maio	1.252,75	-	3,32	Maio	1.362,99	-	8,29
Junho	1.291,55	-	5,59	Junho	1.367,03	-	7,81
Julho	1.303,15	-	6,30	Julho	1.367,97	-	4,15
Agosto	1.304,75	-	6,42	Agosto	1.371,95	-	4,24
Setembro	1.306,16	-	6,39	Setembro	1.377,01	-	4,32
Outubro	1.306,80	-	6,40	Outubro	1.385,57	-	4,53
Novembro	1.307,66	-	6,38	Novembro	1.388,54	-	4,40
Dezembro	1.307,54	1.279,67	6,20	Dezembro	1.415,38	1.370,17	6,13

Fonte: O autor com os dados de CBIC (2020).

Tabela 2 – Preço médio do m² e rentabilidade anual em 2017

REGIÃO SUDESTE				REGIÃO SUL			
Meses	Preço m ²	Média anual	Rentabilidade anual (%)	Meses	Preço m ²	Média anual	Rentabilidade anual (%)
Janeiro	1.308,23	-	5,88	Janeiro	1.420,05	-	5,49
Fevereiro	1.317,48	-	6,47	Fevereiro	1.424,71	-	5,46
Março	1.318,30	-	5,42	Março	1.427,18	-	5,56
Abril	1.317,48	-	5,23	Abril	1.427,58	-	5,23
Maio	1.326,33	-	5,87	Maio	1.433,33	-	5,16
Junho	1.338,98	-	3,67	Junho	1.448,33	-	5,95
Julho	1.339,45	-	2,79	Julho	1.456,67	-	6,48
Agosto	1.340,90	-	2,77	Agosto	1.462,61	-	6,61
Setembro	1.343,83	-	2,88	Setembro	1.465,99	-	6,46
Outubro	1.345,91	-	2,99	Outubro	1.467,49	-	5,91
Novembro	1.347,31	-	3,03	Novembro	1.476,51	-	6,34
Dezembro	1.350,04	1.332,85	3,25	Dezembro	1.480,11	1.449,21	4,57

Fonte: O autor com os dados CBIC (2020).

Tabela 3 – Preço médio do m² e rentabilidade anual em 2018

REGIÃO SUDESTE				REGIÃO SUL			
Meses	Preço m ²	Média anual	Rentabilidade anual (%)	Meses	Preço m ²	Média anual	Rentabilidade anual (%)
Janeiro	1.354,48	-	3,54	Janeiro	1.482,75	-	4,42
Fevereiro	1.357,48	-	3,04	Fevereiro	1.488,26	-	4,46
Março	1.358,15	-	3,02	Março	1.493,94	-	4,68
Abril	1.363,71	-	3,51	Abril	1.499,71	-	5,05
Maio	1.372,00	-	3,44	Maio	1.499,45	-	4,61
Junho	1.379,28	-	3,01	Junho	1.517,15	-	4,75
Julho	1.383,54	-	3,29	Julho	1.535,60	-	5,42
Agosto	1.388,15	-	3,52	Agosto	1.542,08	-	5,43
Setembro	1.389,07	-	3,37	Setembro	1.545,13	-	5,40
Outubro	1.390,84	-	3,34	Outubro	1.548,09	-	5,49
Novembro	1.394,36	-	3,49	Novembro	1.552,14	-	5,12
Dezembro	1.400,26	1.377,61	3,72	Dezembro	1.556,43	1.521,73	5,16

Fonte: O Autor com dados da CBIC (2020).

Tabela 4 – Preço médio do m² e rentabilidade anual em 2019

REGIÃO SUDESTE				REGIÃO SUL			
Meses	Preço m ²	Média anual	Rentabilidade anual (%)	Meses	Preço m ²	Média anual	Rentabilidade anual (%)
Janeiro	1.406,89	-	3,87	Janeiro	1.556,73	-	4,99
Fevereiro	1.410,09	-	3,88	Fevereiro	1.561,18	-	4,90
Março	1.412,41	-	4,00	Março	1.566,08	-	4,83
Abril	1.415,16	-	3,77	Abril	1.568,85	-	4,61
Maio	1.417,88	-	3,34	Maio	1.574,81	-	5,03
Junho	1.434,95	-	4,04	Junho	1.577,75	-	3,99
Julho	1.443,59	-	4,34	Julho	1.595,66	-	3,91
Agosto	1.451,80	-	4,59	Agosto	1.617,34	-	4,88
Setembro	1.453,53	-	4,64	Setembro	1.620,63	-	4,89
Outubro	1.454,88	-	4,60	Outubro	1.623,25	-	4,86
Novembro	1.456,42	-	4,45	Novembro	1.626,74	-	4,81
Dezembro	1.460,45	1.434,84	4,30	Dezembro	1.628,55	1.593,13	4,63

Fonte: O Autor com dados da CBIC (2020).

Tabela 5 – Preço médio do m² e rentabilidade anual em 2020

REGIÃO SUDESTE				REGIÃO SUL			
Meses	Preço m ²	Média anual	Rentabilidade anual (%)	Meses	Preço m ²	Média anual	Rentabilidade anual (%)
Janeiro	1.463,99	-	4,06	Janeiro	1.634,98	-	5,03
Fevereiro	1.464,48	-	3,86	Fevereiro	1.639,82	-	5,04
Março	1.470,96	-	4,15	Março	1.647,85	-	5,22
Abril	1.467,39	-	3,69	Abril	1.650,14	-	5,18
Mai	1.469,71	-	3,66	Mai	1.653,89	-	5,02
Junho	1.483,45	-	3,38	Junho	1.658,14	-	5,1
Julho	1.495,15	-	3,57	Julho	1.661,71	-	4,14
Agosto	1.507,14	-	3,81	Agosto	1.674,96	-	3,56
Setembro	1.529,91	-	5,25	Setembro	1.705,89	-	5,26
Outubro	1.547,99	-	6,4	Outubro	1.738,07	-	7,07
Novembro	1.562,46	-	7,28	Novembro	1.759,72	-	8,17
Dezembro	1.573,07	1.502,98	7,71	Dezembro	1.789,23	1.684,53	9,87

Fonte: O Autor com dados da CBIC (2021)

Diante dos resultados mostrados nas Tabelas 1, 2, 3, 4 e 5 comparando os dados do ano de 2016 com os de 2020, percebe-se que houve um aumento tanto nos valores por m² quanto na rentabilidade.

Em 2016 o preço médio por m² na região Sudeste era de R\$ 1.279,67 e na região Sul estava de R\$ 1.415,38.

Já no ano de 2020 os valores nessas mesmas regiões eram de R\$ 1.502,98 na região Sudeste e R\$ 1.684,53 na região Sul. Observando esses números, podemos afirmar que na região Sudeste teve um aumento no valor por m² de R\$ 223,31 representando pouco mais de 17,45 % de aumento com relação a 2016.

No tocante a região Sul o preço por m² teve uma variação positiva de R\$ 269,15 no preço, representando também pouco mais de 19% com relação a 2016.

No que se refere à rentabilidade, as duas regiões de acordo com os dados mostram que em 2016 ambas tinham mais rentabilidade. Em 2016 a rentabilidade anual média da região Sudeste foi de 5,63 % e em 2019 caiu para 4,69 % com

uma diferença de 1,06 %.

A região Sul em 2016 teve uma rentabilidade média anual de 5,63 % e em 2019 caiu para 4,15 % representando uma diferença de 1,35 %.

Em 2020 tivemos um aumento considerável da rentabilidade média. No Sudeste, a rentabilidade anual média foi de 4,73%, um pouco mais do que em 2019, 0,04%. Mas ainda não ultrapassando a marca de 2016, apresentando diferença negativa de 0,80%.

No Sul, a rentabilidade anual média foi de 5,72%, apresentando 0,09% acima de 2016 e uma diferença positiva de 1,44% em relação a 2019.

5.2 ANÁLISE MACROECONÔMICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

5.2.1 Fundo de Investimento Imobiliário CTXT11

O Fundo de Investimento Imobiliário Centro Têxtil Internacional teve início em 18 de agosto de 1995 e é administrado e gerido pela Rio Bravo Investimentos DTVM Ltda. A taxa de administração paga pelo Fundo corresponde a um valor fixo de R\$ 20.000,00, atualizados anualmente pelo Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) na base de 01/01/2013 e não há cobrança de taxa de performance (INTERNACIONAL, 2018).

O Fundo é considerado pelo administrador como um investimento imobiliário de longo prazo, suas cotas são negociadas na BM&FBOVESPA e seu Ticker (código ação) é o CTXT11.

O Fundo de Investimento Imobiliário Centro Têxtil Internacional tem por objeto a aquisição de 75% da área total de 34.236.52 m², representada pelos terrenos designados lotes EN1, EN2, EN3 e EN4, situados na cidade de São Paulo - SP, na Avenida Engenheiro Roberto Zucollo, 555, onde situa-se o condomínio denominado Centro Têxtil Internacional – (ITMExpo) e a comercialização dos Salões de Uso. Abaixo, as Tabelas 6 e 7 apresentam mensalmente, nos anos de 2016 a 2019, os valores do Patrimônio Líquido, o valor

patrimonial da cota e a rentabilidade patrimonial disponibilizadas pelo administrador no site da CVM, em cumprimento ao disposto no Art. 39 da Instrução CVM nº 472/08 (BRASIL, 2019).

Tabela 06 – Informações do FII Centro Têxtil Internacional (CTXT11) - 2016

RELATÓRIO - 2016			
Meses	Patrimônio Líquido	Valor patrimonial da cota (R\$)	Rentabilidade Patrimonial do Mês de Referência
Janeiro	R\$ 121.279.027,50	3,3392	0,99%
Fevereiro	R\$ 121.351.247,90	3,3412	0,98%
Março	R\$ 121.381.309,49	3,342	0,99%
Abril	R\$ 121.369.873,69	3,3417	0,97%
Maio	R\$ 121.630.897,77	3,3432	1,021%
Junho	R\$ 121.394.598,20	3,3424	1,010%
Julho	R\$ 121.449.026,67	3,3439	1,1012%
Agosto	R\$ 121.478.289,75	3,3447	1,020%
Setembro	R\$ 121.478.072,23	3,3447	0,979%
Outubro	R\$ 121.499.828,87	3,35	0,9892%
Novembro	R\$ 122.275.752,91	3,36632	1,6057%
Dezembro	R\$ 122.319.795,14	3,367844	1,0256%

Fonte: O autor com dados de BM&FBOVESPA (2020).

Tabela 07 – Informações do FII Centro Têxtil Internacional (CTXT11) - 2019

RELATÓRIO - 2019			
Meses	Patrimônio Líquido	Valor patrimonial da cota (R\$)	Rentabilidade Patrimonial do Mês de Referência
Janeiro	R\$ 123.488.041,99	3,40	0,2009%
Fevereiro	R\$ 123.402.691,13	47,57	0,8115%
Março	R\$ 123.254.325,45	47,51	0,7526%
Abril	R\$ 123.193.353,08	47,49	0,7284%
Maio	R\$ 123.266.994,00	47,514933	0,7606%
Junho	R\$ 123.333.587,96	47,540603	0,8363%
Julho	R\$ 123.274.925,37	47,52	0,7342%
Agosto	R\$ 123.343.394,85	47,54	0,8134%
Setembro	R\$ 123.478.955,05	47,60	0,8917%
Outubro	R\$ 123.648.640,90	47,662044	0,8992%
Novembro	R\$ 137.914.133,39	53,160872	12,2997%
Dezembro	R\$ 138.068.995,16	53,220565	0,7961%

Fonte: O autor com dados de BM&FBOVESPA (2020).

Mensurando os dados das tabelas, é notório a variação tanto mensal quanto anual. Em 2016, o patrimônio líquido em janeiro estava de R\$ 121.279.027,50 e em dezembro de 2019 valorizou para R\$ 138.068.995,16 com um incremento de R\$ 16.789.967,66 representado aproximadamente 1,13%.

No tocante o valor patrimonial da Cota, que em janeiro de 2016 estava de R\$ 3,3392 foi aos poucos subindo e em fevereiro de 2019 deu um salto para R\$ 47,57 e chegou em dezembro de 2019 no valor R\$ 53,22 demonstrando um aumento bem expressivo com diferença positiva de R\$ 49,88 representando um incremento de 15,93 %.

Tratando-se da rentabilidade, a soma durante o ano de 2016 foi 12,68% e a média mensal de 1,06%. Já em 2019 a soma foi de 20,52% e a rentabilidade média mensal foi de 1,71%.

Isso mostra que tanto houve valorização do patrimônio líquido fundo, valor patrimonial da Cota como também uma boa rentabilidade de 2016 a 2019.

5.2.2 Fundo de Investimento Imobiliário DRIT11B

O Multigestão Renda Comercial Fundo de Investimento Imobiliário teve início em 09 de dezembro de 2008 e é administrado e gerido pela Rio Bravo Investimentos DTVM Ltda. A taxa de administração paga pelo Fundo corresponde a 0,25% a.a. sobre o Patrimônio Líquido, com valor mínimo de R\$ 6.000,00 mensais e não há cobrança de taxa de performance. O Fundo é considerado pelo administrador como um investimento imobiliário de longo prazo, suas cotas são negociadas no Mercado de Balcão e seu Ticker (código ação) é o DRIT11B (MULTIGESTÃO, 2018).

O objetivo do Fundo é a aquisição, exploração e venda de (i) imóveis comerciais; (ii) lajes corporativas; (iii) conjuntos comerciais nos principais centros urbanos; (iv) lojas; (v) participações e direitos sobre empreendimentos imobiliários destinados à atividade comercial; (vi) vagas de garagem; (vii) terrenos, localizados em todo território brasileiro, em especial nos grandes centros urbanos do país, livres e desembaraçados de quaisquer ônus e gravames assim como inclui a possibilidade de o Fundo investir em cotas de outros fundos imobiliários, certificados de recebíveis imobiliários, letras de crédito imobiliário e letras

hipotecárias na existência de disponibilidade financeira não aplicadas em bens imóveis ou direitos a eles relacionados (MULTIGESTÃO, 2018).

As Tabelas 8 e 9 apresentam mensalmente, nos anos de 2016 a 2019, os valores do Patrimônio Líquido, o valor patrimonial da cota e a rentabilidade patrimonial disponibilizadas pelo administrador no site da CVM, em cumprimento ao disposto no Art. 39 da Instrução CVM nº 472/08.

Tabela 08 – Informações do FII Centro Têxtil Internacional (DRIT11B) - 2016

RELATÓRIO - 2016			
Meses	Patrimônio Líquido	Valor patrimonial da cota (R\$)	Rentabilidade Patrimonial do Mês de Referência
Janeiro	R\$ 59.615.913,08	R\$ 128,6831	0,42 %
Fevereiro	R\$ 59.432.933,50	R\$ 128,2881	0,02 %
Março	R\$ 59.755.437,62	R\$ 128,9843	1,01 %
Abril	R\$ 59.968.130,95	R\$ 129,4434	0,87 %
Maió	R\$ 59.943.859,25	R\$ 129,3910	0,500%
Junho	R\$ 59.749.402,98	R\$ 128,9712	0,541%
Julho	R\$ 59.790.492,86	R\$ 129,0599	0,578%
Agosto	R\$ 59.663.697,44	R\$ 128,7862	0,263%
Setembro	R\$ 59.663.697,44	R\$ 128,7862	0,263%
Outubro	R\$ 59.705.863,58	R\$ 128,88	0,4745%
Novembro	R\$ 58.767.362,79	R\$ 126,851458	1,5250%
Dezembro	R\$ 58.832.061,38	R\$ 126,991112	0,5200%

Fonte: O autor com dados de BM&FBOVESPA (2020).

Tabela 09 – Informações do FII Centro Têxtil Internacional (DRIT11B) - 2019

RELATÓRIO - 2019			
Meses	Patrimônio Líquido	Valor patrimonial da cota (R\$)	Rentabilidade Patrimonial do Mês de Referência
Janeiro	R\$ 57.992.386,05	R\$ 125,18	0,00%
Fevereiro	R\$ 57.982.551,03	R\$ 125,16	0,5182%
Março	R\$ 58.040.582,25	R\$ 125,28	0,32%
Abril	R\$ 57.994.313,70	R\$ 125,18	0,32%
Maió	R\$ 76.440.705	R\$ 165,00	0,32%
Junho	R\$ 75.773.586	R\$ 163,56	0,30%
Julho	R\$ 76.440.705	R\$ 165,00	0,31%
Agosto	R\$ 71.807.935	R\$ 155,00	0,30%
Setembro	R\$ 74.819.236	R\$ 161,50	0,23%
Outubro	R\$ 69.584.205	R\$ 150,20	0,46%
Novembro	R\$ 79.679.011	R\$ 171,99	0,51%
Dezembro	R\$ 82.000.029	R\$ 128,6831	0,45%

Fonte: O autor com dados de BM&FBOVESPA (2020).

Analisando os dados das tabelas, também observa-se nesse fundo a variação tanto mensal quanto anual. Em 2016, o patrimônio líquido em janeiro estava de R\$ 59.615.913,08 e em dezembro de 2019 valorizou chegando a R\$ 82.000.029 com um acréscimo de R\$ 22.384.115,92 representado aproximadamente 1,37%.

No tocante ao valor patrimonial da Cota, que em janeiro de 2016 estava de R\$ 128,6831 e em janeiro de 2019 caiu para R\$ 125,18 e só em dezembro de 2019 recuperou o valor voltando a 128,6831. Nesse caso, não houve aumento, mas se manteve no valor que estava em 2016.

Tratando-se da rentabilidade, a soma durante o ano de 2016 foi 6,98% e a média mensal de 0,58%. Já em 2019 a soma foi de 4,04% e a rentabilidade média mensal foi de 0,34%.

Isso mostra que houve valorização do patrimônio líquido do fundo, já o patrimônio da Cota comparando 2016 com 2019 não houve aumento. No tocante a rentabilidade se mostrou muito baixa comparando com o fundo anterior.

6. CONCLUSÃO

O estudo apresentado demonstrou um comparativo entre o retorno de investimento em Fundos Imobiliários e o de investimento em aquisição direta de imóveis no período de 2016 a 2020.

No que se refere à existência ou não de diferença no custo de entrada, o estudo demonstrou que existe diferença, uma vez que é possível ingressar no fundo com investimentos inferiores ao valor de aquisição de uma propriedade. No que concerne a identificar qual investimento tem maior liquidez, a possibilidade de venda do FII em relação a venda de um imóvel é substancialmente diferente, uma vez que um imóvel, normalmente, leva um certo tempo para que a venda do bem se concretize, ou seja, tem menor liquidez.

Outra vantagem encontrada ao investir em FIIs vem do fato de não ter que lidar com problemas inerentes ao aluguel de um imóvel ou vacância do mesmo, inadimplência e manutenções. Além do mais, a flexibilidade de investimento dos FIIs é bem maior, pois é possível investir em propriedade comerciais, shoppings, marina ou em grupos de residências de veraneio.

O investimento direto em imóveis apresenta vantagens sobre o investimento em FIs, em vários aspectos como: o investidor direto imobiliário não há submissão a um gestor de fundos, decidindo valor de aluguel, número de propriedades para compra, para quem alugar ou vender sua propriedade. Ainda com imóveis diretos, o investidor pode tirar proveito de incentivos fiscais, como estratégias de anular a depreciação para ter uma dedução fiscal de hipoteca, como também os retornos do investimento são mais volumosos em virtude do volume investido.

Vale ressaltar que os valores efetivamente pagos pela aquisição de um imóvel divergem dos anunciados pelos vendedores e efetivamente declarados nos cartórios em virtude de taxas e impostos que incidem sobre ele.

No geral tanto a aquisição direta de imóveis quanto ao investimento em fundos imobiliários, ambas as modalidades de investimento existem riscos e perda de capital como também as suas vantagens e desvantagens. Depende do tipo de fundo que se está investindo, para isso é importante analisar e ver todo o histórico para ver se vale a pena. Já a compra direta de imóveis, demanda mais investimentos e também podem sofrer desvalorização como também precisar gastar com reformas com a depreciação ao longo dos anos.

As conclusões deste trabalho compreendem a análise de janeiro de 2016 a dezembro de 2020 nos fundos de investimento imobiliários abordados nas regiões Sudeste e Sul. A partir da coleta e da depuração dos dados, foi feita a análise do desempenho de cada um dos Fundos de Investimento Imobiliário observados, considerando a sua distribuição de renda mensal e a variação da rentabilidade de suas cotas anual, e do preço dos imóveis selecionados e qual será sua rentabilidade se forem vendidos pelo mesmo período de investimento nos Fundos de Investimento Imobiliário. Dessa forma, mostra um recorte de situações específicas e não pode estender a casos diferentes dos estudados. Portanto, este trabalho limita-se aos casos aqui mencionados, podendo ditar uma tendência ou padrão que pode ser observado em outros casos, mas não dizer inteiramente sobre eles. Da mesma maneira, pode-se dizer sobre o período abordado: os dados e análises aqui demonstradas não ditam, necessariamente, uma similaridade ou equivalência com anos anteriores e futuros.

Dessa forma, cabe a trabalhos futuros analisar os dados de outras regiões do país, como Norte, Nordeste e Centro-Oeste. No mesmo e também em outros

períodos, especialmente, após 2021, para termos uma amostragem de quais novas tendências temos nesse cenário e o que continuou parecido nos próximos anos. Da mesma forma, é interessante analisar o desempenho e comparativo de outros Fundos de Investimento Imobiliários no mesmo contexto do presente trabalho.

7. REFERÊNCIAS

BACCI, André L F S. **Introdução aos Fundos de Investimento Imobiliário**. 2018. Edição Kindle.

BM&FBOVESPA. **Informe Mensal de Fundos de Investimentos Imobiliários: Centro Têxtil Internacional**. 2018. Disponível em: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/abrirGerenciadorDocumentosCVM?cnpjF_undo=762723000128>. Acesso em 07 de novembro de 2020.

BM&FBOVESPA. **Informe Mensal de Fundos de Investimentos Imobiliários: Multigestão Renda Comercial FII**. 2018. Disponível em: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/abrirGerenciadorDocumentosCVM?cnpjF_undo=10456810000100>. Acesso em 07 de novembro de 2020.

BM&FBOVESPA. **Dos Fatores de Risco Associados aos Fundos de Investimento de Desenvolvimento Imobiliário em Geral**. Disponível em: <<https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/downloadDocumentoAdicional?idDocumento=160660&idDocumentoAdicional=1>>. Acesso em 20 de junho de 2021.

BONA, André. **O Prazo do Retorno do Investimento (PRI)**. Investimentos, 2019. Disponível em: <<https://andrebona.com.br/retorno-sobre-investimento-roi-o-que-e-e-comocalcular/#:~:text=O%20seu%20c%C3%A1culo%20%C3%A9%20simples,PR%20%3D%20Investimento%20Total%20%2F%20Lucro%20L%C3%ADquido>> Acesso em 04 de novembro de 2020.

BOSCARDIN, Ivan Mercadante. Fundos de investimento imobiliário. Jusbrasil, 2015. Disponível em: <<https://ivanmercadante.jusbrasil.com.br/artigos/300052457/fund-os-de-investimento-imobiliario>>. Acesso em 04 de novembro de 2020.

BRASIL. **Lei Nº 8.668, DE 25 DE JUNHO DE 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e da outras providências**. Brasília, jun. 1993. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L8668.htm>. Acesso em 07 de novembro de 2020.

BRASIL. **Lei Nº 11.033, DE 21 DE DEZEMBRO DE 2004.** Brasília, 2004. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l11033.htm >. Acesso em 07 de novembro de 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Apuração dos lucros a distribuir de Fundos de Investimento Imobiliário de que trata o art. 10, p.u., da Lei 8.668/03 - Processo CVM nº RJ-2014-11704.** Disponível em: < http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficioscirculares/sinsnc/anexos/o_c-sin-snc-0115-2.pdf > Acesso em 04 de novembro de 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Texto Integral da Instrução CVM no 205, de 14 de Janeiro de 1994, com Alterações Introduzidas Pelas Instruções CVM Nos 389/03, 418/05 E 455/07.** Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst205.html>>. Texto consolidado(14.01.1994). Acesso em 20 de junho de 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Texto Integral da Instrução CVM no 206, de 14 de Janeiro de 1994.** Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst206.html>>. Texto consolidado(14.01.1994). Acesso em 20 de junho de 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Texto Integral da Instrução CVM Nº 472, de 31 de Outubro de 2008, com as Modificações Introduzidas Pelas Instruções CVM Nº 478/09, 498/11, 517/11, 528/12, 554/14, 571/15, 580/16, 604/18, 609/19 E 615/19.** Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst_472consolid.pdf>. Texto consolidado(07.10.2019). Acesso em 20 de junho de 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Consulta de informe mensal de fundos de investimento imobiliário.** 2018. Disponível em: <http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/ResultListaPartic.aspx?TP_Consulta=9>. Acesso em 07 de novembro de 2020.

BRASIL, Portal do Investidor. **Fundos de Investimento Imobiliário.** 2021. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/fundos_i_mobiliarios.html>. Acesso em 20 de junho de 2021.

CAMARGO, Renata Freitas de. **Veja como o Valor Presente Líquido (VPL) ajuda na análise de viabilidade de um investimento**. Treasy, 2017. Disponível em:

<[https://www.treasy.com.br/blog/valorpresenteliquidovpl/#:~:text=Tamb%C3%A9m%20chamado%20de%20Valor%20L%C3%ADquido,TMA\)%20da%20empresa%20ou%20projeto.](https://www.treasy.com.br/blog/valorpresenteliquidovpl/#:~:text=Tamb%C3%A9m%20chamado%20de%20Valor%20L%C3%ADquido,TMA)%20da%20empresa%20ou%20projeto.)> Acesso em 05 de novembro de 2020.

CBIC, Câmara Brasileira da Indústria da Construção. **CUB Médio Brasil - Custo Unitário Básico de Construção por m²**. 2018. Disponível em:

<<http://www.cbicdados.com.br/menu/custo-da-construcao/cub-medio-brasil-custo-unit-ariobasico-de-construcao-por-m2>>. Acesso em 07 de novembro 2020.

COVANZI, Renato S. ; PORTO, Paola T. **Análise Dos Fatores Que Podem Impactar Os Valores De Transações Das Cotas Dos Fundos De Investimento Imobiliário - FII**. 16^a Conferência Internacional da LARES. São Paulo, 2016. Disponível em:

<https://lares.architexturez.net/system/files/COVANZI_ANALISE_ARTIGO.pdf>. Acesso em 20 de junho de 2021.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar um projeto de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2010.

GROPELLI, A.A. **Administração Financeira**. São Paulo: Saraiva, 3^a edição, 1998.

INTERNACIONAL, Centro Textil. **Estratégias de Investimento**. 2018. Disponível em:

<<https://www.riobravo.com.br/EstrategiasInvestimento/Paginas/FIICentroTextilInternacional.ASPX>>. Acesso em 07 novembro de 2020.

MANAGEMENT, XP ASSET. **XPIN | Principais fatores de risco**. Riscos Referentes ao Ambiente Macroeconômico. Disponível em:

<<https://xpin.riweb.com.br/show.aspx?idMateria=sPBWImhCnFJRymwtaZYDcQ==>> . Acesso em 20 de junho de 2021.

MARTINS, G. D. A.; THEOPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MULTIGESTÃO. **Renda Comercial FII**. 2018. Disponível em:

<<https://www.riobravo.com.br/EstrategiasInvestimento/Paginas/FIIMultigestaoRendaComercialFII.ASPX>>. Acesso em 07 de novembro de 2020.

SCOLESE, D.; BERGMANN, D. R.; SILVA, F. L.; SAVOIA, José Roberto. **Análise de estilo de fundos imobiliários no Brasil**. Revista de Contabilidade e Organizações. São Paulo, 2015. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rco/article/view/83452/146301#info>>. Acesso em 20 de junho de 2021.

SECURATO, J. R., Amato, F. B., Takaoka, M. V., Lima Junior, J. R. **Estratégia de Aplicação em Fundos Imobiliários como Diversificação de Investimentos: Uma Análise do Desempenho Recente e seus Fatores de Influência**. (2005, august). Paper presented at VIII SEMEAD - Seminários em Administração, São Paulo, Brazil. Disponível em: <http://www.ead.fea.usp.br/Semead/8semead/resultado/an_resumo.asp?cod_trabalho=136>. Acesso em 05 de novembro de 2020.