

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**  
**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**



**Monografia de Final de Curso**

**Uma análise da indústria dos Fundos Imobiliários  
no Brasil**

**Luisa Albuquerque Speiski**

Matrícula: 1910721

**Departamento de Economia Puc**

**Orientador: Marcus Ferrero Valpassos**

**Co-orientador: Márcio Garcia**

**Rio de Janeiro, junho de 2023**

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**

**“ UMA ANÁLISE DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS NO  
BRASIL”**

Luisa Albuquerque Speiski

Matrícula: 1910721

Orientador: Marcus Ferrero Valpassos

Junho, 2023

**"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".**

**Luisa Albuquerque Speiski**

**"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor".**

## **Agradecimentos**

Gostaria de agradecer aos meus pais, Isio e Luciana, pelo apoio incondicional em todas as etapas da vida e por serem fonte de inspiração constante. Por nunca medirem esforços para a minha felicidade e por serem os responsáveis pela pessoa que me tornei, academicamente e pessoalmente.

À minha irmã, Juliana, agradeço por ser o meu alicerce em todos os momentos e pelo apoio e parceria.

Ao meu orientador e primeiro chefe, Marcus Valpassos, agradeço por todos os ensinamentos e dedicação em prol do meu aprendizado.

## Sumário

<b>Lista de Figuras</b> .....	6
<b>Lista de Tabelas</b> .....	7
<b>I. Introdução</b> .....	8
<b>II. O mercado de Fundos Imobiliários</b> .....	9
2.1) Os FIIs no Brasil.....	9
2.2) Divisão do mercado de FIIs.....	10
2.3) Análise dos FIIs.....	11
<b>III. A composição dos investidores no mercado</b> .....	14
3.1) Participação de pessoas físicas no setor.....	14
3.2) Flutuações no mercado e o estudo da Economia Comportamental.....	15
3.3) Exemplos da irracionalidade no mercado.....	17
<b>IV. Os Fundos Imobiliários e a taxa Selic</b> .....	20
4.1) A taxa Selic e suas implicações na Economia.....	20
4.2) Comportamento dos FIIs com os juros baixos.....	22
4.3) Comportamento dos FIIs com os juros altos.....	25
<b>V. O comportamento dos Fundos Imobiliários na pandemia da COVID-19</b> .....	28
5.1) Os choques econômicos da pandemia.....	28
5.2) O home office e o aumento da vacância nas Lajes Comerciais.....	30
5.3) Evolução do setor logístico na pandemia.....	32
<b>VI. Os números do mercado brasileiro e um comparativo com os REITs</b> .....	36
6.1) Dados quantitativos do mercado e os maiores fundos.....	36
6.2) Os REITs nos Estados Unidos.....	39
<b>VII. Conclusão</b> .....	42
<b>VIII. Referências Bibliográficas</b> .....	44
<b>IX. Fontes</b> .....	46

## **Lista de Figuras**

Figura 1 – Participação Setorial Histórica – IFIX

Figura 2 – Preço / Valor Patrimonial – Setorial

Figura 3 – Evolução do Número de Investidores com posição em custódia (milhares)

Figura 4 – Cotações Históricas e DY anualizado

Figura 5 – Histórico de Preços SNCI11 e HCTR11

Figura 6 – Taxa Selic x IPCA anualizado

Figura 7 – Evolução do mercado de FIIs – novos fundos e Valor de Mercado ( R\$ Bi )

Figura 8 – IFIX x Selic

Figura 9 – Mapa de calor dos retornos das principais bolsas do mundo – jan/20 a abr/20

Figura 10 – Mapa de calo dos retornos dos índices setoriais – jan/20 a abr/20

Figura 11 – Histórico de Vacância – Composição do IFIX congelada em dez/19

Figura 12 – Estoque entregue (000 m<sup>2</sup>)

Figura 13 – Preço / Valor Patrimonial – Tijolo e Subsegmentos

Figura 14 – Capitalização de Mercado REITs (mil US\$)

## **Lista de tabelas**

Tabela 1 – Histórico de ofertas no mercado de FIIs

Tabela 2 – Histórico do valor de m<sup>2</sup> dos 10 maiores fundos de escritório

Tabela 3 – Participação por setor dos REITs

## **I. Introdução**

Esse projeto é focado na indústria de Fundos Imobiliários no Brasil e em sua evolução ao longo dos anos no país. Serão analisados a composição e o crescimento no número dos investidores do mercado de FIIs, a distribuição de cada segmento imobiliário na composição do índice que rege o setor, como que os impactos macroeconômicos podem impactar e ditar os movimentos da indústria.

Além disso, serão analisadas as principais mudanças entre o cenário pré e pós pandemia e a composição dos números de mercado, dando ênfase aos fundos mais relevantes. Por fim, teremos as perspectivas macroeconômicas para o futuro e como os FIIs devem se comportar dentro do contexto em questão. Todos os dados ao longo da análise são referentes ao fechamento de maio de 2023, exceto quando indicado.



## **Capítulo II: O mercado de Fundos Imobiliários**

### **2.1) Os FIIs no Brasil**

Os fundos imobiliários tiveram seu início no Brasil há quase 30 anos, quando o primeiro foi lançado através da Lei nº 8.668/93. O produto é definido como uma “comunhão de recursos destinada à aplicação em ativos relacionados ao mercado imobiliário” e são constituídos sob a forma de condomínio fechado, não admitindo o resgate de cotas. O produto investe de maneira direta e indireta em ativos imobiliários e reúne investidores que muitas vezes não estariam dispostos a desembolsar o valor de um imóvel.

Os FIIs podem ter prazos determinados ou indeterminados para sua duração e, a fim de garantir sua abertura e funcionamento, inúmeros agentes estão envolvidos nesse processo. Além do assessor jurídico, que será responsável pelas questões legais como a formulação do regulamento do fundo, estão a instituição administradora, os gestores e o auditor. Cada um desses será responsável por preencher os requerimentos da CVM, tomar as decisões de investimento de maneira ativa e se responsabilizar pelas demonstrações financeiras do veículo, respectivamente.

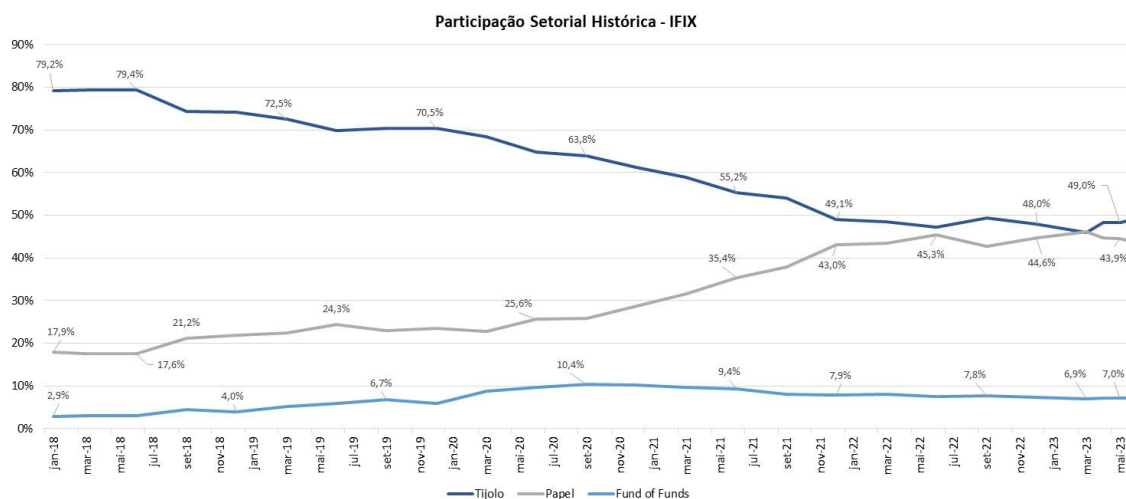
A carteira de um investidor pode ser formada tanto com a aquisição de ofertas disponíveis no mercado primário quanto com a disponibilidade no mercado secundário. Quando o fundo é novo, ele faz uma Oferta Pública Inicial (IPO) e assim começa a ter suas cotas negociadas na B3. As ofertas subsequentes são chamadas de follow on e ocorrem quando um FII que já tem suas cotas negociadas na bolsa faz uma nova emissão. Já as cotas adquiridas no mercado secundário, são compradas através do mercado de ações ou em balcão organizado, por meio do ticker de cada fundo. Diferente das cotas do mercado primário, que são precificadas na emissão, as cotas compradas na B3 sofrem alterações de preços diariamente, decorrente do momento de mercado.

Uma vez que a instituição financeira encarregada pela gestão do fundo capta recursos, sua função agora é destiná-los para a aquisição de ativos imobiliários. Os ativos desse mercado podem englobar a aquisição de imóveis para futura locação e renda através de aluguel, cotas de outros FIIs, Certificado Recebíveis Imobiliários (CRIs), LCIs, entre outros.

## 2.2) Divisão do mercado de FIIs

Para acompanhar a evolução dos Fundos Imobiliários, é essencial entender como é feita a divisão desse mercado. O principal parâmetro para acompanhar o desempenho dos FIIs é o índice IFIX. Esse, é composto por fundos que se dividem em três grandes segmentos: papel, tijolo e FOFs. Atualmente, os fundos de papel representam cerca de 43,92% do índice, enquanto os de tijolo representam 49,05% e o restante corresponde à participação dos FOFs, que equivalem a cerca de 7,03%. O spread entre a participação do setor de tijolo e de papel já chegou a 61,9%, mas, o peso de cada um foi se convergindo devido à evolução do mercado e às questões macroeconômicas. Abaixo, podemos ver o desenvolvimento da importância de cada segmento para o índice IFIX. <sup>1</sup>

Figura 1 - Participação Setorial Histórica – IFIX



Fonte: Comdinheiro

Os fundos de papel fazem parte de um dos segmentos mais representativos de FIIs brasileiros e investem em títulos relacionados ao setor imobiliário. Por sua vez, não possuem imóveis na composição de sua carteira e dentre os títulos que podem ter em seu portfólio, o principal são os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs). O CRI é um instrumento de captação de recursos destinado a financiar as transações do mercado imobiliário e são emitidos por securitizadoras e empresas que compram participação ou totalidade do recebível, podendo negociá-los no mercado.

<sup>1</sup> Dados do Comdinheiro

Os rendimentos mensais desse tipo ativo são provenientes do pagamento de juros e correção monetária. Da mesma maneira que outros investimentos em renda fixa, o investidor tem a previsão de suas remunerações e amortizações referentes ao título. Além disso, esse tipo de investimento é responsável por trazer diversificação aos riscos a que cada fundo está exposto, já que abre espaço para um portfólio com diferentes CRIs indexados a diferentes taxas, como IPCA e CDI.

Como iremos ver mais a frente, a evolução da taxa de juros no país nos últimos anos trouxe algumas consequências para o mercado imobiliário. Entre elas, a evolução do crédito imobiliário no país, criando um ambiente favorável para o aumento das emissões dos CRIs.

Já os fundos de tijolo possuem seu patrimônio concentrado majoritariamente em ativos físicos. Esses, buscam obter rendimento através da receita de aluguel dos imóveis em seu portfólio. Outra maneira de se obter rendimento para esse segmento de fundos é o lucro por meio da compra e venda de imóveis. Para os investidores, o retorno vem através dos dividendos mensais por cota, que varia de acordo com a receita mensal ou semestral do FII.

O setor de tijolo engloba alguns subsegmentos como Logística, Lajes Comerciais, Shopping, Renda Urbana, Agribusiness e Agências. Entre esses, os que possuem maior relevância são os de Logística, Lajes Comerciais e Shoppings, que representam cerca de 16,6%, 8,8% e 7,6% respectivamente<sup>2</sup>. Apesar de serem classificados como fundos de tijolo, os produtos desse segmento também podem possuir ativos de papel em seu portfólio, mas sua distribuição está majoritariamente nos imóveis.

### **2.3) Análise dos FIIs**

Uma vez que um FII é estudado, existem características quantitativas gerais que devem ser observadas antes de entrar na análise qualitativa. Entre essas características, estão a quantidade de cotas, o valor patrimonial do fundo, o seu valor de mercado, o PVP, se suas tentativas de emissões foram bem sucedidas, o caixa disponível de acordo com seu balanço patrimonial e a dívida do fundo. Após observar essas características, a análise passa a variar de acordo com o segmento do fundo em questão.

Independente do segmento do FII, para saber se é o momento correto de montar uma posição, ou seja, saber se está barato ou caro o preço da cota, deve - se avaliar o

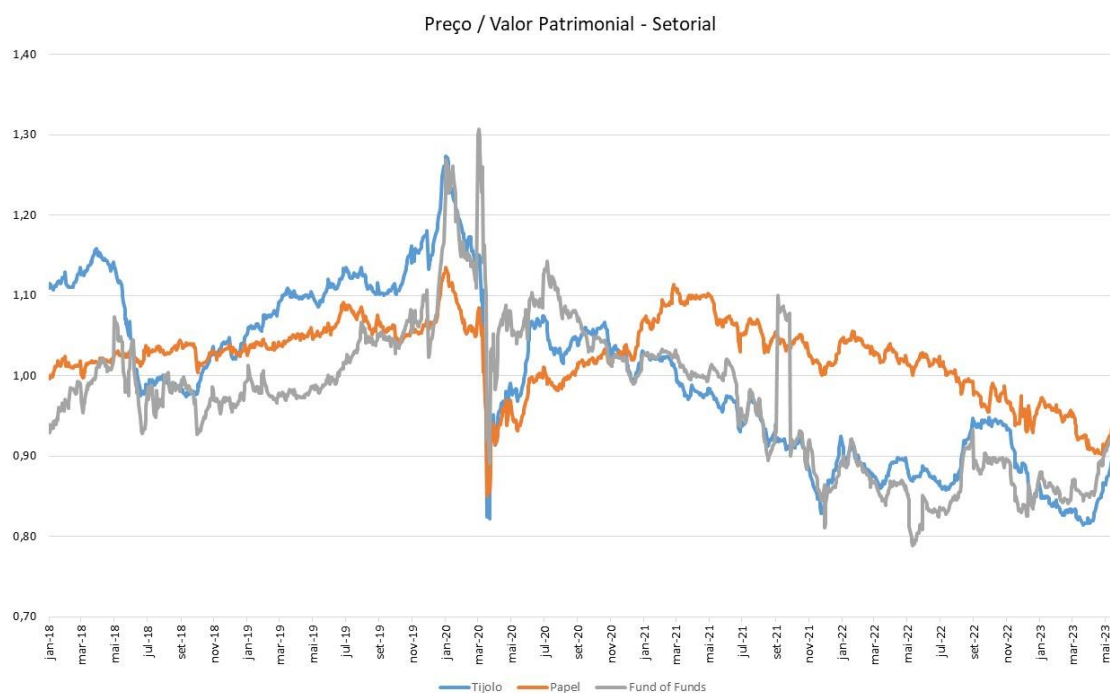
---

<sup>2</sup> Dados do Comdineiro

Valor Patrimonial x Valor de mercado e consequentemente a Cota Patrimonial x Preço de tela. Quando se entende que qualitativamente o FII é atrativo, o valor de mercado estar abaixo do valor patrimonial significa que, de acordo com a precificação do mercado, o fundo imobiliário está valendo menos do que o valor que ele engloba de patrimônio e dessa forma, suas cotas estão valendo "menos do que deveriam".

Ao longo dos últimos anos, o Preço/Valor Patrimonial de cada setor sofreu uma queda significativa, decorrente dos choques provenientes da pandemia e alterações do mercado. Contudo, a recuperação desses valores não está sendo muito rápida devido à alta dos juros, afetando a atratividade em investimentos em renda variável. Abaixo, pode-se analisar a evolução dessa taxa.

Figura 2 – Preço / Valor Patrimonial - Setorial



Fonte: Comdinheiro

Quando analisados, os segmentos de FIIs devem ser estudados de maneira diferente: o setor dos fundos de papel deve ter seu foco nos indexadores, taxas e devedores do crédito. Deve ser verificada a confiabilidade dos devedores, o caixa disponível em seu balanço, o seu histórico de pagamento ou de inadimplências. De acordo com a conclusão dessa análise, a dívida é emitida à uma taxa acordada pelo emissor e pelo devedor.

Como qualquer ativo de crédito, a taxa atrelada ao indexador será proporcional à avaliação realizada pelos gestores. Caso avaliem o crédito como arriscado, as taxas definidas para a operação serão maiores, representando maior retorno para o emissor quando pagas (high yield). Em contrapartida, operações com menor risco (high grade) tendem a ter uma taxa mais baixa, representando um menor retorno. Quando entramos na área do crédito imobiliário, também deve-se analisar as características do imóvel que a dívida está atrelada. A maneira que essa verificação deve ser feita será aprofundada abaixo.

Já na análise de fundos de tijolo, aspectos diferentes dos citados acima devem ser observados para dar o valor coerente a um imóvel. O primeiro ponto é analisar se o imóvel pertence a uma localização estratégica de acordo com seu segmento; no caso de lajes, se está em um conglomerado de escritórios, já nos galpões se está inserido em alguma rodovia e qual é o raio para capital, por exemplo. O próximo passo deve ser a avaliação de quem são os inquilinos e a durabilidade e tipicidade do contrato de locação, já que esses podem ser típicos ou atípicos e a diferença entre eles pode ser decisiva para a perspectiva futura de um fundo. Os contratos típicos são reajustados anualmente de acordo com o índice que foi acordado, permitem revisional e caso não seja cumprido até o vencimento, existe uma multa rescisória. Enquanto isso, os contratos atípicos, que são bastante comuns no modelo Built to Suit, não permitem revisionais ao longo de sua vigência, o que acaba por facilitar as previsões da receita mensal gerada pelo imóvel; além de possuir uma multa rescisória que equivale ao valor total dos aluguéis remanescentes.

Em conjunto, é importante a comparação do valor do metro quadrado solicitado no aluguel com o mercado, visando uma projeção futura para um reajuste ou renovação no contrato; se o valor recebido pelo locatário irá aumentar ou diminuir. Por último, o histórico de vacância do imóvel e da região que está inserido é um ponto chave a ser considerado. Caso seja uma região que não tenha muito valor agregado e não desperte muito interesse em inquilinos em um geral, o imóvel passa a ser considerado um risco devido a sua alta probabilidade de demorar para alugar. Caso contrário, torna-se um investimento um pouco mais seguro já que se avalia uma alta rotatividade, aumentando a probabilidade de locação rápida.

## Capítulo III: A composição dos investidores do mercado

### 3.1) Participação de pessoas físicas no setor

O mercado dos FIIs teve sua abertura para pessoas físicas no Brasil em 1999. Contudo, as características do primeiro e dos próximos fundos que foram surgindo em sequência, destinados a esse público, eram similares. Esses aspectos em comum têm majoritariamente a ver com a maneira na qual os gestores estavam comandando a gestão de cada fundo. Dentre elas, estavam o gerenciamento de apenas um imóvel, a falta de perspectiva e vontade de crescimento do seu portfólio e uma gestão passiva no geral. Conseqüentemente, a maioria dos FIIs eram mono inquilinos e mono ativos, tendo uma baixa rotatividade de locatários e menor poder de barganha para negociar receitas de aluguéis mais altos.

Com o passar dos anos e algumas mudanças nas leis vigentes, as vantagens de investir nos FIIs foram surgindo e assim uma atratividade maior no setor. Ao comparar com a compra de imóveis ou com outros segmentos do mercado financeiros, como ações ou títulos públicos, os FIIs possuem vantagens como:

- Isenção de Imposto de Renda para pessoas físicas
- Diversificação em diferentes tipos de ativos do mercado imobiliário
- Entrada no mercado imobiliário sem desembolsar o valor de um imóvel
- Aquisição de direitos reais sobre bens imóveis
- Oportunidades em renda variável com a baixa taxa de juros

Dessa forma, o mercado foi crescendo e se tornando significativo para a indústria de fundos brasileira, alcançando o valor de mercado de R\$146 bilhões em 2022.<sup>3</sup> Acompanhando a evolução da indústria, a maneira de gerir os FIIs foi se modificando e o foco passou a ser na gestão ativa, visando o aumento da composição dos portfólios, diversificação de produtos, rápida rotatividade de inquilinos e competição por maiores dividendos, já que este se firmou como um bom atrativo para os investidores.

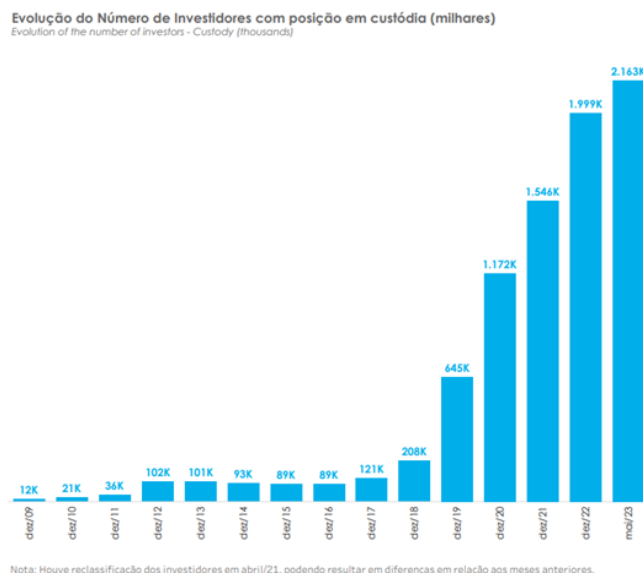
Sendo assim, o crescimento tanto no número de produtos quanto no número de investidores foi exponencial, passando de 12 mil em 2009 para 2,2 milhões em maio de

---

<sup>3</sup> Dados da B3 e CVM

2023.<sup>4</sup> A evolução do número de investidores com posição em custódia pode ser analisada abaixo:

Figura 3 - Evolução do Número de Investidores com posição em custódia (milhares)



Fonte: Boletim mensal de FIIs da B3

### 3.2) Flutuações no mercado e o estudo da Economia Comportamental

A participação de pessoas físicas no mercado de Fundos Imobiliários no Brasil é extremamente significativa, visto que esse público ocupa 74,7% dos investidores do mercado, seguidos pelos investidores institucionais que ocupam 18,7% do setor. Todos os mercados com participação de pessoas físicas estão sujeitos a comportamentos irracionais e, em um segmento com uma participação tão relevante desse tipo de investidor, existem reações do mercado que vem de viéses comportamentais. Para analisar esses comportamentos, elementos da psicologia, neurociência e ciências sociais são utilizados pelo ramo da Economia Comportamental e uma análise sobre o tema será desenvolvida a seguir.

Quando falamos sobre estudos econômicos, estamos falando sobre seres racionais e maximizadores de lucro. Já na análise de um mercado que envolve a participação de pessoas físicas, deve-se lembrar do que foi dito por Richard Thaler, economista que estuda o campo da economia comportamental: "É importante ter em consideração que a

<sup>4</sup> Dados do boletim mensal de FIIs da B3

racionalidade é uma suposição na economia, não um fato demonstrado". Dessa forma, é necessário entender que a tomada de decisão das pessoas é afetada por fatores sociais, cognitivos e emocionais, diferente do que a Teoria Econômica supõe.

Assim, a análise da conduta dos investidores é fundamental no mercado de capitais, uma vez que se torna essencial a projeção de diferentes cenários e a probabilidade de certas situações ocorrerem ou se repetirem. Outro momento em que o estudo por trás do comportamento das pessoas físicas se faz necessário é na recomendação de carteiras de investimento, pois nesse caso existe a necessidade de conhecer o perfil do investidor e logo, como este costuma se comportar. O investidor que avalia sua carteira todos os dias pode achar o investimento em ações muito pouco atraente, devido a alta volatilidade de curto prazo. Já o investidor que avalia sua carteira em períodos mais longos, pode gostar desse tipo de investimento.

Como foi visto acima, escolhas irracionais são comuns em qualquer esfera. Abaixo seguem alguns vieses do estudo desse ramo da Economia que podem justificar as flutuações irracionais no mercado:

1. Viés do Excesso de Confiança
2. Efeito Manada
3. Viés da Disponibilidade
4. Viés do Status Quo
5. Aversão à perda

O Viés do Excesso de Confiança está relacionado à crença de que a qualidade de suas informações é superior à dos outros, tendo acesso a conhecimentos que os outros não possuem. Consequentemente, o investidor superestima a sua capacidade de análise e ignora qualquer informação que contradiz a sua opinião.

O Efeito Manada se associa à tendência de imitar o que os outros estão fazendo e assim repetir escolhas realizadas por um grupo social. Isso porque “ir contra a maré” causa medo e questionamento nas pessoas.

O Viés da Disponibilidade conecta-se com a memória das pessoas e consequentemente, o foco que a mídia dá a uma notícia torna-se muito importante. A facilidade com que os acontecimentos surgem na memória acaba por, irracionalmente, levar os investidores a realizar suas alocações nas primeiras oportunidades que surgem em mente.



Já o Viés do Status Quo, relaciona-se à aversão à mudança. Para mudar, é necessário pensar e avaliar o porquê da alocação x ser melhor do que a alocação y. Muitas vezes, é preferível para o investidor se manter em sua zona de conforto, porque nela, o cenário já é conhecido. Isso pode ser responsável pelo carregamento de ações que não fazem mais sentido, por exemplo.

Por último, temos a aversão à perda que sustenta que é o medo de se desfazer de algum investimento pois está mais barato do que o preço que foi comprado. Muitas das vezes, não faz mais sentido carregar um tipo de investimento, mas, por valer menos do que no momento de compra, o investidor insiste em manter com a esperança do preço subir e não perder dinheiro.

### **3.3) Exemplos da Irracionalidade no mercado**

Um exemplo nítido de irracionalidade no mercado dos FIIs é o estudo de caso entre os dois maiores fundos de recebíveis do mercado imobiliário, o KNCR11 e o KNIP11, ambos da Kinea. O primeiro deles, tem cerca de R\$ 5,75 bilhões de patrimônio líquido e 98,3% de sua alocação está em papéis indexados ao CDI.<sup>5</sup> Já o KNIP11, possui R\$ 7,84 bilhões de patrimônio e 98,2% de sua alocação em papéis indexados ao IPCA. Apesar da diferença na composição de sua carteira, esses são grandes concorrentes na indústria, pois os investidores acabam migrando de um fundo para o outro de acordo com a alocação no indexador que faz mais sentido para a composição de sua carteira.<sup>6</sup>

Sabe-se que existem momentos na Economia em que montar posição em um indexador faz mais sentido do que em outro, por causa das perspectivas de um futuro de médio prazo. Dessa forma, o mercado acaba criando expectativas sobre a valorização ou desvalorização dos preços das cotas dos FIIs, de acordo com o cenário do momento. Entretanto, existe um fator decisivo na escolha final de um FII para um investidor, em especial pessoas físicas, que é a variação do valor de dividendos mensal. Uma vez que o comprador se depara com um dividendo anunciado maior em um fundo do que o outro ou com a queda do DY do fundo que está alocado, irracionalmente, migra para o que está maior, ignorando outros fatores muitas vezes de maior importância na escolha de um FII.

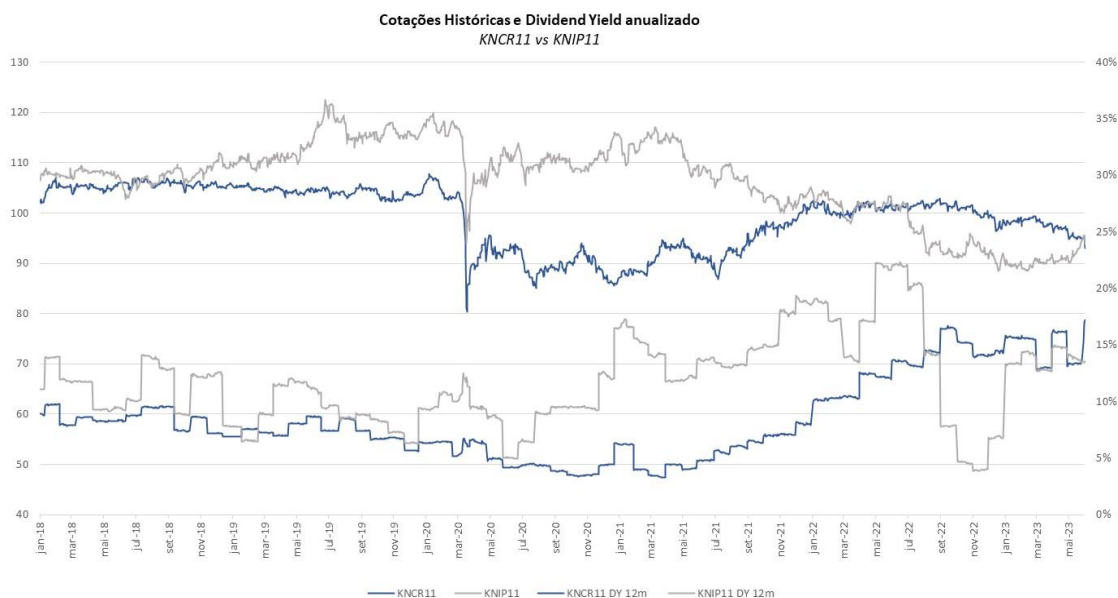
---

<sup>5</sup> Dados do relatório mensal de maio do KNCR11 disponibilizado pela Kinea

<sup>6</sup> Dados do relatório mensal de maio do KNIP11 disponibilizado pela Kinea

Abaixo, pode-se observar a evolução da cota de cada um dos fundos citados, junto da evolução do DY desses. É visível como um anda atrelado ao outro, quando o dividend yield de um fundo cai o valor da cota acompanha a queda e quando sobe, a precificação da cota segue acompanhando o mesmo movimento.

Figura 4 – Cotações Históricas e DY anualizado



Fonte: Comdinheiro

Outro exemplo é o caso entre as gestoras Hectare Capital Gestora de Recursos Ltda. e a Suno Research. Esse seria o primeiro caso do mercado brasileiro ligado à influenciadores no mercado de capitais, segundo o Valor Econômico. A gestora dona do fundo HCTR11 fez uma denúncia à CVM e entrou na justiça acusando os sócios da Suno de difamar o fundo da Hectare através de influenciadores na internet a fim de trazer cotistas para o fundo SNCI11. Por sua vez, a gestora acusada alertava em relatórios aos seus clientes sobre riscos na gestão do fundo da Hectare.

Assim, o fundo HCTR11 alega que a intenção da gestora concorrente era trazer os investidores para seu próprio produto, que posteriormente anunciaria uma nova emissão de cotas. O comportamento dos investidores é nítido quando há um movimento negativo como esse, mesmo sem nenhuma mudança na gestão ou fato relevante anunciado pelo FII. Pode-se observar abaixo a evolução do valor da cota dos fundos, com a marcação no dia em que a denúncia se tornou pública:

Figura 5 – Histórico de Preços SNCI11 e HCTR11



## Capítulo IV - Os fundos Imobiliários e a taxa Selic

### 4.1) A taxa Selic e suas implicações na Economia

Os juros podem ser definidos como o preço que se paga pela utilização temporária do capital alheio, logo, quando se pega dinheiro emprestado deve-se considerar o aluguel necessário pelo uso deste, que será o juro do empréstimo. As instituições financeiras, como os bancos e corretoras de valores, são intermediárias entre os investidores e os devedores e no momento de pagamento do empréstimo à instituição, o tomador pagará o valor adquirido mais os juros.

Existem três tipos de juros nas operações financeiras: os prefixados, os pós-fixados e os híbridos. Esses, como o nome diz, são respectivamente, fixados antes da operação, vinculados a índices de inflação que variam com o tempo e uma combinação das duas maneiras citadas anteriormente. Os juros prefixados são utilizados majoritariamente em investimentos de renda fixa como títulos do Tesouro Direto prefixados, CRIs, CRAs, CDBs, etc. Já os pós-fixados, são muito usados em LCIs, LCAs e sua rentabilidade varia de acordo com a oscilação do indexador definido.

Quando entramos nas utilidades e na importância das taxas de juros, vemos que esse é um dos principais instrumentos que o país tem para controlar sua economia. Calculadas em valores percentuais, essas são responsáveis por afetar diretamente o crescimento econômico, as taxas de câmbio, o investimento no país, a inflação e as dívidas das famílias, das empresas e do Estado. Conjuntamente, o nível de consumo e poupança da população sofrem variações e o desempenho do mercado financeiro recebe influência, pois é diretamente impactado devido a oscilação da atratividade entre renda fixa e renda variável.

Como foi visto, mudanças nas taxas de juros de um país tem inúmeras consequências e dessa forma, existem diversos cenários macroeconômicos que tornam interessante a alteração destas, tanto para cima quanto para baixo, em busca de um objetivo econômico. Entre eles, estão a necessidade de estímulo ao crescimento econômico, o controle do fluxo de moeda estrangeira, a contenção da inflação e a redução do endividamento das empresas e famílias.

No Brasil, a taxa básica de juros na economia é a taxa Selic, que é definida pelo Banco Central do Brasil (BCB). Essa, possui correlação com o Certificado de Depósito

Interbancário (CDI), que consiste na taxa de juros que um banco cobra para realizar empréstimos a outro. Normalmente, a garantia das operações interbancárias é baseada em títulos do governo que, por sua vez, são indexados à Selic. Por esse motivo, as duas taxas acabam tendo relação direta e valores bastante próximos.

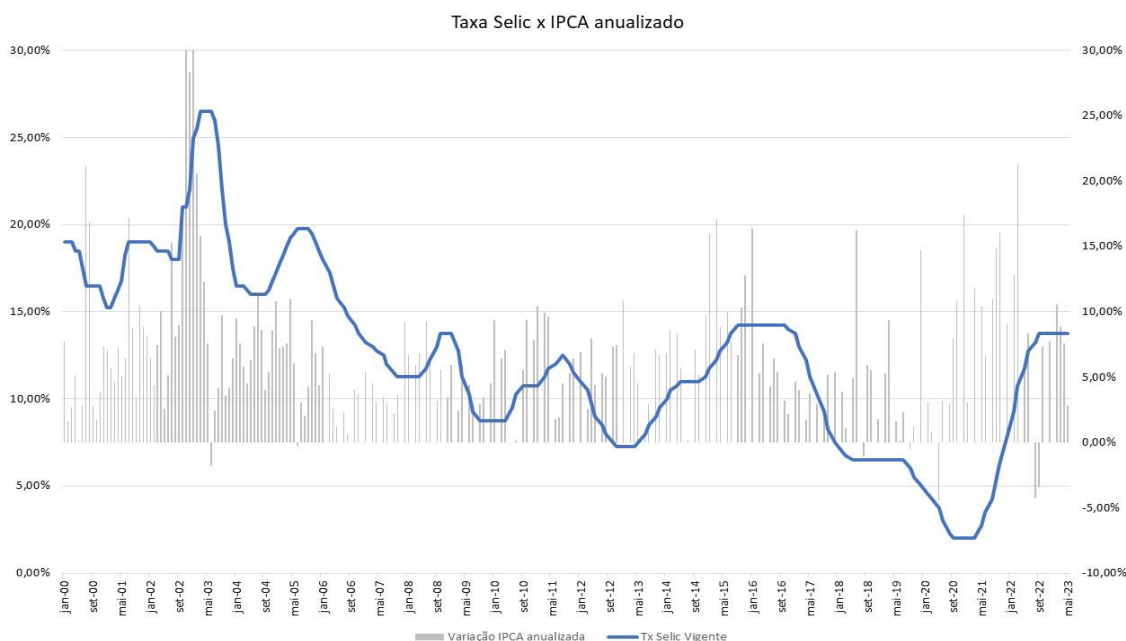
Uma vez que existe interesse por parte do Banco Central para aumento do consumo, maior diversificação das carteiras de investimento ou um aumento de investimento especulativo estrangeiro, torna-se interessante diminuir a taxa básica de juros. Isso porque em um cenário de juros baixos, passa a ser menos atrativo para a população manter suas economias alocadas em títulos de renda fixa do governo.

Em um contexto de inflação alta, demanda excessiva por crédito ou o interesse de manter o dinheiro da população alocado em títulos do governo, é considerável a alta dos juros. Ao aumentá-los, há estímulo para menor tomada de empréstimos, diminuição dos níveis de consumo e conseqüentemente, a pressão sobre o aumento dos preços de bens e serviços é diminuída.

Historicamente, o Brasil apresenta ciclos de juros que são caracterizados por períodos seguidos de uma queda ou de um aumento constante dos valores da taxa Selic. Quando a economia apresenta um cenário como de retração econômica, que torna necessária a redução dos juros, essa é reduzida até que se estabeleça o panorama econômico desejado ou que desequilíbrios macroeconômicos, como a alta da inflação, sejam gerados e o ciclo de baixa tenha que ser interrompido. Em seguida, torna-se necessário aumento da taxa, que se mantém até que os níveis inflacionários ou outros desequilíbrios sejam recuperados e posteriormente, de maneira cíclica, tenha que ser reduzido novamente.

Os ciclos de juros são visíveis e existem poucos momentos durante o comando do Banco Central em que esse se manteve constante. Pode -se observar abaixo os momentos em que os ciclos se modificaram e a influência dessas mudanças no valor do índice de preços, que possui uma volatilidade maior, mas acompanha as mudanças da Selic de maneira inversa.

Figura 6 – Taxa Selic x IPCA anualizado



Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE

#### 4.2) Comportamento dos FIIs com os juros baixos

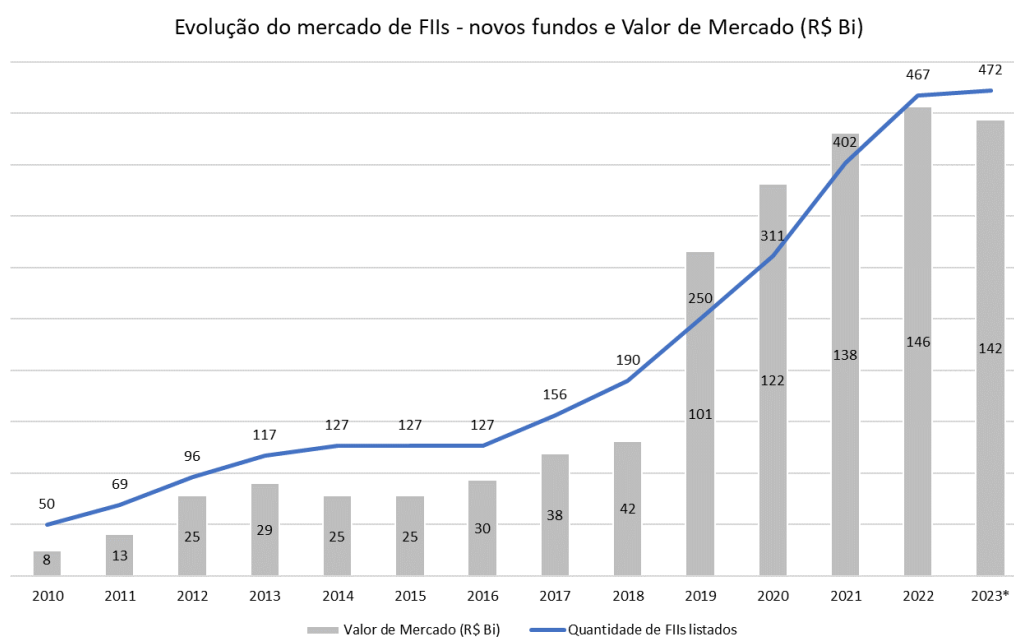
Em agosto de 2011, o Banco Central do Brasil deu início a mais uma redução na taxa básica de juros do país, que passou de 12,0% a.a. para 7,5% a.a. em um intervalo de um ano e oito meses. Já em outubro de 2016, uma nova retração na taxa Selic se iniciou e durou até março de 2018; passando de 14,0% a.a. para 6,5% a.a., valor que se manteve constante por um ano e três meses. Novamente, em julho de 2019, um novo ciclo se iniciou e os valores foram de 6,5% a.a. para 2,0% em janeiro de 2021.<sup>7</sup>

Os reflexos dessas quedas no mercado de Fundos Imobiliários foram impressionantes, pois os investimentos em renda fixa, como a poupança e o tesouro direto, passaram a ter menos atratividade e por isso investidores se viram forçados a procurar novas opções no mercado de renda variável, em busca de um retorno maior. Assim, os FIIs ganharam notoriedade e passaram a ser considerados uma alocação atrativa, principalmente para pessoas físicas, já que essas possuem isenção de IR.

<sup>7</sup> Dados do Banco Central do Brasil

Nesse contexto, com uma maior relevância do produto, o mercado começou a fortemente evoluir. Junto a um momento favorável para a abertura de novos fundos, estava o interesse dos investidores e gestores para se inserirem em um setor relativamente novo com resultados interessantes no momento. Dessa forma, o número de FIIs listados cresceu de maneira sem precedentes no país e logo, o valor de mercado do setor acompanhou.

Figura 7 – Evolução do mercado de FIIs – novos fundos e Valor de Mercado (R\$ Bi)



Fonte: Boletim Mensal de FIIs - B3

Conseqüentemente, a entrada de novos cotistas no setor foi responsável pelo aumento significativo de novas emissões em fundos já existentes. Neste período em que os juros estavam baixos, o boom da indústria fez com que em alguns anos, o volume financeiro de ofertas mais do que dobrasse em relação ao ano anterior, passando de R\$ 2,2 bilhões em 2016 para R\$ 5,2 em 2017, por exemplo.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Dados da CVM

Tabela 1 – Histórico de ofertas no mercado de FIIs

Ano/Mês	Quantidade de Ofertas no período	Volume financeiro total (R\$)
2004	9	R\$ 403.252.241,80
2005	7	R\$ 35.305.000,20
2006	6	R\$ 138.400.000,00
2007	14	R\$ 979.366.960,00
2008	13	R\$ 560.715.520,00
2009	21	R\$ 2.877.621.401,44
2010	39	R\$ 9.729.072.913,32
2011	39	R\$ 7.664.592.807,25
2012	48	R\$ 14.014.797.682,32
2013	34	R\$ 10.620.756.559,38
2014	16	R\$ 4.726.917.506,56
2015	10	R\$ 5.757.475.422,97
2016	13	R\$ 2.164.763.975,26
2017	26	R\$ 5.248.687.598,15
2018	40	R\$ 11.204.530.520,82
2019	67	R\$ 22.797.360.658,72
2020	75	R\$ 24.959.053.783,84
2021	79	R\$ 26.031.276.527,46
2022	67	R\$ 20.473.551.546,60
2023	6	R\$ 5.445.620.008,45

Fonte: CVM

Durante esse crescimento muitos fundos aumentaram seu portfólio em busca de imóveis com uma boa geração de receita, visando uma distribuição maior de dividendos mensais aos seus cotistas. A compra de alguns imóveis foi especulativa, ou seja, os gestores acreditavam que esses imóveis tinham potencial para performar, mesmo que no momento da compra, esses se encontravam desalugados ou não estavam gerando o total de receita potencial, pois estavam parcialmente ocupados. Assim, o artifício da Renda Mínima Garantida passou a ser muito utilizado, às vezes sendo responsável por mascarar o retorno dos imóveis.

Esse artifício pode ser definido como uma engenharia financeira que é capaz de garantir para o fundo um retorno de capital com prazo ou orçamento finito. Normalmente, o fundo combina com o vendedor do imóvel um pagamento um pouco maior do que o valor devido e, ao longo do tempo, vai recebendo essa renda que chega nas mãos dos investidores através de dividendos. Também pode ser acordado entre o inquilino e o detentor do imóvel, no contrato de locação, a pagar uma RMG até um determinado período, mascarando financeiramente que este não está totalmente locado ou está recebendo uma receita que tem prazo finito.

A Renda Mínima Garantida pode acabar sendo uma armadilha para os cotistas que não estão atentos à sua duração ou à sua existência no fundo, pois podem considerar



apenas os dividendos distribuídos atrativos, sem saber que estes têm previsão para serem reduzidos pelo fim da RMG. Para saber qual vai ser o impacto do fim dessa renda no fundo, o investidor deve calcular o quanto da receita total é representado por esta e avaliar qual será a nova receita mensal sem a composição que era garantida. No melhor cenário, o fundo consegue alugar a parte que se encontra vaga em seu imóvel a um valor superior ao da RMG e conseqüentemente o cotista receberá mais dividendos mensais.

#### **4.3) Comportamento dos FIIs com os juros altos**

Vimos que as mudanças nas taxas de juros são cíclicas e que essas geram conseqüências diretas no mercado financeiro. Sendo assim, após enfrentar um ciclo de queda, a economia encara o retorno gradativo da Selic a níveis maiores e o segmento de renda variável acaba se retraindo, já que os investimentos em renda fixa passam a apresentar maior atratividade.

Durante a baixa da Selic, o mercado de Fundos Imobiliários se viu em um ambiente de alta de preços, rentabilidade atrativa e um aumento do número de investidores, fundos e gestores; o que representou um cenário bastante eufórico para o segmento. Em função de uma inflação cada vez mais forte, o Banco Central do Brasil se vê em uma situação em que é necessário iniciar uma trajetória ascendente dos juros e dessa forma, o país passou por ciclos de alta de abril de 2013 à julho de 2015, onde a taxa passou de 7,5% a.a. para 14,25% a.a. e também de janeiro de 2021 até agosto de 2022, passando de 2,0% a.a. para 13,75% a.a. Atualmente, a taxa segue constante há nove meses, se mantendo no valor de 13,75% a.a.<sup>9</sup>

Nesse contexto, o mercado de renda variável imediatamente se viu em um momento de forte retração e reversão dos patamares atingidos anteriormente com a Selic em seus níveis mínimos. Os Fundos Imobiliários, em especial, encararam um cenário de estreitamento forte, visto que a grande maioria dos investidores entraram no mercado na época de baixa e foi a primeira vez que encararam um cenário de retração.

Com a saída de diversos investidores do mercado, que muitas vezes se deu de maneira precipitada, a quantidade de ofertas no primeiro período de alta citado acima despencou de 34 em 2013 para 16 em 2014 e 10 no ano de 2015. Conseqüentemente, o volume financeiro captado no setor dos FIIs que em 2013 bateu o valor de R\$ 10,6bi

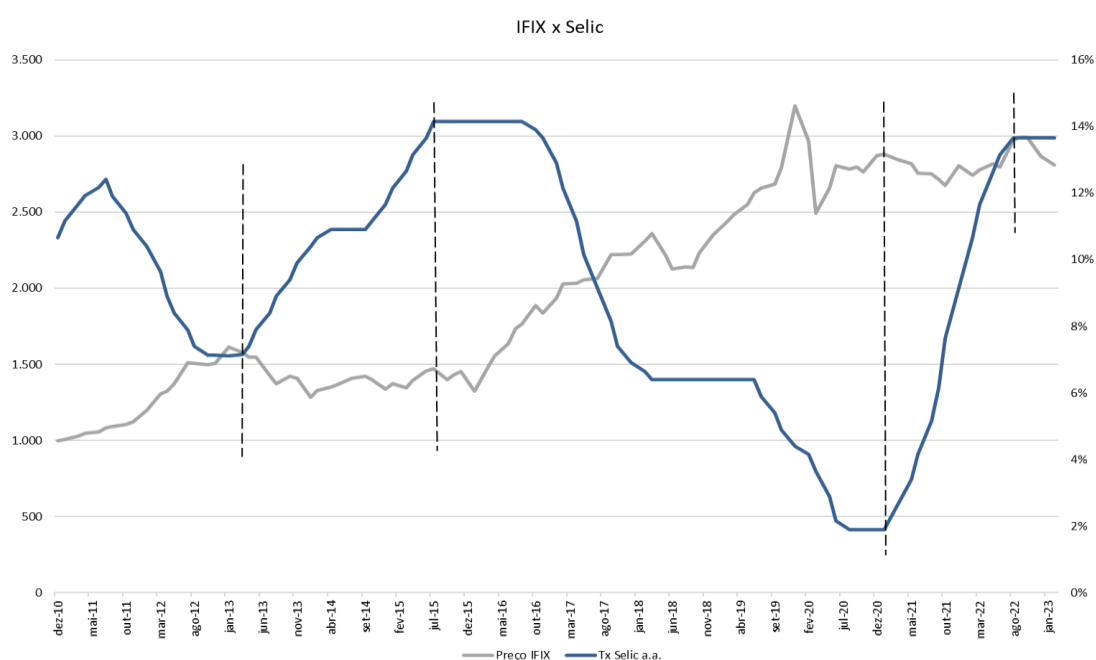
---

<sup>9</sup> Dados do Banco Central do Brasil

passou para R\$ 4,7bi em 2014 e posteriormente para R\$5,8 bi em 2015.<sup>10</sup> Já na retração mais recente, as ofertas passaram de 79 em 2021 para 67 no ano seguinte e acompanhando essa queda, o volume financeiro passou dos R\$ 26,0bi em 2021 para R\$ 20,5bi em 2022.<sup>11</sup>

Os valores do índice IFIX, naturalmente, se comportaram de maneira inversa à taxa de juros; uma vez que essas subiram, o valor da cota do índice caiu. Esse movimento pode ser observado abaixo, onde os períodos de alta que foram citados estão delimitados pelas linhas tracejadas:

Figura 8 – IFIX x Selic



Fonte: Banco Central do Brasil e Comdinheiro

Em conjunto com o que foi visto, a alta da Selic também impactou os Fundos Imobiliários de uma outra maneira. Devido ao rápido crescimento do mercado quando as taxas estavam em seus valores mínimos, os fundos se alavancaram para financiar a compra e o desenvolvimento de imóveis. A tomada de empréstimos foi feita com pagamentos indexados ao IPCA ou ao CDI e, muitas das vezes com o prazo de 12 ou 24 meses para início da quitação da dívida.

<sup>10</sup> Dados da CVM

<sup>11</sup> Dados da CVM

Com o cenário não previsto pelo mercado de alta inflação, pandemia e consequente alta de juros, muitos fundos se viram em uma situação desesperadora de falta de caixa para quitar suas dívidas. Gestores, que algumas vezes agiram de maneira muito otimista se comprometendo com empréstimos muito maiores do que a sua projeção de caixa, se viram em uma situação desesperadora, onde os juros subiram mais do que se acreditava e suas dívidas, que já eram altas, aumentaram de forma exponencial. Nesse contexto, se iniciou uma onda de venda forçada de ativos, por vezes em um valor mais baixo do que o valor de mercado, liquidação de fundos e a consequente perda de credibilidade das equipes de gestão.

## **Capítulo V - O comportamento dos Fundos Imobiliários na pandemia da COVID 19**

### **5.1) Os choques econômicos da pandemia**

Os Fundos Imobiliários apresentaram forte crescimento e aumento de relevância na carteira dos investidores brasileiros no decorrer dos anos do século XXI. Indo em desencontro com as expectativas do mundo para o ano de 2020, a doença da COVID -19 surgiu na China em dezembro de 2019 e com seu alto nível de contágio e facilidade de transmissão, no dia 11 de março de 2020 a OMS declarou que a doença se classificava como uma pandemia mundial.

O isolamento social passou a ser obrigatório e necessário, a fim de conter o vírus que se encontrava presente na população, inclusive de maneira assintomática, contribuindo ainda mais para a sua alta circulação e consequente infecção. Diante de grandes incertezas, medos e dúvidas relacionadas ao futuro, o mundo se viu obrigado a adaptar-se a uma nova realidade, que englobava compras realizadas unicamente de maneira online e o crescimento exponencial do trabalho remoto, já que as empresas foram obrigadas a fechar suas portas impedindo o trabalho presencial.

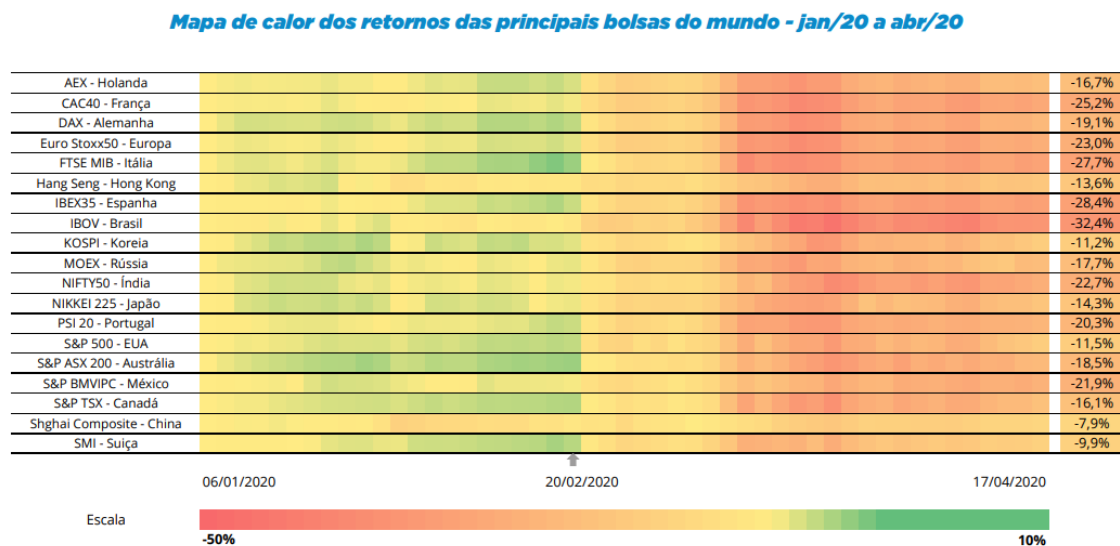
Uma pandemia é responsável por efeitos econômicos devastadores e quase que inevitáveis ao redor do mundo e a COVID-19 não foi diferente. Essa, foi responsável pela queda dos PIBs reais de todas as grandes economias do mundo, com exceção da China, e consequentemente trouxe um declínio de 4,4% na economia mundial, segundo o FMI. Além disso, causou a pior recessão econômica desde a Segunda Guerra Mundial, resultando em perdas desproporcionais de renda entre as classes sociais, o que ocasionou um aumento de cerca de 70% do desemprego temporário entre os trabalhadores com apenas o primeiro ciclo do ensino fundamental.<sup>12</sup>

Quando foi observado que o problema não ficaria restrito na região que surgiu, em Wuhan, na China, os choques econômicos foram generalizados e independentes ao efeito que a doença estava causando na saúde pública de cada país. A partir do dia 20 de fevereiro de 2020, é possível observar os efeitos nas principais bolsas ao redor do mundo:

---

<sup>12</sup> Dado do Banco Mundial

Figura 9 – Mapa de calor dos retornos das principais bolsas do mundo – jan/20 a abr/20



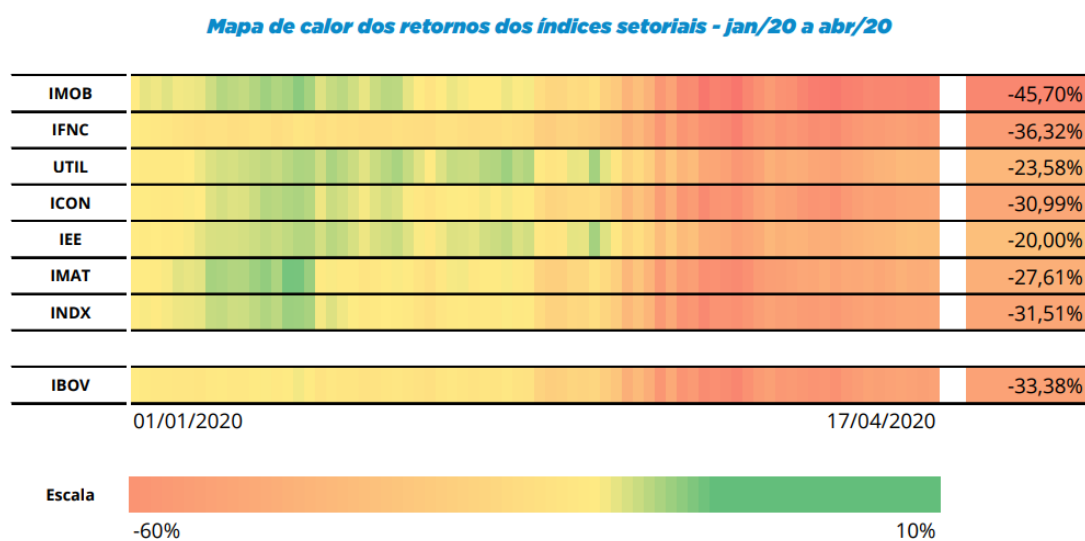
Fonte: Bloomberg

Frente a esse contexto, existiam muitas dúvidas sobre o que aconteceria tanto em um futuro próximo quanto nas perspectivas mais distantes. A dinâmica econômica passou a mudar; poucos eram os que acreditavam em um cenário otimista e muitos passaram a priorizar uma proteção de patrimônio e não necessariamente altos retornos. Assim, medidas cada vez mais cautelosas relacionadas aos investimentos pessoais foram tomadas e as carteiras se voltavam cada vez mais para alternativas menos voláteis, priorizando a redução de risco.

Analisando dezenove das principais bolsas de valores do mundo, foi constatado<sup>13</sup> através da manipulação de dados da Bloomberg, que o Ibovespa foi o índice com maior drawdown entre janeiro de 2019 e abril de 2020. A partir disso, podemos começar a entender o impacto da pandemia para os investimentos no Brasil e principalmente para os FIIs, já que o segmento imobiliário foi o que mais “tomou calor” no intervalo de janeiro a abril de 2020.

<sup>13</sup> Dados disponíveis em “Frare, I.; Amaral Junior, J. B. C.; Souza, P. Covid-19 e o mercado financeiro. FGV Projetos, Rio de Janeiro, 2021.”

Figura 10 – Mapa de calor dos retornos dos índices setoriais – jan/20 a abr/20



Fonte: Bloomberg

## 5.2) O home office e o aumento da vacância nas Lajes Comerciais

Como visto acima, a primeira medida tomada para conter a propagação da doença foi o distanciamento social e por isso, o método tradicional de trabalho presencial se viu ameaçado. Independente dos seus tamanhos, empresas se viram forçadas a oferecer para seus colaboradores estruturas necessárias para estes realizarem seu trabalho de maneira remota e investimentos em laptops e sistemas funcionais que poderiam ser acessados de casa tiveram que ocorrer às pressas.

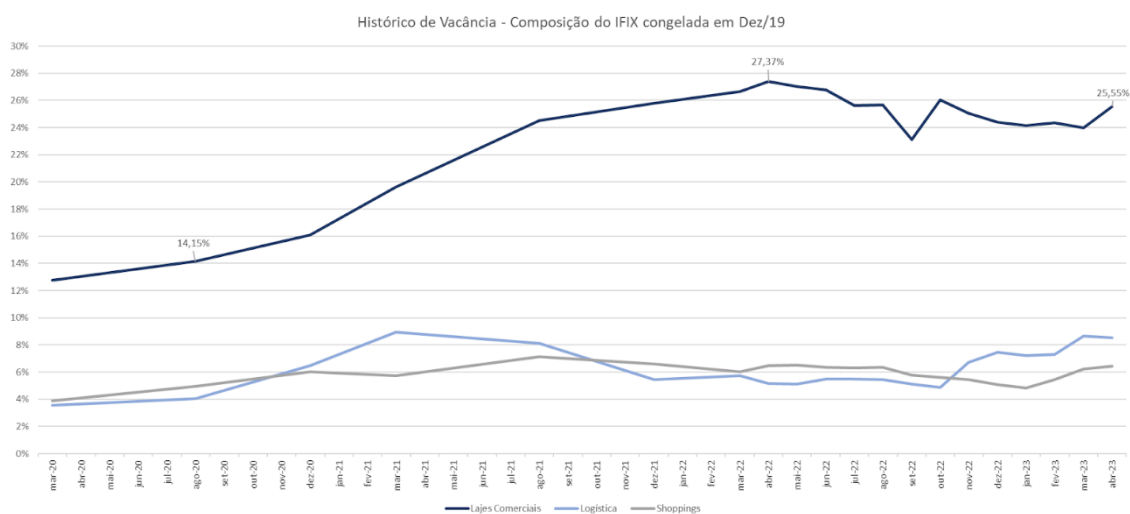
Diversos milhares de metros quadrados de Lajes Comerciais foram devolvidos principalmente ao longo do ano de 2020 e estima-se que cerca de 50% das empresas que realizou a devolução de seus imóveis foi devido a boa adaptação ao modelo de home office e os outros 50% porque necessitava de uma redução de custos imediata. Apesar do pagamento de multas rescisórias por causa do rompimento do contrato, a devolução do imóvel se fez valer a pena por causa dessa redução de despesas mensais. Além disso, empresas que se viram em uma situação de necessidade rápida de caixa e que estavam “presas ao contrato”, tentaram sublocar a metragem quadrada na qual era locada por eles, também a fim de reduzir os custos de uma maneira temporária.

Nesse contexto, incertezas quanto ao futuro das Lajes Comerciais começaram a surgir e os Fundos Imobiliários dessa classificação sofreram consequências e foram perdendo a sua importância nesse segmento de investimento. Onde estes tinham cerca de

20,4% de participação no índice IFIX em março de 2020, atualmente tiveram uma redução de mais de 50% e representam apenas 9,4% do índice. Os três maiores fundos de Laje se mantiveram os mesmos mas, naturalmente, com uma participação muito menor e esses são os de ticker BRRCR11, JSRE11 e HGRE11 geridos respectivamente pelo BTG, Safra e Credit Suisse. Seguindo essa ordem, temos que as participações desses no IFIX passaram de 3,30%, 3,17% e 2,42% em março de 2020 para 1,40%, 1,36% e 1,42% em maio de 2023.<sup>14</sup>

Já que os imóveis foram esvaziando, as vacâncias aumentaram e a vacância física dos FIIs de escritório do IFIX passou de 12,41% em março de 2020 para 13,79% em maio de 2023. Entretanto, tal índice realiza uma reciclagem em sua composição três vezes por ano e acaba por mascarar o real crescimento de vacâncias, pois os fundos que estão piores saem do índice enquanto os que estão em um momento melhor começam a participar. Assim, congelando o IFIX em dezembro de 2019, última atualização antes da pandemia, podemos observar o crescimento da vacância de Lajes que por sua vez, foi a mais agressiva entre os setores de tijolo e passou de 14,15% em março de 2020 para 21,43% em abril de 2023, chegando ao valor máximo de 27,37% em março de 2022.<sup>15</sup>

Figura 11 – Histórico de Vacância – Composição do IFIX congelada em dez/19



Fonte: Clube FII e Comdinheiro

Além disso, pode-se observar a redução significativa do valor do m<sup>2</sup> dos FIIs de Laje a partir do início da pandemia. Esse, foi calculado através da divisão do EV, pelos

<sup>14</sup> Dados do Comdinheiro

<sup>15</sup> Dados dos relatórios mensais de cada fundo do segmento, disponibilizados pelas respectivas gestoras

valores de mercado de cada FII. O EV foi feito pelos valores de mercado de cada fundo reduzidos do caixa e somando a dívida de cada um, pelos valores de mercado de cada FII.

Tabela 2 – Histórico do valor de m<sup>2</sup> dos 10 maiores fundos de escritório

Histórico dos 10 Maiores Fundos de Escritório	
Ano	Média (R\$/m <sup>2</sup> )
2016	8.323
2017	9.502
2018	10.615
2019	19.047
2020	13.461
2021	12.883
2022	13.139
2023	12.602

Fonte: Clube FII

### 5.3) Evolução do setor de logística na pandemia

Ao mesmo tempo que a pandemia foi responsável por um aumento sem precedentes na demanda de abastecimento de setores essenciais da economia como a indústria de saúde, varejo farmacêutico e supermercado, também causou uma queda súbita de demanda em setores habitualmente fortes, como o varejo de moda e de produtos não essenciais. Em um ambiente onde as lojas físicas, até então a forma mais relevante de compras, estavam fechadas por tempo indeterminado, o e-commerce passou a ser protagonista e o ponto de venda físico foi substituído pelo digital em poucas semanas.

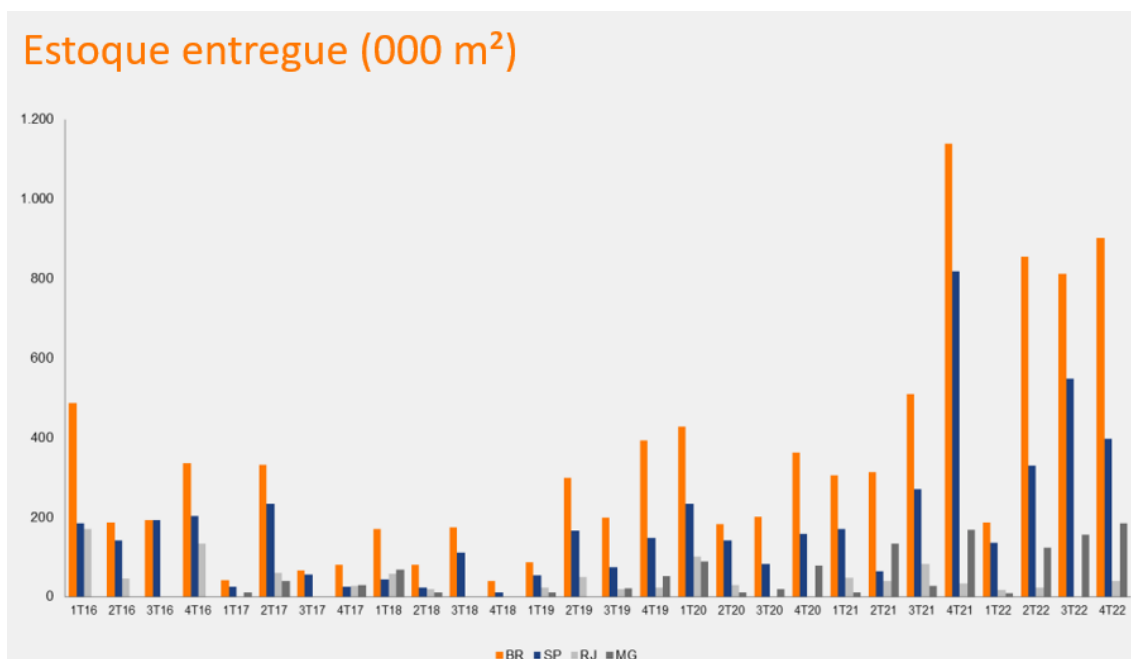
Além do fechamento das lojas, os portos, aeroportos e rodovias estavam bloqueados restringindo a mobilidade e o acesso às mercadorias, o que tornou ainda mais necessário investir em eficiência logística. Dessa forma, era essencial que mais operações logísticas surgissem em busca de dar conta da nova demanda, refletindo em uma maior absorção de condomínios do segmento pelo país, que não demonstrou nenhum resultado negativo em nenhum trimestre desde junho de 2017, mas ganhou uma importância maior a partir de setembro de 2020.<sup>16</sup>

<sup>16</sup> Dados da Siila e Itaú BBA



O estoque entregue crescente evidenciou a baixa barreira de entrada para novos empreendimentos, com destaque para o estado de São Paulo, que representou 54% de todas as novas entregas desde o primeiro trimestre de 2016. Até o início da pandemia, o maior estoque entregue trimestralmente no país havia sido de cerca de 500.000 m<sup>2</sup> durante o primeiro trimestre de 2016 e após o aumento da demanda gerado no contexto em questão, a entrega atingiu quase 1.200.000 m<sup>2</sup> no quarto trimestre de 2021.<sup>17</sup>

Figura 12 – Estoque entregue (000 m<sup>2</sup>)



Fonte: SiiLA e Itaú BBA

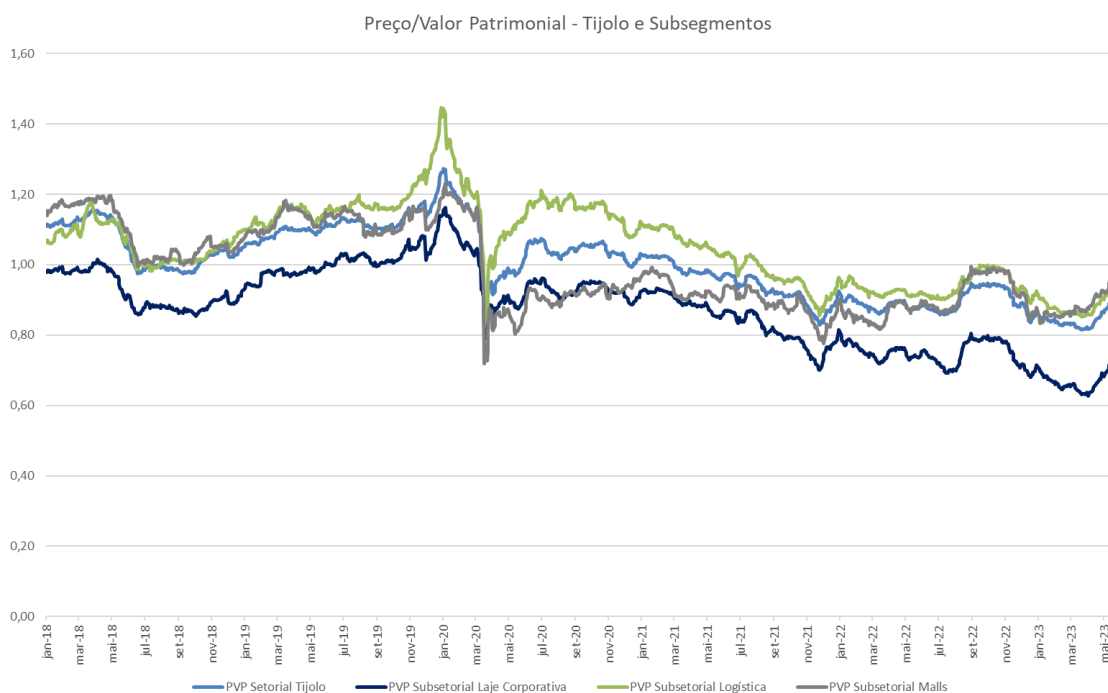
Uma vez que fundos de um certo setor estão “em alta”, é esperado que seu valor de negociação não destoe muito do seu valor patrimonial, já que o racional indica que os investidores não estariam negociando em valores que creem ser mais altos do que o patrimônio pertencido pelo produto. Assim, os fundos do segmento de logística foram de encontro com esse pensamento e, quando comparamos o cálculo do seu Preço/Valor Patrimonial com os dos demais segmentos de tijolo, vemos a diferença. Enquanto os fundos de logística fecharam o mês de abril de 2020, após o choque inicial da pandemia, com um PVP de 1,09, os fundos dos outros dois setores mais representativos dentro do tijolo, as lajes comerciais e os shoppings, fecharam em 0,91 e 0,87 respectivamente.<sup>18</sup>

<sup>17</sup> Dados da Siila e Itaú BBA

<sup>18</sup> Dados dos relatórios mensais de cada fundo do segmento, disponibilizados pelas respectivas gestoras

Além disso, os FIIs de logística são responsáveis por elevar a média do PVP de tijolo, que por sua vez, fechou o mês de abril de 2020 em um valor de 0,99. É possível acompanhar abaixo a evolução do PVP do segmento de tijolo e de seus três principais subsegmentos e assim, observar que o setor de logística ganhou relevância nos seus valores de mercado quando comparados aos patrimoniais e está sempre acima da média do setor.

Figura 13 – Preço / Valor Patrimonial – Tijolo e Subsegmentos



Fonte: Comdinheiro

Vale destacar que ações de empresas como Via Varejo e Magazine Luiza se sobressaíram no favoritismo dos investidores brasileiros no ano de 2020, superando grandes empresas como Itaú Unibanco, Bradesco e Vale. Além disso, no mesmo ano, a Amazon superou o valor de mercado da Apple e em abril de 2022 o Mercado Livre havia se valorizado 185% no mercado americano.

Dessa forma, os FIIs de logística seguiram o caminho inverso do segmento das lajes comerciais, aumentando sua participação no IFIX de 12,50% em março de 2020 para 17,71% em maio de 2023 e alcançando o patamar de 18,97% de participação em janeiro

de 2021. Além disso, antes da pandemia eram 12 FIIs do setor que estavam compondo o índice enquanto agora são 16 e apenas 9 destes estavam presentes anteriormente.<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> Dados do Comdinheiro

## Capítulo VI - Os números do mercado brasileiro e um comparativo com os REITs

### 6.1) Dados quantitativos do mercado e os maiores fundos

A partir de toda a análise feita ao longo do texto acima, é nítida a evolução do mercado dos Fundos Imobiliários no Brasil nos últimos anos. Neste capítulo, serão analisados a evolução numérica do mercado dos FIIs, como o patrimônio, o valor de mercado e a composição das carteiras dos maiores fundos.

Já se sabe que o grande ápice do setor se deu em momentos em que investidores estavam em busca de diversificação de portfólio consequente de um contexto onde os investimentos em renda fixa encontravam-se desfavoráveis.

O primeiro grande boom do mercado veio em 2012, quando as taxas de juros se encontravam em um valor de 7,25% a.a.<sup>20</sup>, o que na época era o mínimo histórico. Nesse período, o número de FIIs listados passou de 63 fundos para 96 em um ano e o valor de mercado saltou de maneira impressionante de R\$ 13bi para R\$ 25bi<sup>21</sup>. A partir daí, todos os anos subsequentes tiveram crescimento, com exceção de 2015 e 2016 que a quantidade se manteve constante. Já no ano de 2019, que foi o segundo ápice do produto no país, os fundos listados passaram de uma quantidade de 190 para 250, enquanto o valor de mercado passou de R\$ 42bi para R\$ 101bi. Atualmente, existem 484 FIIs listados e o valor de mercado está em R\$ 137bi, representando 69,20% do valor patrimonial detido pela indústria.<sup>22</sup> O último número do valor de mercado nos mostra uma clara desaceleração no crescimento, pois com a retomada da trajetória de alta nas taxas de juros, abordada acima no capítulo IV, a atratividade na renda fixa voltou a ocorrer e os produtos de investimento imobiliário passaram a ter um destaque menos significativo.

Além disso, o número de investidores cresceu de maneira exponencial principalmente nos últimos dez anos, passando de 101 mil em 2013 para 2,163 milhões em maio de 2023 e, desse valor, 2,157 milhões são pessoas físicas. A aceleração do crescimento desse valor também se deu em momentos em que os investidores estavam em busca de maior diversificação. Acompanhando a evolução do mercado, o volume médio diário teve um crescimento de 776,92% ao longo desses dez anos, passando de R\$ 26mi em 2013 para R\$ 202mi em 2023, alcançando o seu ápice em 2021, com uma

---

<sup>20</sup> Dados da CVM

<sup>21</sup> Dados do boletim mensal de FIIs da B3

<sup>22</sup> Dados do boletim mensal de FIIs da B3

média de negociação de R\$ 269mi por dia.<sup>23</sup> Dos vinte fundos com maior média de negociação nos últimos seis meses, quinze são pertencentes ao setor de papel, liderados por KNIP11 e KNCR11 que possuem uma média de volume diário nos últimos seis meses de R\$ 8,28mi e R\$ 10,65mi respectivamente.<sup>24</sup> Esses, são atualmente os maiores fundos da indústria, possuindo uma participação de 6,83% e 4,84% no índice IFIX. Em seguida, estão os fundos HGLG11, KNRI11 e IRDM11 que pertencem respectivamente ao setor de logística, híbrido e de papel high yield. Apenas esses cinco fundos juntos, somam uma participação de 22,4% no índice IFIX e um patrimônio de R\$ 24,35bi, o que representa 19,85% do patrimônio total da composição do índice.<sup>25</sup>

As carteiras dos dois maiores fundos, KNIP11 e KNCR11, já foram mencionadas no capítulo III na seção 3.3; ambas são do segmento dos FIIs de papel e são geridos pela Kinea. O KNIP11 fechou o mês de maio com 106,2% do seu patrimônio líquido alocado em CRIs e FIIs, nessa alocação, 98,2% está indexada ao IPCA. Dos 97 CRIs compostos no seu portfólio, 34,4% estão no setor de escritório, 30,8% em shoppings, 20,6% no logístico e 12% no residencial. Possui 68.806 cotistas enquanto o valor de sua cota está sendo negociado a R\$ 95,62, o que representa 97,68% da cota patrimonial; sua média de liquidez diária é de R\$ 9,55mi. Já o KNCR11 tem 99,2% do seu patrimônio líquido alocado em CRIs e 98,3% de sua alocação é indexada ao CDI; negocia a uma cota de mercado em torno do valor de R\$ 95,24 enquanto sua cota patrimonial está no valor de R\$ 100,77. Esse, possui 233.481 cotistas e uma liquidez média diária de R\$ 11,23mi. Sua carteira é composta por 67 CRIs que estão posicionados 56,1% no setor de escritório, 26,9% em shoppings, 13,6% no residencial e 3,4% em galpões logísticos.<sup>26</sup>

Já o fundo HGLG11, tem uma participação de 4,73% no índice, sendo o terceiro maior fundo e o mais representativo no segmento de logística, seguido pelo XPLG11 que ocupa a sexta posição geral do índice.<sup>27</sup> Quando analisamos a sua carteira, vemos que essa possui números impressionantes para os FIIs do segmento, principalmente pelo seu valor de 1 milhão de metros quadrados de ABL. O produto possui 353.299 cotistas e apresenta sua cota de mercado 3,9% acima do valor de sua cota patrimonial, enquanto a média do setor de logística detém um valor de 5,80% abaixo. Entretanto, o seu dividend yield anualizado está na faixa de 8,3% a.a e o do segmento está em 9,48% a.a. Sua carteira

---

<sup>23</sup> Dados do boletim mensal de FIIs da B3

<sup>24</sup> Dados do relatório mensal disponibilizado pela Kinea

<sup>25</sup> Dados do Comdinheiro

<sup>26</sup> Dados do relatório mensal de maio de 2023 dos fundos KNIP11 e KNCR11

<sup>27</sup> Dados do Comdinheiro

está dividida em quatro CRIs, todos indexados ao IPCA, e vinte galpões logísticos concentrados no estado de São Paulo; desses, dezesseis são totalmente detidos pelo fundo e 75% do portfólio está classificado em galpões AAA ou AA. O aluguel médio da carteira está no valor de R\$/m<sup>2</sup> 25,00 e 67,2% dos contratos são típicos, enquanto 32,8% são atípicos. Além disso, a vacância física está no valor de 20,5% e a vacância financeira de 11,5%.<sup>28</sup>

O quarto maior fundo do índice, o KNRI11 tem 3,21% de participação no IFIX<sup>29</sup> e é do segmento dos fundos híbridos; dessa forma, tem sua distribuição de portfólio diversificada. Seus 690.463 m<sup>2</sup> de ABL são divididos em 12 edifícios corporativos e 8 galpões logísticos localizados no Rio de Janeiro, São Paulo e Minas Gerais, as lajes são responsáveis por 46,29% da receita do FII enquanto os galpões correspondem à 53,71%. O produto possui um patrimônio líquido de R\$ 3,87bi e negocia a um deságio de 5,02% em relação a sua cota patrimonial e além disso, tem um número de 249.011 cotistas que movimentam um volume médio diário de R\$ 3,8mi na B3. Atualmente, a vacância física do fundo está em 3,02% e a vacância financeira em 8,99%, sendo puxada pelo segmento de lajes principalmente do RJ.<sup>30</sup>

Por fim, temos o fundo de papel high yield IRDM11 com uma participação de 2,76% no IFIX, sendo o quinto mais relevante. Esse, teve início em março de 2018 e possui 286.133 cotistas. O fundo movimentava cerca de R\$ 4,8mi diariamente e sua cota de mercado se encontra menor do que sua cota patrimonial, negociando no valor de R\$ 87,91 enquanto a patrimonial se encontra no patamar de R\$ 95,83, consequente dos R\$ 3,3bi de patrimônio líquido. Sua carteira está majoritariamente concentrada em CRIs e FIIs e essas posições representam 67,92% e 21,11% respectivamente. O principal indexador dos papéis é o IPCA, com uma distribuição de 58,25% e em seguida está o CDI+, com 9,53%.<sup>31</sup>

Para entendermos melhor o tamanho do mercado brasileiro e os patamares que esse produto pode alcançar, entraremos abaixo em uma análise do mercado de REITs americanos que, por sua vez, são os pioneiros e representam o maior e mais desenvolvido campo de Fundos Imobiliários do mundo.

---

<sup>28</sup> Dados do relatório mensal de maio de 2023 do fundo HGLG11

<sup>29</sup> Dados do Comdinheiro

<sup>30</sup> Dados do relatório mensal de maio de 2023 do fundo KNRI11

<sup>31</sup> Dados do relatório mensal de maio de 2023 do fundo IRDM11

## 6.2) Os REITs nos Estados Unidos

Os Real Estate Investment Trust, conhecidos como REITs, tiveram seu início nos Estados Unidos no ano de 1960 e foram criados pelo então presidente Dwight Eisenhower. O produto, diferente do Brasil, funciona e opera como uma empresa, que pode lançar suas ações nas bolsas de valores e possui conselhos e diretorias próprias. Por serem os precursores nesse mercado, o mundo inteiro se inspira nesse modelo para desenvolver os seus próprios veículos de investimento imobiliário e assim, permitem que qualquer investidor tenha uma fração de ativos ou dívidas imobiliárias sem a necessidade de um grande investimento.

Diferente do produto brasileiro, os REITs possuem diferentes tipos, pois apesar da maioria ser negociado nas principais bolsas de valores, existem os REITs públicos não listados e privados. Sendo assim, existem os Equity REITs, que consistem em empresas que possuem ou operam imóveis geradores de renda, os REITs hipotecários, que fornecem financiamento para imóveis geradores de renda comprando ou originando hipotecas e obtém sua receita através dos juros desse investimento, os Public Non-listed REITs, que são registrados mas não são negociados na bolsa e por último, os Private REITs, que não possuem registros na SEC - órgão regulador do mercado de capitais americano - e não tem suas ações negociadas na bolsa.

Para a empresa ser considerada um REIT, deve ser uma entidade tributável como uma corporação e o seu portfólio de investidores deve ser diversificado e precisa de, no mínimo, 100 cotistas para sua composição; a soma dos cinco maiores não pode ultrapassar a participação de 50% no número de cotas. A alocação do produto não pode ser menor do que 75% em ativos imobiliários e pelo menos 75% da receita bruta deve vir de aluguéis, venda de imóveis reais e juros de financiamentos. O produto contribuiu para cerca de 3,2 milhões de empregos em tempo integral para a economia americana em 2021 e aproximadamente 150 milhões de americanos possuem REITs por meio de suas economias de aposentadoria e outros fundos de investimento.<sup>32</sup>

Em função de obrigações da legislação americana, esses distribuem 90% de seus rendimentos anuais aos seus cotistas, diferente dos FIIs brasileiros que distribuem 95% dos seus rendimentos de maneira semestral. Além disso, não existe incentivo fiscal direto como no Brasil e as tributações aos americanos decorrentes do produto são classificadas

---

<sup>32</sup> Dados da Nareit®

como renda regular, de acordo com o imposto de renda de cada um. Porém, os dividendos podem se dividir em ganho ou retorno de capital e assim as taxas serem mais baixas.

Da mesma maneira que os FIIs, os REITs investem na maioria dos tipos de imóveis e apesar de alguns possuírem vários tipos de propriedade em seu portfólio, a maioria se concentra em um tipo de propriedade específica. Devido a uma evolução maior do mercado, a segmentação do produto americano é mais variada e, além da participação dos setores de escritórios, logística e hotéis, estão as instalações médicas, as torres de celular, data centers, auto armazenamento e infraestrutura. Esses, se dividem dessa maneira:

Tabela 3 – Participação por setor dos REITs

Setores de Reit	Participação
Varejo	17%
Residencial	14%
Infraestrutura	11%
Escritório	10%
Assistência Médica	10%
Industrial	7%
Centro de dados	7%
Diversificada	6%
Hospedagem / Resort	5%
Auto Armazenamento	5%
Especialidade	4%
Timberland	3%
Hipoteca	1%

Fonte: Nareit

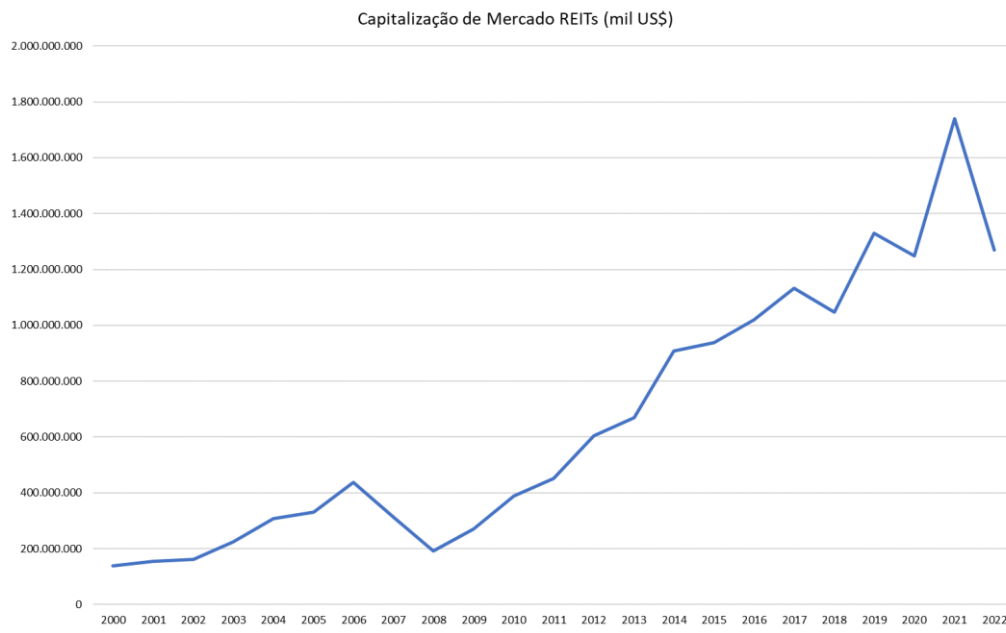
O mercado possui coletivamente mais de US\$ 4,5tri em ativos brutos nos EUA e os REITs públicos são responsáveis por aproximadamente US\$ 3tri em ativos e esses englobam cerca de 535.000 propriedades e 15 milhões de florestas nos EUA. Enquanto isso, o valor de mercado se encontra em um patamar de US\$ 1,3tri e após uma queda significativa entre 2006 e 2008, o valor de mercado teve um grande boom, chegando ao patamar de US\$ 1,7tri em 2021<sup>33</sup>, como pode-se analisar abaixo:

---

<sup>33</sup> Dados da Nareit®



Figura 14 – Capitalização de Mercado REITs (mil US\$)



Fonte: Nareits

## Capítulo VII – Conclusão

Ao longo do estudo, vimos que o mercado de Fundos Imobiliários no Brasil ainda é extremamente incipiente, comparado tanto ao mercado dos REITs nos Estados Unidos quanto ao mercado de ações no país, uma vez que esse movimentou ao longo de 2022 mensalmente entre R\$ 370bi e R\$ 588bi enquanto os FIIs movimentaram entre R\$ 4bi e R\$ 5bi.

Esse fato está relacionado primeiramente ao perfil do investidor brasileiro, que tradicionalmente tem uma preferência pela compra de imóveis físicos, acreditando ser uma opção mais segura e mais tangível do que os FIIs. Em conjunto, existe o problema de conhecimento e educação financeira no país, onde muitos investidores não estão cientes dos benefícios e oportunidades oferecidos pelo produto e assim, habitualmente investem em mercados com mais familiaridade e histórico, como o mercado de ações ou títulos de renda fixa.

A segunda razão que contribui para o mercado ser considerado iniciante, está relacionada ao cenário macroeconômico do país, que apesar de ser cíclico, insere o investidor brasileiro em um contexto em que os patamares das taxas de juros são difíceis de serem encontrados em outros países. Conseqüentemente, a atratividade dos produtos de renda fixa passa a ser maior, com sua alta remuneração e redução de riscos e assim, a procura por investimentos em fundos de ações, títulos de dívida e os próprios FIIs são reduzidas.

No entanto, com base no que foi visto durante o desenvolvimento do tema, é notório o aumento de participação do produto nos portfólios dos investidores em certos períodos do tempo, principalmente em momentos onde o cenário macroeconômico está favorável para inserção em renda variável.

Para perspectivas futuras relacionadas aos Fundos Imobiliários, deve-se analisar o overview macroeconômico e as tendências que irão moldar o ambiente financeiro nos próximos anos. Sabemos que em meio à pandemia, a economia global enfrentou uma série de choques de oferta e demanda, resultando em um aumento da inflação e por isso, o ano de 2022 foi marcado pela intensificação dos esforços dos Bancos Centrais para combater a inflação, resultando na elevação dos juros como medida de controle.

Como consequência, o ano de 2023 felizmente marca um período de deflação e no Brasil, com ajuda dos preços de commodities, há indicação de arrefecimento, uma vez que a queda do IPCA é bastante relevante. Atualmente, a dificuldade está na convergência

desta para a meta, pois as expectativas não estão bem definidas e caso essas sejam reancoradas, haverá abertura para cortes nas taxas de juros.

É importante destacar o cenário fiscal, que apresenta sinais de melhora em relação a determinados arcabouços anteriores. Embora tenham ocorrido desvios em relação ao teto de gastos, a definição de um contexto fiscal mais claro reduz a incerteza e proporciona uma margem maior para ações de estímulo monetário. Embora possa não ser tão crível quanto o teto, é um passo em direção a uma estrutura fiscal mais sólida.

Além disso, os dados de atividade do país são bastante fortes, principalmente por causa do setor agropecuário. Há indícios que o PIB potencial pode se elevar, consequente de reformas implementadas anteriormente, como as trabalhistas e previdenciárias. No entanto, é importante considerar que os dados recentes sobre a atividade econômica não refletem plenamente os efeitos do aperto da política monetária, mesmo com uma contração no crédito.

Diante do exposto, a minha expectativa é que atualmente a indústria dos Fundos Imobiliários no Brasil se encontra de frente com duas possibilidades relevantes de upside. Essas, estão diretamente relacionadas com a queda das vacâncias e com a redução da taxa de juros. Quando falamos da diminuição das taxas de vacância, estamos nos referindo principalmente ao segmento das Lajes Comerciais, que apesar de ser o que mais sofreu com as restrições impostas pela pandemia, segue uma tendência de recuperação e valorização. Já a redução dos juros está relacionada com o panorama macroeconômico exposto acima e como foi visto ao longo deste estudo, essa seria responsável por aumentar a atratividade em produtos de renda variável como os FIIs.

Portanto, acredito que ao longo dos próximos anos a conjuntura será favorável para o crescimento da indústria imobiliária no país e logo, esse tipo de investimento se tornará mais no portfólio dos investidores.

## Capítulo VIII - Referências Bibliográficas

MAGNANI, Maira; SANFELICI, Daniel. O e-commerce e os fundos imobiliários logísticos: estratégias de captura de rendas imobiliárias. *Cadernos Metr pole*, 24 (53), 173–198, 2022

AKINSOMI, Omokolade. How resilient are REITs to a pandemic? The COVID-19 effect. The School of Construction Economics and Management. The University of Witwatersrand, Johannesburg, South Africa, 2020.

FENG, Zhilan; PRICE, S. McKay; SIRMANS, C.F. An Overview of Equity Real Estate Investment Trusts (REITs): 1993-2009. *Journal of Real Estate Literature*, Vol. 19, No. 2, pp. 307-343, 2011.

SILVEIRA, Getúlio Borges da; BESSASA, Octavio. Análise de Componentes Principais de Dados Funcionais: Uma aplica o às Estruturas a Termo de Taxas de Juros. Banco Central do Brasil, *Trabalhos para Discussão* n73, 2003.

SOUZA, Vinicius Sant'anna de. Análise da Rentabilidade dos Fundos de Investimento Imobiliário. Disserta o (Mestrado Profissionalizante em Economia), Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Rio de Janeiro, 2012.

RIBEIRO, Priscila Fernandes. Estrutura a termo da taxa de juros no Brasil e previsibilidade de ciclos econômicos. Disserta o (Mestrado em Economia de Empresas) - FGV - Funda o Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.

FRADE, Rafael Berger. Avalia o da sensibilidade dos fundos de investimento imobiliários a varia es nas taxas de juros através da análise de componentes principais. Disserta o (Mestrado Profissional em Finanças e Economia) - FGV - Funda o Getúlio Vargas, São Paulo, 2015.

MOTA, Ronaldo Rodrigues. A evolu o do mercado de fundos de investimento imobiliários no Brasil no período de 1994 a março/2013 e a utiliza o dessa alternativa de investimento para o investidor pessoa física no Brasil. 2013. 114 f. Disserta o (Mestrado Profissional em Economia), Universidade de Brasília, Brasília, 2013.

OKAZUKA JUNIOR, Mario. A utiliza o dos fundos de investimento imobiliários como veículos na gestão de ativos das empresas. Disserta o (Mestrado Profissional em Administra o de Empresas) - FGV - Funda o Getúlio Vargas, São Paulo, 2015.

CASTRO, Marcelo Augusto Farias de. Co integração na indústria de fundos imobiliários no Brasil. 2012. 52f. Dissertação (mestrado profissional) - Programa de Pós-graduação em Economia, CAEN, Universidade Federal do Ceará, 2012.

GUIMARÃES, José Gustavo Macedo. Persistência na performance de fundos de investimento imobiliário brasileiros entre 2008 e 2012. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas - FGV, Rio de Janeiro, 2013.

LIANG, Benjamin Sheng Horng. Uma Investigação do efeito manada nos fundos de investimento imobiliário brasileiros. Dissertação (Mestrado Profissional em Administração de Empresas) - FGV - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2017.

IVANTES, Eric; MAGALHÃES, Carlos. Análise do desempenho dos Fundos Imobiliários no Brasil de 2017 a pandemia Covid-19, 2021

**Capítulo IX – Fontes**

Banco Central do Brasil

Banco Mundial

Bloomberg

Boletim Mensal de FIIs da B3

ClubeFii

ComDinheiro

Credit Suisse

FMI

IBGE

Iridium

Itaú BBA

Kinea

Nareit

SiiLA