

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP**

GIANNI FLÁVIA TEIXEIRA

**COMPORTAMENTO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS
IMOBILIÁRIOS NO MERCADO DE CAPITAIS DA BM&FBOVESPA
ESTUDO DE CASO DO FII BTG PACTUAL CORPORATE OFFICE
FUND**

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E FINANCEIRAS

**SÃO PAULO
2014**

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP**

GIANNI FLÁVIA TEIXEIRA

**COMPORTAMENTO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS
IMOBILIÁRIOS NO MERCADO DE CAPITAIS DA BM&FBOVESPA
ESTUDO DE CASO DO FII BTG PACTUAL CORPORATE OFFICE
FUND**

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E FINANCEIRAS

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do Título de Mestre em Ciências Contábeis, sob a orientação do prof. Dr. Rubens Famá.

SÃO PAULO

2014

Autorizo exclusivamente para fins acadêmicos e científicos a reprodução total ou parcial desta Dissertação de Mestrado por processos de fotocopiadoras ou eletrônicos.

Assinatura: _____

Data 10/11/2014

e-mail: gianni.teixeira2@gmail.com

FICHA CATALOGRÁFICA

T327

Teixeira, Gianni Flávia.

Comportamento dos fundos de investimentos imobiliários no mercado de capitais da BM&FBovespa – Estudo de caso do FII BTG Pactual Corporate Office Fund / Gianni Flávia Teixeira. São Paulo: s.n., 2014.

118 p.; il. 30 cm.

Referências: 112-118

Orientador: Prof. Dr. Rubens Famá.

Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2014.

1. Mercado de Capitais 2. Fundos de Investimentos Imobiliários 3. Empreendimentos Imobiliários 4. Economia. I. Famá, Rubens. II. Título.

CDD 657

TEIXEIRA, Gianni Flávia. **Comportamento dos fundos de investimentos imobiliários no mercado de capitais da BM&FBovespa – Estudo de caso do FII BTG Pactual Corporate Office Fund.** 2014. 118 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2014.

BANCA EXAMINADORA

Professor Dr. Rubens Famá

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

Professor Dr. Sérgio de Iudícibus

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

Professora Dra. Rosana Tavares

Universidade de São Paulo

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho aos meus pais, Luzia e Antônio, que pelo exemplo de amor e dedicação foram e sempre serão responsáveis por todos os objetivos atingidos. Também agradeço ao meu orientador Rubens Famá por toda a sua atenção e contribuição para a elaboração deste trabalho.

Com todo o meu amor e carinho.

TEIXEIRA, Gianni Flávia. **Comportamento dos fundos de investimentos imobiliários no mercado de capitais da BM&FBovespa – Estudo de caso do FII BTG Pactual Corporate Office Fund.** 2014. 118 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2014.

RESUMO

O objetivo deste trabalho é investigar o comportamento histórico das cotas de FIs emitidas na BM&FBovespa. Os objetivos secundários são analisar o desempenho dos FIs e verificar seus benefícios. A conclusão é que houve uma conjunção de fatores atuando simultaneamente na geração do *boom* de construções e alta de preços dos imóveis (2009-2012). Tais como: baixa da taxa de juros, estabilização econômica, redução da rentabilidade da poupança e financiamentos de crédito imobiliário, propiciados principalmente pelo SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo) e pelo FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço). Os resultados demonstram que o setor imobiliário, ao final de 2012 e meados de 2013 está em uma fase de desaquecimento evidenciada pela queda de preços das cotas de FIs, redução da captação de capital estrangeiro, retração da emissão de certificados de recebíveis imobiliários (CRI) no mercado, entre outros fatores. Mas, existem grandes oportunidades de prospecção de empreendimentos imobiliários no Brasil, que com a prática de uma boa gestão e avaliação dos riscos inerentes à aquisição de novos ativos, pode gerar novos rendimentos e aumento de valor para os acionistas.

Palavras-chave: FIs, Mercado de Capitais, economia, empreendimentos imobiliários.

TEIXEIRA, Gianni Flávia. **Comportamento dos fundos de investimentos imobiliários no mercado de capitais da BM&FBovespa – Estudo de caso do FII BTG Pactual Corporate Office Fund.** 2014. 118 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2014.

ABSTRACT

The objective of this study is to investigate the historical behavior of the quotas of real estate investment trusts (REITs) issued at BM&FBovespa (Brazilian Stock Market). The secondary objectives are analyse the REITs`s performance and verify their benefits. The conclusion is that there were a combination of factors acting simultaneously to generate the building boom, which include high property prices, low interest rates, and economic stabilization (2009-2012). Furthermore, the reduction of savings and mortgage financing propagated mainly by the SBPE (Brazilian System of Savings and Loan) and the FGTS (Fund Guarantee for Time of Service). The results show that the real estate industry towards the end of 2012 and mid-2013 was in a phase of slowdown evidenced by the falling prices of quotas of REITs, reduction of foreign capital, retraction of issuing certificates of real estate receivables (CRI) market and additional factors. However, there are opportunities to prospecting developments in Brazil. The good management of the REITs and evaluation of their risks involved to the acquisition of new assets, it can create new income and increase the value to the shareholder.

Keywords: REITs, Capital Markets, economy, real estate.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Projetando Estudo de Caso.....	69
Figura 2 – Identificação dos Indicadores.....	70
Figura 3 – Procedimentos de Análise.....	73
Figura 4 – Convergência de Várias Fontes de Evidências.....	75
Figura 5 – Carteira de Imóveis – BC Fund I – Jul/14.....	87

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Fundos mais Negociados durante 2014.....	42
Tabela 2 - Financiamento Imobiliário – SBPE – Valores e Unidades Contratadas.....	55
Tabela 3 - Financiamento Imobiliário com Recursos do FGTS.....	56
Tabela 4 - Tipos de Dados.....	66
Tabela 5 - Cronograma.....	68
Tabela 6 - Protocolo para o Estudo de Caso.....	72
Tabela 7 - Principais Benefícios do Fundo.....	78
Tabela 8 - Obrigações por Aquisição e Captação de Recursos.....	83
Tabela 9 - Informações Gerais da Carteira do BC Fund I – Jul/14.....	87
Tabela 10 - Sete Maiores FII por Tamanho de PL (dez/13).....	103
Tabela 11 - Valor de Mercado da Carteira – jul/14.....	105

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Histórico do Montante de Emissões de FII (em R\$ milhões).....	26
Gráfico 2 - Patrimônio Líquido e Número de FII.....	26
Gráfico 3 - Composição da Capitalização de Mercado por Classe de Ativo em 31/07/2014.....	30
Gráfico 4 - Perfil do FII em 31/07/2014.....	30
Gráfico 5 - Evolução Taxa Selic (%).....	35
Gráfico 6 - PIB Europa e Estados Unidos.....	36
Gráfico 7 - Evolução do PIB China.....	36
Gráfico 8 - PIB BRIC.....	36
Gráfico 9 - Evolução do PIB no Brasil.....	36
Gráfico 10 - Taxa de Desemprego no Brasil.....	36
Gráfico 11 - Histórico do Volume Negociado na BM&FBovespa.....	41
Gráfico 12 - Emissões Totais de FII – Número de Operações.....	42
Gráfico 13 - Perfil do Investidor.....	43
Gráfico 14 - Histórico do Montante de Emissões de Securitização (em R\$ milhões).....	45
Gráfico 15 - Histórico do Montante de Emissões de CRI (em R\$ milhões).....	48
Gráfico 16 - Caderneta de Poupança – Saldo de Depósitos e Remuneração Histórica Anual.....	57
Gráfico 17 - Número de Investidores em FII.....	58
Gráfico 18 - Evolução do Estoque dos Principais Ativos com Lastro Imobiliário	59
Gráfico 19 - Distribuição do nº de FIIs.....	59
Gráfico 20 - Patrimônio Líquido – BC Fund I.....	64
Gráfico 21 - Evolução da Receita Bruta de Locação (R\$ milhões) – BC Fund I.	82
Gráfico 22 - Vacância Financeira do Portfolio – BC Fund I.....	82
Gráfico 23 - Histórico IPCA.....	85
Gráfico 24 - Histórico IGP-M.....	85
Gráfico 25 - Cronograma de Vencimento de Contratos.....	86
Gráfico 26 - Distribuição da Carteira por Localização e Classificação.....	88

Gráfico 27 - Vendas de Imóveis Residenciais em São Paulo.....	91
Gráfico 28 - Absorção e Vacância – São Paulo.....	91
Gráfico 29 - Evolução do Estoque – São Paulo.....	92
Gráfico 30 - Absorção Líquida – São Paulo.....	92
Gráfico 31 - Variação Percentual do Valor Médio de Locação de Aluguel – São Paulo.....	93
Gráfico 32 - Rio de Janeiro – Absorção x Vacância.....	95
Gráfico 33 - Rio de Janeiro – Novo Estoque.....	95
Gráfico 34 - Absorção Líquida – Rio de Janeiro.....	96
Gráfico 35 - Evolução Diária do IFIX.....	102
Gráfico 36 - Desempenho da Cota.....	103
Gráfico 37 - Perfil do Investidor – BC Fund I.....	104
Gráfico 38 - Rentabilidade do Cotista – BC Fund I	104

LISTA DE SIGLAS

FII	Fundo de Investimento Imobiliário
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
CRI	Certificado de Recebível Imobiliário
LCI	Letra de Crédito Imobiliário
LH	Letra Hipotecária
CVM	Comissão de Valores Imobiliários
SPE	Sociedade de Propósito Específico
PIB	Produto Interno Bruto
SFI	Sistema Financeiro Imobiliário
BNH	Banco Nacional de Habitação
SFH	Sistema Financeiro de Habitação
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
IFRS	International Financial Reporting Standards

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	15
1.1. Contextualização.....	15
1.2. Justificativas e Contribuições de Estudo.....	17
1.3. Questão de Pesquisa.....	19
1.4. Objetivos do Trabalho.....	19
1.5. Percurso metodológico.....	19
1.6. Estrutura do Trabalho.....	20
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	22
2.1. Histórico sobre Fundos de Investimentos Imobiliários no Brasil.....	22
2.1.1. Formação dos Fundos de Investimentos Imobiliários	27
2.2. Visão Econômica Brasil e Mundo.....	31
2.3. Mercado de Capitais.....	37
2.3.1. Renda Variável.....	39
2.3.2. Securitização.....	43
2.3.3. Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI)	45
2.3.4. Risco em Investimentos de Fundos Imobiliários.....	48
2.4. Mercado Imobiliário e seus Desdobramentos.....	52
2.5. Efeito Contábil.....	59
3. METODOLOGIA	65
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS E ESTUDO DE CADSO FII BTG PACTUAL CORPORATE OFFICE FUND.....	77
4.1. Objetivo e Histórico do FII BTG Pactual Corporate Office Fund	77
4.1.1. Visão Estratégica do Fundo	79
4.1.2. Desempenho do Fundo.....	80
4.2. Estrutura de Capital do Fundo.....	82

4.3. Mercado Imobiliário	86
4.3.1. Mercado Imobiliário em São Paulo.....	88
4.3.2. Mercado Imobiliário do Rio de Janeiro.....	93
4.3.3. Base de Valorização do Mercado e do Fundo.....	96
4.3.3.1. Avaliação dos Imóveis do Fundo.....	100
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	106
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	112

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

O mercado de Fundos de Investimentos Imobiliários (FII) foi criado no Brasil pela lei nº 8.668, em 1993, e surgiu devido ao alto valor de aplicação em bens imóveis. Por conseguinte, possibilitou o ingresso aos pequenos e médios investidores no mercado imobiliário. Essa medida fortaleceu a ligação entre o mercado imobiliário e o de capitais.

Segundo Amato (2009), os recursos são captados pelos investidores e aplicados em vários empreendimentos imobiliários, os quais vieram a constituir um segmento dentro do mercado de capitais. O objetivo do FII é obter ganhos através das locações destes empreendimentos (hospitais, *shoppings centers*, escritórios comerciais, entre outros).

O Brasil obteve grande ascensão no setor imobiliário por vários motivos, dentre eles, a estabilidade de preços, a queda da taxa de juros (ver gráfico 5) e a expansão de crédito (tabela 2). Segundo Mendonça (2011), com a inflação estabilizada e o aumento na renda do trabalhador brasileiro juntamente com a expansão do crédito imobiliário a longo prazo, foi possível alavancar o setor imobiliário de forma a torná-lo mais atraente e seguro aos pequenos e médios investidores.

O *boom* imobiliário foi possível, principalmente, pela estabilidade econômica do Brasil e pela realização de grandes eventos como a Copa do Mundo de 2014 e as Olimpíadas que ocorrerá em 2016, atraindo investidores estrangeiros. No entanto, a partir de meados de 2013, a economia brasileira passa a apresentar um baixo ritmo de crescimento (ver gráfico 8 e 9).

Países desenvolvidos como os Estados Unidos também demonstram sua instabilidade econômica devido ao alto nível de endividamento, reflexo da crise de 2008, acarretada pela quebra de Bancos como o *Lehman Brothers*, por possuírem

ativos de alto risco. A Europa, zona do euro, também encontra vários problemas para se financiar devido ao descontrole das dívidas públicas (ver gráfico 6).

Logo, devido aos últimos acontecimentos na economia mundial, o Brasil vem se destacando em vários setores e principalmente no incipiente mercado imobiliário. Com o setor em expansão, Instituições Financeiras buscam se fortalecer neste segmento, a exemplo da aquisição da *Brazilian Finance e Real Estate* (BFRE) pelo BTG Pactual.

Para ampliar o setor, foi aprovado, em novembro de 2005, a Lei nº 11.196 que oferece isenção fiscal de imposto de renda sobre os rendimentos de cotas de FII, passando, desse modo, a ter uma performance relevante dentro do mercado de capitais. Dessa forma, houve a necessidade de se ter maior regulamento sobre o setor.

Em outubro de 2008, é emitida a Instrução nº 472 (ICVM 472) que estabelece normas gerais sobre as aplicações em FIIs, Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e Letras Hipotecárias (LH).

Com a expansão do setor, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) coloca em Audiência Pública SNC Fundos nº 01/11, instrução sobre normas contábeis aplicáveis com as normas internacionais de contabilidade (IFRS), emitidas pelo *International Accounting Standard Board* – IASB. Por conseguinte, surgiu a Instrução CVM Nº 516, que diz respeito à divulgação, interpretação, orientação, reconhecimento e mensuração do resultado, ativo e passivo. Itens a serem avaliados:

- ✓ Uso do Valor Justo (*fair value*);
- ✓ Controle sobre os ativos, passivos e provisões;
- ✓ Transferência de riscos e benefícios;
- ✓ Fundamentação econômica;
- ✓ Fluxo de Caixa;

O objeto é alinhar essas práticas com a realidade dos investidores e verificar os principais impactos desses critérios nos demonstrativos contábeis. De maneira que os usuários da informação tomem decisões confiáveis e assertivas.

O mercado de FII apresentava crescimento inexpressivo até o ano de 2009 e passou a adquirir dimensões não mais irrelevantes, principalmente, no ano de 2012. A partir desse momento, passa a ter uma performance mensurável que está correlacionada com o setor imobiliário. Dessa forma, a crise financeira de 2008, que interrompeu um período de captação de recursos, através de emissões de ações, por parte de empresas do setor de construção, também diminuiu o momento de expansão que os Fundos imobiliários passavam a usufruir. No entanto, a trajetória ascendente é retomada em 2009, quando o setor entra numa fase de crescimento acelerado até o ano de 2012 e sofre declínio em meados de 2013 (ver gráfico 12).

1.2 Justificativas e Contribuições de Estudo

A ideia de elaborar o trabalho surgiu com a observação de alguns aspectos elencados a seguir:

- O mercado de Fundos de Investimentos Imobiliários – FII cresceu significativamente em número de cotas, tanto no mercado primário como no secundário (ver gráfico 2), realizadas através de Bolsa de Valores. Com o surgimento de mais Fundos e aumentando a variedade de cotistas gera-se maior liquidez no mercado, ou seja, o “ativo de concreto” convertendo-se em dinheiro.

- A vantagem está em investir em imóveis de forma indireta, por meio de cotas negociadas em Bolsa e não pagar imposto de renda sobre os aluguéis recebidos, além disso, o investidor não precisa se preocupar com a manutenção e administração do imóvel, à medida que a administração dos imóveis fica por responsabilidade do Fundo e o cotista apenas compra as cotas e recebe os rendimentos.

- Esses investimentos tomaram proporções maiores e o foco passou a agregar títulos ligados ao setor imobiliário como CRI, Fundos de Direitos Creditórios (Fdics). Logo, o risco na aplicação nesses fundos tem a tendência de cair, atraindo mais interessados.

- Este crescimento (2009-2011) não foi acompanhado nos veículos de informações aos usuários. Dessa forma, a necessidade em tornar a informação mais eficiente, transparente e confiável levou a CVM, juntamente com participantes diversos do mercado a reverem normas e procedimentos contábeis, englobando a adoção dos CPCs (Comitê de Pronunciamentos Contábeis) e IFRS, de forma a padronizar as Demonstrações Financeiras aplicáveis aos FII.

- Os fundos de investimento imobiliário têm captado interesse de pessoa física, jurídica, instituições financeiras, fundos de investimentos, presidência privada e do FGTS, o qual é administrado pela Caixa Econômica Federal. O aumento dessa atratividade por diferentes tipos de investidores está conectado ao alcance numa carteira ampla de empreendimentos imobiliários, a qual anteriormente não estaria ao alcance de investidores individuais.

- Representa uma diversidade de aplicações para o investidor, à medida que o rendimento de suas cotas, conforme regras de tributação, são isentos de imposto de renda, agregando vantagem ao investimento em imóveis. Em adicional, existe o administrador e gestor do fundo que será contratado para servir aos interesses dos cotistas.

A linha de pesquisa proposta tem como finalidade observar, investigar e analisar o comportamento da indústria dos fundos de investimentos imobiliários no mercado de capitais da BM&FBovespa, tomando por base o estudo de caso do FII *BTG Pactual Corporate Office Fund (BC Fund)*.

1.3 Questão de Pesquisa

Nos últimos três anos, o mercado desses fundos se multiplicou, tendo alargado o portfólio das carteiras de investimentos e a atuação dos Bancos Comerciais, que com suas grandes redes de varejo passaram a alocar esforços de distribuição de cotas de FII junto aos seus clientes, pessoas físicas. Também, cresceram, de forma substancial, as emissões de cotas desses fundos no mercado primário e as negociações destas no mercado secundário.

Carteiras alternativas foram estruturadas, por exemplo, carteira de participações em Sociedades de Propósito Específico (SPE), responsáveis por empreendimentos imobiliários residenciais.

O problema de pesquisa está interligado com a questão abaixo:

- Qual o comportamento dos fundos de investimentos imobiliários no mercado de capitais brasileiro?

1.4 Objetivos do Trabalho

O objetivo geral do trabalho é verificar o comportamento histórico das cotas de FIIs, emitidas na BM&Fbovespa. Os objetivos secundários são analisar o desempenho dos FIIs e constatar seus benefícios.

1.5 Percurso Metodológico

A metodologia utilizada neste trabalho é baseada em um estudo de caso, aplicado a uma instituição financeira atuante no mercado de FIIs, no Brasil, no período de 2009 a 2013.

1.6 Estrutura do Trabalho

O tema do trabalho é introduzido com uma visão geral sobre FII no Brasil. Em seguida, é evidenciado o problema de pesquisa, o qual está relacionado na questão abaixo:

- Qual o comportamento dos fundos de investimentos imobiliários no mercado de capitais brasileiro?

Para responder a esse questionamento foi utilizado um estudo de caso descritivo, a base de dados utilizada foi fornecida pela BM&Fbovespa, Anbima, Cetip, CVM, Banco Central. Além disso, nos baseamos em pesquisas em centros acadêmicos, dissertações, artigos, publicações, regulamentos entre outras publicações.

A revisão bibliográfica está ligada ao mercado de capitais e seu desenvolvimento no Brasil, ou seja, envolve o estudo sobre o risco, custo, retorno do capital e cenário econômico. Essas referências foram utilizadas para entender a relação do mercado imobiliário com a expectativa de rentabilidade e o retorno dos investidores.

Para se alcançar tais objetivos, este trabalho está dividido em cinco capítulos dedicados ao tema proposto, além dessa introdução.

O capítulo 2 traça um panorama sobre o mercado imobiliário no Brasil, buscando informações sobre o histórico de FIIs e o seu desempenho, tanto no mercado primário como secundário. A estrutura do referencial teórico suporta a seguinte análise:

- Desdobramento do mercado de capitais, conforme Fortuna, Assaf Neto, Fama, entre outros.

- Modelo conceitual de juros e visão econômica, Brigham, Eugene e Ehrhardt, Mankiw entre outros.
- Retorno de investimentos, estrutura de capital, risco, conforme Ross, Hull, entre outras referências.
- Risco Hull, entre outros.

O capítulo 3 explica a metodologia utilizada para o desenvolvimento desta dissertação. A pesquisa foi elaborada com um estudo de caso do *FII BTG Pactual Corporate Office Fund*.

No capítulo 4, foi elaborado um estudo de caso sobre o *FII BTG Pactual Corporate Office Fund*, o qual possui o maior valor em termos de patrimônio líquido listado na BM&FBovespa (2013). Dessa forma, foi possível comparar os resultados obtidos em relação ao histórico, desempenho e também quanto aos benefícios gerados aos investidores com a análise consolidada dos FIIs listados na BM&FBovespa (2009-2013).

Por fim, o último capítulo sumariza o trabalho, ao concluir que mesmo em um cenário de recessão presente na economia, existem grandes oportunidades de prospecção de empreendimentos imobiliários no Brasil, que com a prática de boa gestão e avaliação dos riscos inerentes à aquisição de novos ativos, podem gerar novos rendimentos e aumento de valor para os acionistas. Dentre os fatores que contribuíram para o crescimento acelerado dos FIIs, a partir de 2009, tem-se a baixa da taxa de juros, estabilização econômica, redução da rentabilidade da poupança e os financiamentos de crédito imobiliário, propiciados pelo SBPE e FGTS.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. Histórico sobre o Fundo de Investimentos Imobiliários no Brasil

Conforme a Instrução da CVM Nº 472/2008, o FII é constituído sob a forma de condomínio fechado, ou seja, o resgate de cotas ocorre mediante a sua negociação no mercado secundário. Esses fundos investem em empreendimentos imobiliários, tais como edifícios comerciais, shopping centers, hospitais, entre outros.

Segundo o caderno CVM de Fundo – Fundo de Investimento Imobiliário (2014):

Através dos FII, os investidores podem investir seus recursos em imóveis destinados à renda, no desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, na construção de imóveis, no investimento em projetos que viabilizem o acesso à habitação e a serviços, para posterior alienação, locação ou arrendamento, bem como em ativos lastreados em crédito imobiliário, tanto de renda variável como de renda fixa, como por exemplo, ações de companhias do setor imobiliário - CRI (Certificados de Recebíveis Imobiliários), LCI (Letras de Crédito Imobiliário) e LH (Letras Hipotecárias). (CVM, 2014, p. 6).

Os FIIs devem possuir um administrador, o qual deverá ser registrado na CVM. O administrador deverá definir a política de investimento do fundo. Abaixo seguem suas principais atividades:

- Escolha dos ativos que devem compor o fundo;
- Operações de tesouraria: aplicações, financiamento, securitização;
- Contratação de serviços de terceiros;
- Taxa de administração e política de distribuição de dividendos;

Crestana (2011) menciona que os FIIs podem também investir em cotas de Sociedades de Propósito Específico (SPE), as quais são sociedades empresárias cuja atividade é bastante restrita, podendo em alguns casos ter prazo de existência determinado. Neste caso, para uso exclusivo da exploração de bens imobiliários.

Conforme Mota Rodrigues (2013), todo FII necessita de um administrador, o qual deverá estar registrado junto à CVM. O administrador é responsável por:

- Publicar as informações financeiras, na forma que vier a ser regulamentada pela CVM;
- Representação judicial;
- Contratação de serviço externo especializado;
- Gerenciamento de recursos do fundo;
- Formação do patrimônio, bens e direitos;
- Distribuição de rendimentos ao cotista;

Fiorini (2012) menciona que a administração tem como função gerir o fundo em nome do cotista e providenciar todas as informações à CVM. Dessa forma, deverá praticar todas as atividades necessárias para gerenciar o fundo e realizar as deliberações da assembleia geral dos cotistas.

Após o período de crise financeira mundial de 2008 e 2009, o setor imobiliário começou a se tornar prioridade na política governamental brasileira, assim, a ICVM Nº 472 ampliou os tipos de investimentos, os quais se enquadram como empreendimentos imobiliários. Dessa forma, houve uma melhor definição da destinação apropriada dos recursos que podem ser captados através do veículo de Fundo de Investimento Imobiliário.

Por conseguinte, a estruturação da carteira de FII passou a ser regulamentada e começou a atrair os participantes de mercado nas atividades de originação, estruturação, gestão e distribuição deste tipo de fundo. O investidor pessoa física vislumbrou ganho tributário, além de diversificar seus ganhos, liquidez, administração profissional dos imóveis, menores custos e praticidade.

Conforme o guia de investimentos da CVM (2012), os principais rendimentos dos FIIs são obtidos pelos recebimentos de aluguéis, juros de títulos imobiliários e ganhos de capital sobre a venda de imóveis. Um fator importante que levou ao

crescimento de pessoas físicas neste tipo de fundo foi a isenção de imposto de renda.

O mercado de FII recebeu grande incentivo em 2005, devido à isenção da incidência de imposto de renda nos rendimentos distribuídos aos seus cotistas pessoas físicas, pelos fundos negociados na bolsa de valores, pela lei nº 11.196, atendendo as seguintes condições:

- Cotistas que tiverem menos de 10% das cotas do fundo;
- FII que tiver no mínimo 50 cotistas;
- Cotas que forem negociadas em bolsa de valores;

Caso as requisições acima não sejam atendidas, ocorrerá a retenção de 20% sobre os rendimentos distribuídos. A lei nº 12.024 de 2009 isentou os FII de IR, também, com as aplicações em CRI, LH, LCI e cotas de outros fundos. Para ter uso desse benefício, o fundo precisa distribuir, ao menos, 95% dos lucros auferidos com base no balanço ou balancete semestral de 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano.

Conforme Tognetti (2013), apesar de já haver passado 20 anos desde sua criação, apenas nos últimos 5 anos, os FII tiveram destaque quanto a emissão de cotas no mercado de capitais. Até o ano de 2008, esses fundos não ultrapassavam R\$ 1 bilhão por ano, em razão de alguns aspectos no ambiente econômico, dentre eles a flutuação da taxa de juros e a falta de regulamentação.

Em 2011, o montante consolidado emitido em FII atingiu R\$ 16 bilhões e em 2013 R\$ 12 bilhões. Apesar de 2013 ter tido um forte volume de emissões de cotas, já é demonstrado uma queda de produção desses números. Pois, o volume expressivo de 2013 é apenas a base do primeiro semestre, ou seja, no segundo semestre já é visualizado uma queda no volume de emissões. Por consequência, até julho de 2014, o volume emitido de cotas é de apenas R\$ 4 bilhões. (ver gráfico 1).

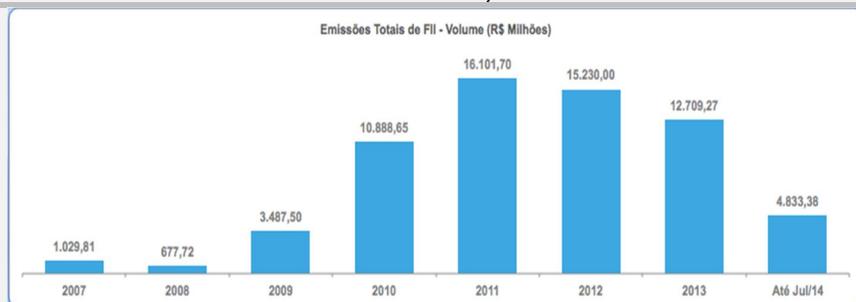
Nos anos 2010 e 2011, o FII começou a destacar-se no mercado de capitais brasileiro, houve um montante substancial na emissão de cotas de FII. Em 2012, o volume de emissão continuou a crescer, porém em proporções menores. No Gráfico 1, é possível verificar a evolução de fundos listados na Bolsa de Valores, principalmente a partir de 2009.

A evolução do patrimônio líquido obteve destaque no final de 2010, quando houve uma forte movimentação de emissões primárias de cotas de FII negociáveis no mercado secundário da BM&FBOVESPA e, em 2011, ocorreu a excepcional emissão do FII Porto Maravilha (não listado). Segundo a Revista Exame (2012), com as obras do Projeto Porto Maravilha, na área portuária do Rio de Janeiro, esta região tem por expectativa se tornar um local de atratividade para as empresas se localizarem, já que há projetos de revitalizações oferecidos pelo governo e parcerias para acelerar as obras, além de oferecer uma boa infraestrutura e serviços para a região.

Na medida do crescimento do PL deve-se levar em consideração o impacto da Instrução CVM Nº 516 (ICVM 516), a qual foi emitida no final de 2011 e acarretou mudanças significativas nas Demonstrações Financeiras dos FII, a partir de 2012. Em 2012, o PL era de R\$ 41.62 bilhões; R\$ 53.62 bilhões em 2013 e praticamente se manteve constante no segundo semestre de 2014 (ver gráfico 2).

Em 2009, havia um total de 89 fundos e após um ano, esse número subiu para 101 fundos. No final de 2012, havia 183 fundos e, no segundo semestre de 2014, este número atingiu 231. Isso demonstra a crescente predileção dos investidores no mercado de capitais por fundo de investimento imobiliário brasileiro (ver gráfico 2).

Gráfico 1 – Histórico do Montante de Emissões de FII -(em R\$ milhões)



Fonte: Anbima

Gráfico 2 – Patrimônio Líquido e Número de FII



Fonte: Anbima

Abaixo, os principais momentos dos FIs no Brasil:

- **1993 – 25 de junho – Lei nº 8.668**

Aponta a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como órgão responsável pela disciplina, fiscalização e constituição do fundo.

- **1994 – 14 de janeiro – Instrução CVM nº 205/206**

Constituição, funcionamento e normas contábeis relacionadas às demonstrações financeiras dos FII.

- **2005 – 21 de novembro – Lei nº 11.196**

Isenção do imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, os rendimentos distribuídos de FII, cujas cotas sejam negociadas

em bolsa de valores ou no mercado de balcão, mínimo de 50 cotistas. O benefício não será oferecido a cotistas pessoas físicas que representem 10% ou mais da totalidade de cotas emitidas.

- **2008 – 31 de outubro – Instrução CVM nº 472**

Regulamenta a constituição, administração, o funcionamento, a oferta pública de cotas e divulgação de informações dos FII. Dessa forma, revoga a Instrução CVM n 205/94.

- **2009 – 27 de agosto – Lei nº 12.024**

Isenta do imposto de renda na fonte os rendimentos auferidos em aplicações efetuadas pelos FII em CRI, LH, LCI e cotas de FII.

- **2011 – 29 de dezembro – Instrução CVM nº 516**

Normas aplicáveis à divulgação das demonstrações contábeis, quanto à classificação e mensuração das contas patrimoniais e de resultado.

- **2012- Destaque para emissão de cotas**

Destaque de FIIs quanto à emissão de cotas no mercado de capitais e aumento dos rendimentos.

- **2013- Desaceleração do Mercado de Capitais**

Cenário de recessão econômica afeta o desempenho dos FIIs na Bolsa de Valores (BM&FBovespa).

2.1.1. Formação dos Fundos de Investimentos Imobiliários

Conforme o caderno da CVM – Fundo de Investimento Imobiliário (2014), o fundo de investimento imobiliário é formado por uma comunhão de recursos captados pelo sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação de empreendimentos imobiliários. A constituição e funcionamento dos FIIs dependem do registro na CVM.

Os administradores de um FII são responsáveis pelos serviços relacionados ao funcionamento e à manutenção do fundo. Abaixo seguem os principais serviços prestados:

- Manutenção de departamento técnico habilitado a prestar serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários;
- Atividades de tesouraria, controle e processamento dos títulos e valores mobiliários;
- Escrituração de cotas e custódia de ativos financeiros;
- Auditoria independente e gestão dos valores mobiliários da carteira

A composição de uma carteira de empreendimento imobiliário permite que o seu volume e valor financeiro estejam ao alcance de investidores individuais, mesmo os de menor capacidade financeira. Pois, a rentabilidade de cada investidor é proporcional a sua quantidade de cotas.

Um fundo imobiliário é tecnicamente um fundo de investimento fechado e, portanto, não permite o resgate de quotas. O investimento é concretizado por meio da aquisição de quotas, enquanto o retorno de capital investido se dá por meio da distribuição de resultados, da venda da quota, em negociações em bolsa de valores (Bovespa) ou no mercado de balcão, ou da dissolução do fundo com a venda de seus ativos e a distribuição proporcional do patrimônio aos cotistas. Destaca-se que não há exigibilidade legal para que o fundo tenha prazo de determinado. (AMATO, 2009, p. 31).

Sendo assim, não existem limites para investimentos em cotas de Fundos de Investimento em Participações (FIP), cotas de FII e CRI. Como regra de distribuição deverá distribuir no mínimo 95% dos lucros auferidos, apurados pelo regime de caixa, com base no balanço ou balancete em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano.

O FII obteve sucesso, principalmente, pela isenção de tributação (IR) para pessoas físicas, conforme determina a Lei nº 11.196/2005. No entanto, o imposto de renda é incidente sobre as receitas financeiras obtidas com as aplicações do saldo de caixa e ganho de capital do fundo.

Segundo Amato (2009), as dificuldades encontradas para que o mercado de investimento imobiliário evolua no Brasil, como nos países considerados evoluídos, são observadas a seguir:

- Desconhecimento por parte dos investidores, quanto a esse tipo de investimento;
- Taxa de juros elevada, causa desinteresse pelos investidores;
- Dificuldade em avaliar os riscos das operações;

A oferta pública de cotas depende de registro na CVM e deve ser realizada por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários. O resgate de cotas não é permitido, à medida que se deve vendê-las no mercado de bolsa a um terceiro para realizar o caixa.

A presença dos fundos de investimento imobiliário no mercado secundário traz outra vantagem aos investidores que é a transparência das informações, pois o valor das cotas passa a ser publicado diariamente na Bolsa (BM&FBovespa), a exemplo do que acontece com o mercado de ações e outros fundos. As publicações de tais informações são importantes, pois é possível criar uma base de cotações e informações que facilitará a avaliação do investidor sobre sua liquidez, transparência, facilidade na obtenção das informações do mercado imobiliário, possibilitando desta forma uma elevação dos negócios. (MOTA, 2013, p. 93).

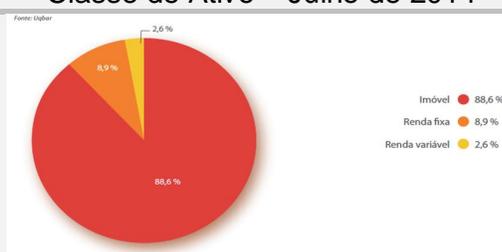
As cotas podem ser transferidas mediante termo de cessão e transferência, assinado pelo cedente e cessionário ou através de Bolsa de Valores. A liquidação das cotas é feita no ambiente de Bolsa (BM&FBOVESPA) e Cetip.

Ferreira (2011) menciona que os FIIs buscam suprir a demanda de investidores que procuram aplicações a longo prazo, maior do que a poupança e ao mesmo tempo ofereça estabilidade. No contexto de ter pouco envolvimento com a administração e investimento acessível ao seu bolso.

Conforme o caderno da CVM de fundos de investimentos (2010), os fundos em geral são divididos por classe:

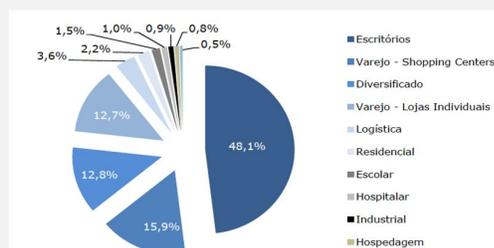
- **Imóvel** – Bens imóveis, os quais podem ser projetos em fase de desenvolvimento, incorporação ou construção, imóveis acabados em funcionamento pleno ou parcial.
- **Renda Fixa** – Debêntures, certificado de depósito de valores mobiliários, certificado de recebíveis imobiliários, letras de crédito imobiliário entre outras.
- **Renda Variável** – Ações, recibos de subscrição de cotas de fundos de investimento, cotas de sociedades para fins específicos, cotas de fundos de investimento em participações, cotas que sejam exclusivamente destinadas à construção civil ou mercado imobiliário, cotas de fundos de investimentos em direitos creditórios.
- **Ganho de Capital** – Através da valorização dos bens e direitos investidos no mercado secundário.
- **Securitização:** O fundo participa de operações de securitização como cedente de uma carteira de ativos, normalmente é um fluxo de caixa proveniente do pagamento de aluguéis.

Gráfico 3 - Composição da Capitalização de Mercado por Classe de Ativo – Julho de 2014



Fonte: Guia de Securitização e Financiamento Imobiliário da Uqbar (2014, p.73)

Gráfico 4 – Perfil do FII em Julho de 2014



Fonte: Guia de Investimentos da XP (2014, p.10)

Conforme destacado nos gráficos 3 e 4, a captação tem ocorrido, principalmente, na classe de imóveis, 88,6% em relação à classe total de ativos. Dentro da classe de imóvel, destacam-se: Escritórios (48,1%) e *Shopping centers* (15,9%).

Na estruturação de uma securitização, os créditos que permeiam a emissão dos títulos são provenientes de um contrato entre uma construtora ou incorporadora/FII e uma ou mais empresas de um mesmo grupo econômico. Nesta operação, a empresa ou a incorporadora busca uma fonte financiadora, por exemplo, um FII. A finalidade será alugar o prédio e receber os rendimentos de locação.

Segundo Ferreira (2011), o processo de securitização surgiu no Brasil na década de 1990 e ainda nos dias atuais não produz o potencial de investimentos que poderia alcançar. Dessa forma, o Brasil ainda possui espaço para explorar de forma mais contundente este setor.

Assim, os contratos de locação irão gerar recebíveis para os FII, decorrentes do pagamento de aluguel, os quais são vendidos para uma Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários, a qual financia a aquisição com a emissão de CRI.

Até 2008 os fundos eram preponderantemente investidos em imóveis. Contudo, a partir dessa data, a emissão de fundos, em títulos lastreados em crédito imobiliário como o CRI, aumentou significativamente e, com isso, a concentração em fundos de imóveis passou a diluir-se no mercado.

2.2 Visão Econômica Brasil e Mundo

Segundo Assaf Neto (2011), os juros demonstram o preço da troca de ativos disponíveis em diferentes momentos no tempo, os quais exprimem a remuneração pela alocação de capital. Dessa forma, existe uma relação entre poupador, ou seja,

aquele que deseja adiar seu consumo para o futuro e o tomador, que deseja antecipar seu consumo para o presente.

Sendo assim, o conceito de taxa de juros está ligado à taxa preferencial temporal dos agentes envolvidos. Caso ocorra alguma instabilidade no ambiente econômico, pode ocorrer uma elevação na taxa de juros de mercado, assumindo um reflexo de incerteza no mercado.

O nível básico de juros é estipulado pelas autoridades monetárias, as quais têm por objetivo manter um equilíbrio entre o consumo, a produção e o investimento. Com essa premissa, os juros a curto prazo atuam sobre a inflação e, a longo prazo, sobre a geração de poupança e a taxa de investimento.

Em 1996, foi formado o Comitê de Política Econômica dentro do âmbito do Banco Central, para direcionar o comportamento das taxas de juros: definir a meta da taxa selic, implementar a política monetária, analisar o comportamento da inflação.

Outro fator que influencia na produtividade e no consumo é o desemprego. Conforme Mankiw (2008), em um mercado de trabalho ideal, os salários se ajustariam à quantidade de oferta e demanda de mão de obra. Esse ajuste de salários garantiria o pleno emprego. Mas, a realidade é diferente desse ideal, a taxa de desemprego nunca cai para zero, ao invés disso flutua em torno da taxa natural de desemprego. Algumas explicações para o desemprego:

- Leva-se algum tempo para os trabalhadores buscarem os empregos mais adequados;
- Mudanças na demanda por determinados produtos, os quais podem diminuir drasticamente seu consumo fazendo com que a empresa realize demissões em massa;
- A quantidade de mão de obra ofertada supera a quantidade demandada.

Para medir se uma economia atende corretamente aos seus compromissos é avaliado o risco-país, quanto maior for este índice de risco, menor será a credibilidade demonstrada pelo investidor externo. A avaliação deste indicador incorpora outros indicadores econômicos como relação dívida pública/PIB, taxa de inflação, volume de reservas internacionais, balança comercial etc.

A quantidade de risco relacionada à taxa de juros depende da sensibilidade do preço da cota versus as variações de taxas de juros. Segundo Ross (2010), a sensibilidade está ligada ao prazo até o vencimento e da taxa cupom. Dessa forma, quanto maior o prazo até o vencimento, maior o risco da taxa de juros.

Ao se estudar o efeito da taxa de juros sobre um investimento, é necessário saber identificar a diferença entre a taxa de juros nominal e taxa de juros, real. As taxas nominais não são ajustadas pela inflação, já as reais, sim. Conforme Ross (2010), se os investidores tiverem a percepção de que a inflação será alta no futuro, conseqüentemente, a taxa de juros nominal de longo prazo tenderá a ser mais alta do que as de curto prazo.

Brigham e Ehrardt (2006) aduzem que o capital é alocado entre os tomadores de fundos por meio das taxas de juros. Dessa forma, empresas com oportunidades de investimentos mais lucrativos estão dispostas a pagar mais pelo capital.

Por sua vez, o Produto Interno Bruto brasileiro (PIB) fechou 2013 com crescimento de 2.3% em relação a 2012. O crescimento de 2012 foi de 0.9% em relação a 2011, o segundo pior desempenho desde 2009, quando foi reduzido em 0.3% (ver gráfico 9) . O resultado de 2012 ficou abaixo de 2011, cujo crescimento foi de 2.7% e, por consequência, teve o menor PIB entre o Brics. Em 2012, a Rússia cresceu 3.4%; a Índia 5%; a China 7.8% e a África do Sul 2.5%. Em 2013, com um resultado melhor de crescimento em relação ao ano anterior, O Brasil conseguiu obter uma posição melhor que a Rússia entre o Brics: Rússia 1.3%, Índia 5%, China 7,7% (ver gráfico 7 e 8).

Segundo o relatório de mercado do Banco Central do Brasil (segundo semestre de 2014), o PIB encolheu 0.6% no segundo trimestre de 2014 e o país entrou em recessão técnica, caracterizada por dois trimestres consecutivos de queda de crescimento. Dessa forma, a projeção do Banco Central é a de que o crescimento do PIB no Brasil deva cair 0.81% em relação a 2013. O Banco Mundial prevê que o mundo irá crescer cerca de 3% em 2014, um pouco acima do crescimento de 2013, de 2.4%.

Por causa da crise econômica mundial, tem-se como efeito a queda de crescimento do Produto Interno Bruto (soma de todas as riquezas de uma nação). Nesse sentido, o Banco Mundial reduziu sua previsão de crescimento global devido ao aprofundamento da recessão de alguns países da Europa (Portugal, Espanha, Itália, Grécia) e pela desaceleração de alguns países emergentes como a China, por exemplo. Assim, países como a China que possuem um crescimento acelerado ao longo dos últimos anos, não terão o mesmo desempenho no período atual e em projeções futuras.

Nos Estados Unidos, o PIB cresceu 2.2% em 2012 e 1.9% em 2013. No entanto, o desempenho da economia brasileira superou os países europeus, os quais foram impactados pela crise financeira: Portugal -1.4%, Itália -1.9%, Espanha -1.2% e França 0.2% (ver gráfico 6). A economia mundial cresceu 2.4% em 2013.

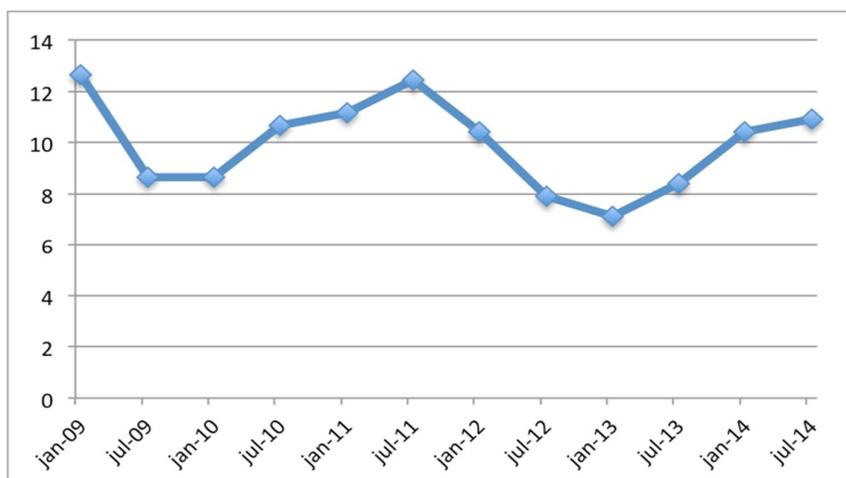
A taxa de desemprego no Brasil em abril/14 foi de 4.9% (ver gráfico 10), ou seja, esse índice demonstra redução ao longo dos últimos meses, os quais alcançavam um patamar por volta de 6% de índice de desemprego. Segundo a *Trading Economics* (segundo semestre 2014), o mercado de trabalho pode estar mudando devido ao desaquecimento nos investimentos e produção no Brasil, assunto já evidenciado na queda do PIB brasileiro. Os países do continente europeu tiveram os maiores índices de desempregos, seguem percentuais de jun/14: Espanha (24.5%); Grécia (27.0%); Portugal (13.9%); Itália (12.6%).

Ainda segundo a *Trading Economics* (segundo semestre 2014), nos países desenvolvidos também não houve declínio, ou então se mantiveram estáveis na taxa de desemprego, Estados Unidos (6.1%), Alemanha (4.9%) e Japão (3.8%).

A Taxa de juros Selic sofreu retração entre 2012 e 2013. Em janeiro de 2013, a taxa de juros chegou a 7.12% aa. No entanto, em 2014, a taxa de juros volta a crescer e alcança o índice de 10.9%, em julho de 2014.

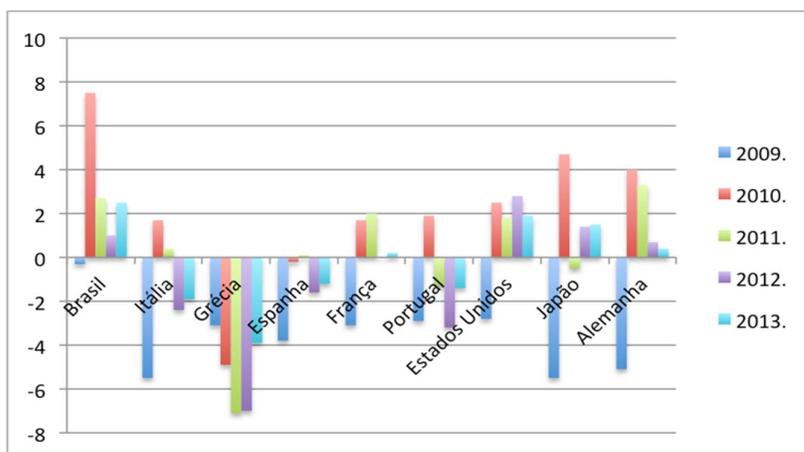
Conforme O Globo (2014), o Brasil é um dos países com maior taxa de juros do mundo. Descontada a inflação projetada para os próximos 12 meses, a taxa de juros real brasileira foi de 4.57%, em julho de 2014. A taxa de juros e a inflação alta de 6.33% aa (Relatório de Mercado – Bacen-jul/14) limita a atratividade da moeda ao reduzir o poder de compra. Conforme demonstra tabela abaixo, o Brasil está em sentido contrário das economias mundiais, as quais mantêm os juros baixos para flexibilizar o crescimento econômico, como é o caso dos Estados Unidos, 0.25%. Observa-se abaixo, gráfico 5, a evolução da taxa selic. A partir de 2009, a taxa Selic demonstra uma tendência de queda, que começa a ter uma pequena elevação em meados de 2013.

Gráfico 5 – Evolução Taxa Selic %



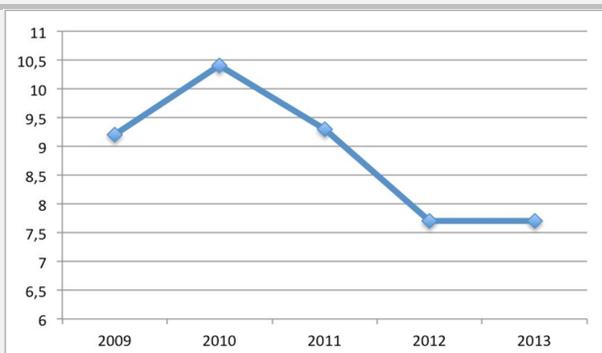
Fonte: Banco Central do Brasil, 2014

Gráfico 6 – PIB Europa e Estados Unidos



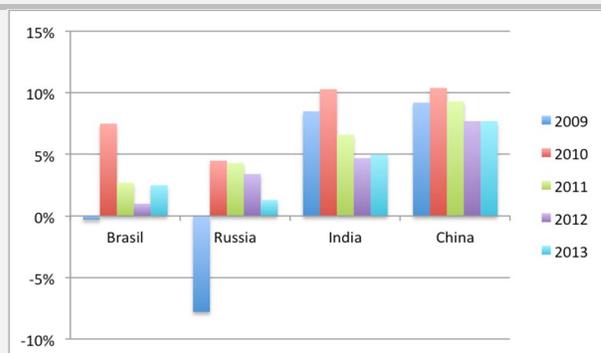
Fonte: Banco Central do Brasil, 2013

Gráfico 7 - Evolução do PIB China



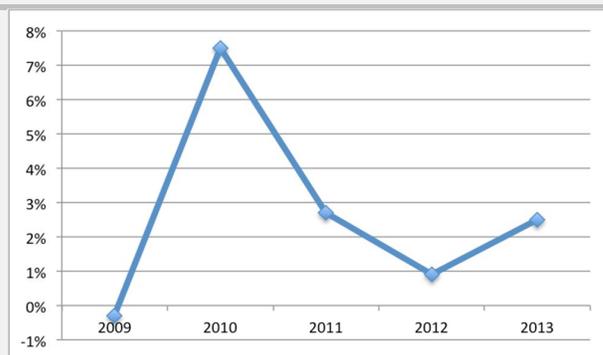
Fonte: Banco Mundial, 2013

Gráfico 8 - PIB BRIC



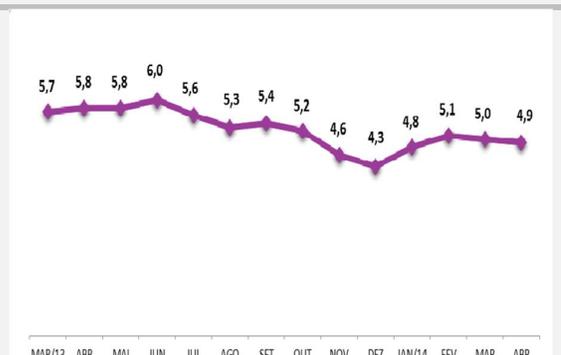
Fonte: Banco Mundial, 2013

Gráfico 9 - Evolução do PIB no Brasil



Fonte: Banco Mundial, 2013.

Gráfico 10 - Taxa de Desemprego no Brasil



Fonte: IBGE Inst. Bras. de Geo.e Estatística, 2014.

2.3. Mercado de Capitais

O mercado de capitais é uma fonte de distribuição de valores mobiliários, o qual tem como meta proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar o processo de capitalização. As ações fazem parte dos principais papéis negociados no mercado de capitais.

Segundo Bodie et al (2002), com o evento da globalização, o mercado de capitais precisou se tornar eficiente na tecnologia da informação e a exigir que as empresas listadas em bolsa de valores tivessem suas informações auditadas por auditores externos e fiscalizadas por órgãos reguladores.

Conforme Ross (2010), o retorno de uma ação no mercado financeiro é composto pelo retorno que os acionistas preveem ou esperam, os quais dependem das informações que os acionistas possuem sobre o investimento e se baseiam no entendimento atual do mercado e sua repercussão no ano seguinte.

Uma ação ordinária não tem preferência no recebimento de dividendos. Normalmente, as organizações concedem aos acionistas o direito de elegerem os conselheiros, os quais contratarão os executivos para colocar em prática suas estratégias. Assim, os acionistas controlam a empresa no direito de voto para conselheiro. A ação preferencial tem a prioridade em relação à ação ordinária no pagamento de dividendos e na distribuição do ativo no caso de liquidação.

Conforme Figueiredo (2011), o mercado de ações é segregado entre mercado primário e secundário. O primeiro refere-se a ações lançadas no mercado e vendidas aos investidores. No segundo tipo, secundário, as ações já existentes são negociadas entre os investidores. A Bolsa de Valores de New York, NYSE, situada na *Wall Street*, nos Estados Unidos, é considerada o maior mercado de ações do mundo, a NASDAQ é o segundo maior.

Um mercado de capitais eficiente é aquele em que os preços das ações refletem por inteiro as informações disponíveis. A eficiência pode ser dividida de três

formas: fraca, semiforte, forte. Dessa forma, é considerada fraca quando os preços incorporam apenas informações passadas e eficientes; na forma semiforte quando refletem todas as informações publicamente disponíveis e, forte, quando reflete toda a informação, pública ou não.

Os FIIs precisam equilibrar seus investimentos entre capital próprio e de terceiros. Como os recursos provenientes de capital próprio costumam serem mais caros, os gestores precisam tomar decisões para baratearem os custos do fundo, assim as operações de securitização têm sido uma fonte de se obter recursos com custos mais acessíveis.

A combinação entre capital próprio e de terceiros é chamada estrutura de capital. Logo, o administrador deve tomar decisões de financiamento e ações a serem emitidas de forma a propiciar o maior retorno e o menor custo de capital.

Segundo Famá (2002), os recursos das empresas são formados pelo financiamento de acionistas e credores. Dessa forma, os acionistas ficam com os lucros residuais gerados pelo fluxo de caixa e os credores com o recebimento de juros a serem pagos futuramente. A taxa de retorno de ambos é chamada de financiamento da empresa.

Assim, na tentativa de comprovação da existência de uma estrutura de capital ótima para as empresas, o conceito de eficiência é também abordado. Explica-se: se realmente há uma estrutura de capital ótima, os preços das ações devem refletir as decisões de financiamento tomadas. Por causa de sua importância, os conceitos relacionados à estrutura de capital muitas vezes são considerados o marco inicial das finanças corporativas modernas. (FAMÁ, 2002, p. 34).

Conforme Ross (2010), para a mensuração do custo de capital é utilizado o CMPC, custo médio ponderado de capital, que é uma taxa de desconto usada para converter o fluxo de caixa livre futuro em valor presente para todos os investidores. Dessa maneira, o CMPC representa o custo dos financiamentos a longo prazo da empresa, que corresponde a média dos custos das fontes de capital próprio e de terceiros.

De acordo com Pinheiro (2007), a bolsa é o mercado onde se vendem e se compram ações. Está aberta a todo tipo de indivíduos e instituições. Dessa forma, facilita a conexão entre fundos e entidades que precisam de financiamentos, além de proporcionar liquidez aos investidores. No Brasil, as negociações nos pregões, local para cumprir ordens de compra e venda de ações, são realizadas com critérios estabelecidos pela CVM e pelas bolsas de valores.

Segundo Fortuna (2010), há três tipos de fontes de financiamento imobiliário, caracterizadas como de mercado de capitais: Renda fixa, renda variável e de securitização. Os títulos de renda fixa são representados por debêntures e emitidos por empresas do setor imobiliário. Já os títulos de renda variável estão segregados entre as ações emitidas por empresas do segmento imobiliário e as cotas de Fundos de Investimentos Imobiliários e, por último, os títulos de securitização, que estão divididos entre os Certificados de Recebíveis Imobiliários e as cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. As fontes de financiamento que se obtêm através do mercado de capitais fizeram ampliar a procura por este setor e aumentaram de forma significativa os recursos captados.

O mercado de FII se expandiu a partir de 2010 até meados de 2013 com a emissão de R\$ 11, R\$ 16, R\$ 15 e R\$ 12 bilhões, respectivamente, nos anos entre 2010 e 2013. No segundo semestre de 2013, inicia-se a retração do volume de FII emitido e, até julho de 2014, tem-se apenas R\$ 5 bilhões emitidos (ver gráfico 1). Segundo a Revista *InfoMoney* (2014), a queda do volume de FIIs emitidos é consequência de um cenário econômico desfavorável para o mercado de cotas de FII, à medida que o aumento da taxa de juros impactou na perda de atratividade desses ativos de renda variável frente aos ativos de renda fixa.

2.3.1 Renda Variável

Segundo Pinheiro (2007), os ativos de renda variável são aqueles em que não se constata um prévio conhecimento dos rendimentos futuros e os valores de resgate podem assumir valores voláteis ao valor aplicado. Dessa forma, as ações e

debêntures conversíveis em ações são os produtos de maior destaque no item de renda variável.

As ações são consideradas títulos de participação negociáveis, que confere ao seu possuidor o direito de participação de seus resultados. Pode ser um certificado ou um título de propriedade. Logo, o acionista é considerado proprietário de uma parcela da empresa, correspondente ao número de ações que possui.

O ano de 2012 representou um período de consolidação do mercado de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) como alternativa relevante para a captação de recursos direcionados ao setor, a pessoas físicas, as quais tendem a diversificar seus investimentos, devido principalmente ao fato de a poupança não estar com a rentabilidade em alta, principalmente com a mudança ocorrida em 2012. Assim, esse cenário passa a atrair novos investidores, pessoas físicas, além de investidores institucionais. Além da manutenção de forte demanda e preços altos dos imóveis, junto à isenção tributária que as pessoas físicas usufruem em relação aos rendimentos dos fundos. Conforme Keller, (tradução livre)¹:

Uma das particularidades e atratividades ligadas às vantagens do setor imobiliário é a sua materialidade. Porque o setor imobiliário possui um ativo tangível, o qual é feito de madeira, muros, concreto e vidros. O milionário setor imobiliário juntamente com seus investidores sabe que você pode fazer melhorias em qualquer propriedade e com isso valorizar o valor do imóvel. Dessa forma, se você mesmo faz a melhoria do empreendimento de forma doméstica ou contrata alguém para fazê-lo, o princípio é o mesmo, ou seja, você está valorizando o imóvel. A esse feito é chamado de “Doce Patrimônio”. (KELLER, 2010, p. 104)

Keller (2010) nos revela que é necessário reconhecer oportunidades em momentos difíceis e saber o momento certo para fechar o negócio. Dessa forma, é preciso saber o valor rentável do ativo e reproduzir os riscos atrelados ao novo

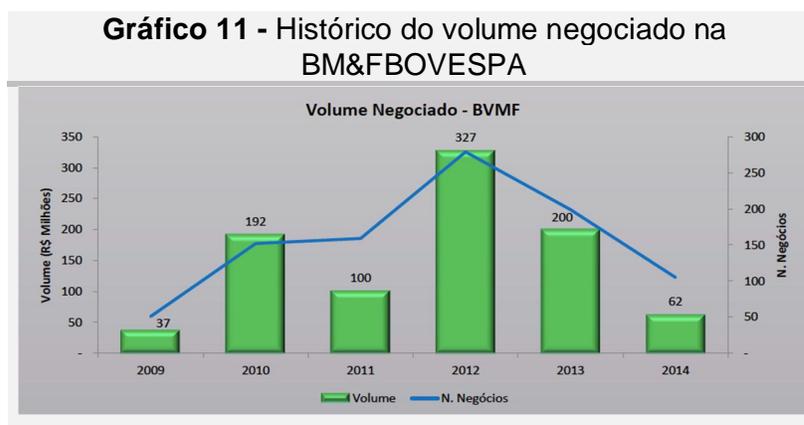
¹One of the unique and attractive advantages of real estate is that it is improvable. Because real estate is a tangible asset made of wood, brick, concrete and glass, a Millionaire Real Estate Investor Knows you can improve the value of any property with some tools and a little elbow grease. Whether the repairs are structural or cosmetic, whether you do it yourself or hire someone else, the principle is the same. It's called “sweat equity” (KELLER, 2010, p.104).

portfólio adquirido. Assim, é possível mensurar se o resultado almejado poderá ser alcançado no futuro.

O auge do volume de cotas negociadas na BM&FBovespa ocorreu no ano de 2012, R\$ 327 milhões. Após esse período, o volume de cotas negociadas na bolsa de valores reduz drasticamente para R\$ 200 milhões em 2013, e R\$ 62 milhões até 31 de julho de 2014 (ver gráfico 11).

O ano de 2012 foi considerado destaque para emissões, foi registrado 72 operações de emissão de cotas de fundo, um crescimento de 38% em relação a 2011. A partir de 2013, o número de operações é reduzido para 62 e, em julho de 2014, para apenas 18 (ver gráfico 12). O FII BB Progressivo II (BBPO11), composto por agências do Banco do Brasil, iniciou negociações em dezembro de 2012, após o encerramento de sua oferta secundária de R\$ 1,59 bilhão, a maior da história até então de um fundo listado na BM&FBOVESPA.

A entrada de novas instituições financeiras como participantes deste segmento e, por consequência, o aumento do poder de pulverização na distribuição da oferta lançada em 2012, contribuíram para seu excelente desempenho no mercado secundário de FII.



Fonte: Boletim de Mercado Imobiliário – BM&FBovespa (2014, p. 6).

*Dados atualizados até 31 de julho de 2014

Conforme o Boletim de Mercado da BM&FBovespa, os 10 fundos mais negociados durante o ano de 2014 (até 31/07) foram:

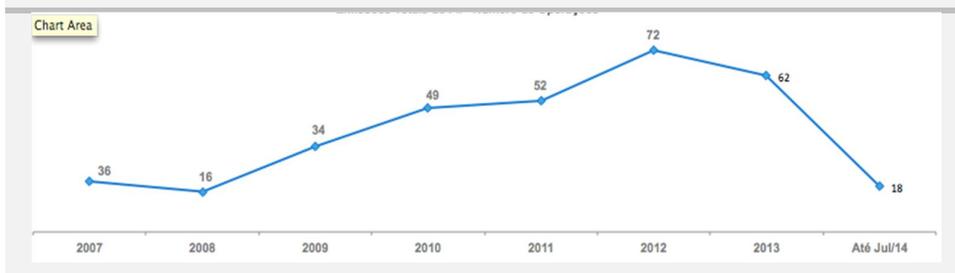
Tabela 1 – Fundos mais negociados durante 2014

Fundo	Volume Negociado (R\$)
BTG Pactual Corporate Office Fund	497.731.444,44
BB Progressivo II	349.298.572,43
Kinea Renda Imobiliária	281.624.678,20
CSHG Real Estate	142.184.468,23
Kinea Rendimentos Imobiliários	114.406.609,26
CSHG Logística	93.747.099,16
Brasil Plural absolute	88.925.648,59
CSHG Brasil Shopping	87.583.089,00
Santander Agências	87.170.944,53
FII TB Office	82.200.288,22
Total dos 10 Fundos	1.824.872.842,06

Fonte: Boletim de Mercado Imobiliário – BM&FBovespa (2014, p. 4)

*Dados atualizados até 31 de julho de 2014

Gráfico 12 – Emissões Totais de FII – Número de Operações



Fonte: Anbima (2014)

A composição do mercado investidor demonstrou a variedade e a quantidade de novas ofertas, indicando a capacidade de distribuição desses novos

agentes e tendo como principal classe de investidor as pessoas físicas, com participação de 63,4% do total (Ver gráfico 13).



Fonte: Guia de Investimentos da XP (2014, p.10)

*Dados atualizados até 31 de julho de 2014

2.3.2 Securitização

De acordo com Pinheiro (2007), é uma operação que habilita uma renegociação dos débitos financeiros ou comerciais de uma empresa, por meio da colocação de papéis de longo prazo no mercado, estando vinculados a garantias operacionais. Assim, os recebimentos originais da antecipação de recebíveis funcionam como garantia.

Conforme Steiner e Martínez (2004), os contratos de securitização de dívida têm apresentado uma redução de risco nos balanços patrimoniais. O principal título do mercado de securitização imobiliária é o CRI, emitido pelas Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários (Securitizadoras Imobiliárias). Também fazem parte dos títulos de securitização, mas com uma participação menor, as cotas dos FIDCs Imobiliários. Também inclui a CCI, pois é o principal lastro das operações de CRI realizadas no mercado nacional.

De acordo com Assaf Neto (2011), os títulos de securitização têm tomado o lugar dos empréstimos convencionais, ou seja, através de Bancos.

A securitização de recebíveis é uma forma de captação de recursos envolvendo a emissão de títulos de crédito pelo tomador, os quais são garantidos mediante caução de recebíveis. Por meio dessa operação financeira, é possível uma empresa levantar fundos no mercado sem comprometer seus níveis atuais de endividamento (ASSAF NETO, 2011, p. 86).

O montante de emissão de 2012 foi menor do que o ano anterior, principalmente no mercado de FIDC, devido principalmente a fraudes envolvendo bancos cedentes de direitos creditórios. A fiscalização do Banco Central (BC) e a auditoria interna da nova administração do Banco PanAmericano descobriram que o Banco vendeu carteira de crédito de FIDCs sem a devida baixa nos Balanços da instituição.

Segundo McInish (2000), os instrumentos de dívida estão inversamente relacionados com a taxa de juros. Dessa maneira, um aumento na taxa de juros, decresce o valor da dívida. Enquanto que, uma diminuição na taxa de juros, aumenta o valor da dívida. O risco da perda de capital está atrelado às flutuações da taxa de juros.

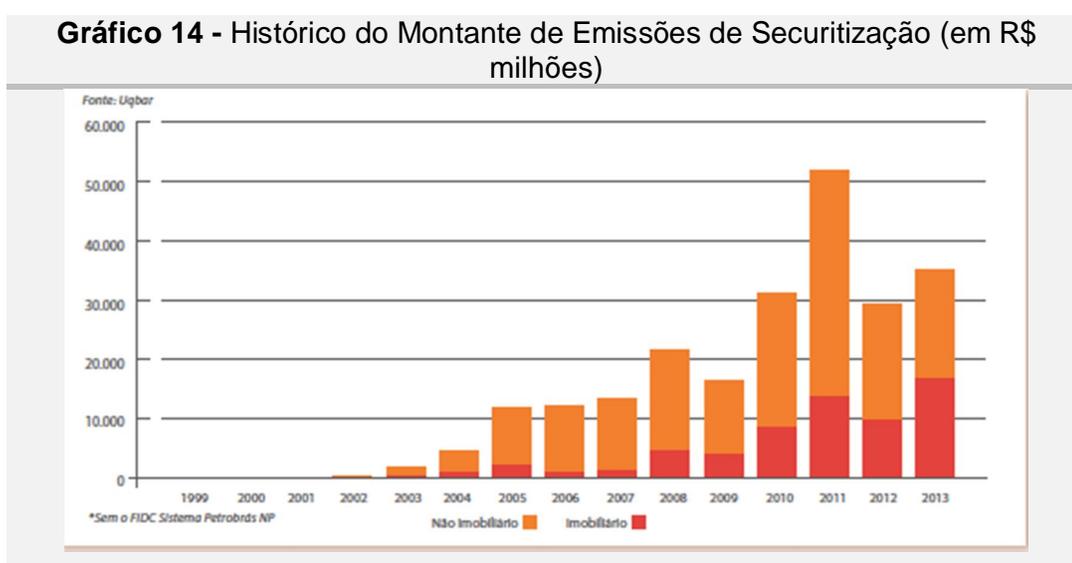
De acordo com Bodie (2002), uma típica subscrição de securitização envolve uma instituição financeira que compra os valores imobiliários emitidos por uma empresa. Em seguida, revende esses títulos imobiliários para o público (varejo). No entanto, quem assume o risco de liquidação desses títulos é a empresa que os vendeu para a instituição financeira. O investidor que captar esses recebíveis imobiliários irá receber uma renda fixa mensal, proveniente dos juros atrelados ao valor principal do título. Segundo Bodie, (tradução livre)²:

Um título de securitização é constituído por um conjunto de título ou financiamento hipotecário. Estes representam títulos de financiamento imobiliário, os quais são vendidos no mercado secundário. Especialmente, eles vendem o direito do fluxo de caixa desses títulos imobiliários. O originador dos títulos de securitização continuam a servir o empréstimo e a recolher principal e juros, depois repassam esses pagamentos junto ao comprador desses títulos imobiliários. (BODIE, 2002, p. 42).²

² A mortgage-backed security is either an ownership claim in a pool of mortgages or an obligation that is secured by such a pool. These claims represent securitization of mortgage loans and then sell packages of these loans in the secondary Market. Specially, they sell their claim to the cash inflows from the mortgages as those loans are

Assim, os dois, FIDCs o Autopan e o Master Panamericano que tinham um patrimônio líquido de aproximadamente R\$ 2,5 bilhões em 2010, tiveram uma expressiva redução com resgates.

O ano recorde de emissão de securitização foi em 2011, R\$ 51,92 bilhões. Em 2012, foi de R\$ 29,51 bilhões e, em 2013, esse montante foi elevado para R\$ 35,99 bilhões (ver gráfico 14).



Fonte: Guia de Securitização e Financiamento Imobiliário da Uqbar (2014, p. 88).

2.3.3 Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI)

O título de CRI tem representado uma fonte de financiamento ascendente ao longo de seu histórico no mercado brasileiro e, em 2012, teve um crescimento um pouco menos acentuado em relação a 2011, ao contrário da poupança que tem se retraído devido à exaustão de sua capacidade de atender a crescente demanda por crédito imobiliário.

Conforme Fortuna (2010), o sistema financeiro imobiliário (SFI) foi criado pelo Governo Federal em 20/11/1997, através da Lei 9.514. Dessa forma, foram autorizadas a operar no SFI: as Caixas Econômicas, os bancos comerciais, os bancos de investimentos, os bancos com carteira de crédito imobiliário, as associações de poupança e empréstimo e outras.

Através da Lei 9.514 também foi autorizada a constituição das Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários. Trata-se de uma instituição não-financeira constituída sob a forma de sociedade por ações, as quais terão por objetivo a aquisição e securitização desses créditos na forma de CRI. Um fator atrativo deste tipo de investimento foi criado pela Lei 11.033 de 21/12/04, que isenta os rendimentos das CRI e LCI do imposto de renda sobre os ganhos de capital para os investidores que sejam pessoa física.

Conforme Wilson (2009), a securitização gera uma captação de recursos que é estruturada em recebíveis de uma empresa. O mercado desses títulos é considerado um dos mais líquidos do mundo, é chamado *Asset Back Securities*. A empresa que cede esses recebíveis tem como objetivo antecipar um fluxo de caixa futuro a ser onerado a uma taxa de juros. O custo de captação para os investidores desses recebíveis imobiliários acaba sendo menor, pois é pulverizado na carteira. Dessa forma, ao invés de receber um recebível de um único locatário/devedor, é recebido vários pagamentos de diferentes devedores ou locatários.

O SFI necessita de liquidez para se desenvolver dentro de um mercado secundário forte. Assim, é importante que a taxa de juros seja baixa e por consequência o custo tributário de suas operações também. Segundo Fortuna (2010):

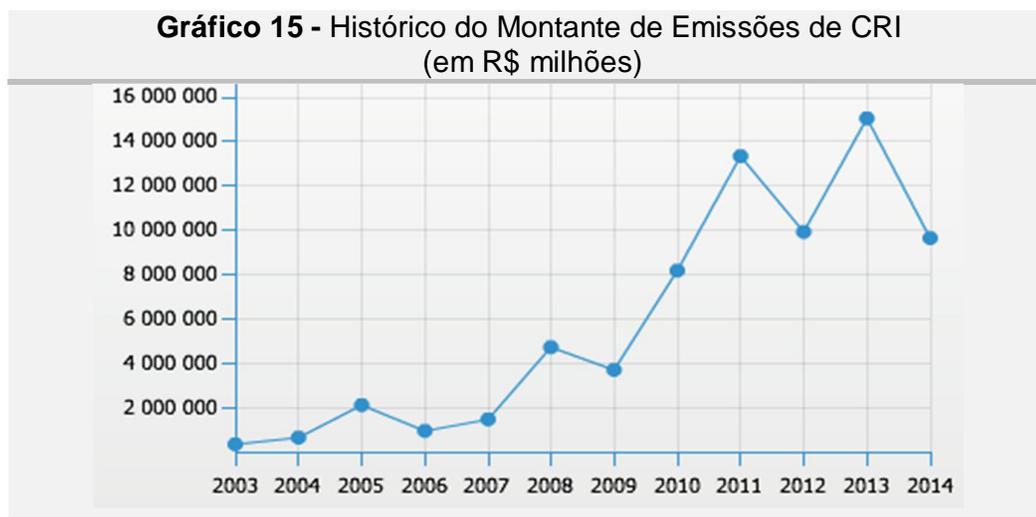
Outro ponto importante é que quem procure financiamento para aquisição de imóvel encontre contratos padronizados nos bancos e construtoras, com cláusulas e condições de financiamento predefinidas e comuns a algumas categorias de compradores. A principal condição estabelecida para a padronização é o enquadramento da operação na lei da alienação fiduciária, que permite a retomada rápida do imóvel em caso de inadimplência. Para os financiadores, o contrato-padrão significará a viabilidade do mercado secundário de CRI (FORTUNA, 2010, p. 237).

As operações de CRI têm seu passivo casado com seu lastro (financiamento imobiliário), em relação a prazo e tipo de juros. No que se refere ao volume de emissões anuais de CRI, houve uma retração em 2012 em relação a 2011, quando foram emitidos R\$ 9,59 bilhões, valor 29,3% inferior a 2011. No entanto, foi estabelecido recorde de emissão de CRI em 2013, R\$ 15 bilhões. Até julho de 2014, foi emitido um total de R\$ 9 bilhões em CRI (ver gráfico 15).

Segundo Goldberg (2011), a securitização de recebíveis imobiliários tem se expandido com rapidez, principalmente, devido à necessidade de financiamento no setor imobiliário. Desse modo, a partir de 2010, o volume de emissões de CRI tem se destacado no mercado. Segundo Phillips, (tradução livre)³:

Securitização refere-se à prática de parcelamento e venda de empréstimos a investidores. Isso foi concebido como uma maneira de dispersar os riscos associados ao crédito bancário. Dessa forma, seria mais fácil para os investidores absorverem perdas, pois estariam dividindo os riscos. Mas, na realidade, a securitização é trabalhada na concentração de riscos do setor bancário. Havia uma razão simples para isso. Bancos e outros intermediários queriam aumentar sua alavancagem para se tornarem mais endividados, de modo a incrementar os seus lucros a curto prazo. Então, ao invés de dispersar os riscos, os bancos e outros intermediários compraram uns dos outros valores mobiliários com dinheiro emprestado. Como resultado, longe de dispersar risco, a securitização teve o efeito perverso de concentração de todos os riscos no próprio sistema bancário. (PHILLIPS, 2000, p.11)³

³ Securitization refers to the practice of parcelling and selling of loans to investors. It was intended as a way to disperse risks associated with bank lending to that deep-pocket investors who were better able to absorb losses would share the risks. But, in reality, securitization worked to concentrate risks in the banking sector. There was a simple reason for this. Banks and other intermediaries wanted to increase their leverage – to become more indebted – so as spice up their short-term profit. So, rather than dispersing risks evenly throughout the economy, banks and other intermediaries bought each others securities with borrowed money. As a result, far from dispersing risks, securitization had the perverse effect of concentrating all the risks in the banking system itself (PHILLIPS, 2000, p.11).



Fonte: CVM, Cetip e Anbima – Julho/2014

2.3.4. Risco em Investimentos de Fundos Imobiliários

De acordo com Ross (2008), o retorno de uma ação de uma empresa negociada no mercado financeiro é composto por duas partes. O retorno esperado, o qual depende das informações que acionistas possuem sobre a ação e compreensão atual de mercado e o segundo componente que seria o retorno sobre a parte incerta ou arriscada, a qual vem de informações não esperadas ou reveladas durante o ano, tais como incertezas quanto: PIB, queda repentina na taxa de juros etc. Assim, poderíamos expressar o retorno total como o retorno esperado mais o retorno não esperado.

Segundo Famá, investidores do mercado financeiro desejam extrair informações relevantes dos relatórios publicados pelas empresas. Por conseguinte, seria possível estimar os preços futuros no mercado de ações, por exemplo. No entanto, após a publicação dessas informações, essas expectativas de previsibilidade desaparecem. Dessa forma, constantemente esses usuários testam a eficiência de mercado quanto a essas informações.

Como resultado da eficiência dos mercados, os preços dos ativos “flutuam” em torno de seu valor intrínseco, onde novas informações poderiam rapidamente ocasionar mudanças nesse valor, mas o subsequente movimento do preço do ativo “flutua” aleatoriamente. Os mercados financeiros não seriam previsíveis. (FAMÁ, 1998, p. 72)

Um mercado eficiente atende às expectativas de seus usuários, respeitando as exigências legais. A eficiência está alocada na análise de mercado realizada através dos índices econômico-financeiros, cenário político e financeiro, que provocam alterações nos preços dos ativos. Dessa forma, avalia-se a relevância da informação com o *timing* que é absorvido no mercado.

O princípio da diversificação menciona que ao distribuir um investimento em diversos ativos será eliminada parte do risco. No entanto, há um risco que não pode ser eliminado pela diversificação, o qual é chamado de risco não diversificável ou risco sistemático. Dessa forma, o risco diversificável é minimizado pela diversificação da carteira.

O objetivo principal é encontrar a carteira que ofereça aos investidores a mais alta taxa de retorno para um grau de risco razoável. O processo de otimização é feito encontrando a melhor combinação de ativos de risco, e combinando os ativos arriscados ótimos com ativos sem risco. O ativo livre de risco é um título que oferece uma taxa de retorno previsível a qualquer tempo do investimento. (ARRUDA, 2005, p. 9)

O risco pode ser sistemático e não sistemático. Ross (2008) menciona que, o primeiro, afeta uma proporção grande de ativos, cada um em seu maior ou menor grau, pois tem efeito no nível de mercado e é chamado como risco de mercado. Assim, as incertezas sobre as condições econômicas, como PIB, taxas de juros, inflação são considerados riscos sistemáticos. Já o segundo tipo, afeta um único ativo ou um pequeno grupo de ativos, às vezes são chamados de riscos exclusivos.

Libonati et al (2008) mencionam que a diversificação de uma carteira eliminará parte do risco do investimento, ligada ao risco sistemático. Por conseguinte, o risco sistemático pode ser medido pelo coeficiente Beta. O prêmio de risco de um ativo é dado pelo seu coeficiente Beta multiplicado pelo prêmio de risco

de mercado. O retorno de uma carteira é uma média ponderada dos retornos dos ativos individuais que a compõe.

Para medição do risco não diversificável, é utilizado o coeficiente Beta, diz-se risco sistemático determinado ativo que tem em relação a um ativo médio. A carteira de mercado tem beta igual a 1. Desse modo, um ativo com beta igual a 0,5 tem metade do risco sistêmico do mercado.

Segundo Assaf Neto (2011), os principais riscos financeiros enfrentados pelos bancos em suas atividades de intermediação financeira são: Risco de variação na taxa de juros, de crédito, mercado, operacional, câmbio, liquidez e legal.

Um banco está exposto a um risco na variação da taxa de juros quando demonstra um descasamento de prazos entre ativos (aplicações) e passivos (captações). Por exemplo, quando vencer o passivo, a instituição não terá recebido o capital aplicado, gerando necessidade de renovar outra dívida.

O risco de crédito está interligado com a possibilidade de as obrigações de caixa de uma dívida não serem corretamente liquidadas. Enquanto que, o risco de mercado está atrelado ao preço que o mercado estipula para os ativos e passivos negociados pelas instituições financeiras.

Já o risco operacional está relacionado ao processo de medição e controle dos riscos presentes nas atividades rotineiras da empresa. O gerenciamento desses riscos contempla pessoas, sistemas e padrões de controle. Além disso, ao operar com investimentos no exterior, a instituição está exposta ao risco de câmbio.

A falta de legislação atualizada e o desconhecimento jurídico podem afetar os contratos acordados e dificultar as transações comerciais. Assaf Neto menciona que a falta de liquidez também é um indicador de risco de mercado:

O risco de liquidez está relacionado com a disponibilidade imediata de caixa diante de demandas por parte dos depositantes e aplicadores (titulares de passivos) de uma instituição financeira. Quando os recursos de caixa disponíveis de um banco são minimizados por não produzirem retornos de juros, o risco de liquidez aumenta pela possibilidade de retiradas imprevistas dos depositantes dos bancos (ASSAF NETO, 2011, p. 140).

Conforme Fortuna (2010), a empresa especializada na avaliação de um fundo de investimento, obrigatoriamente, deve analisar o país de origem e a instituição gestora deste fundo. Dessa maneira, todos os riscos relacionados ao retorno de uma carteira serão avaliados na elaboração do *rating*.

Segundo Ross (2010), os investidores tendem a ter mais de um ativo em sua carteira. Assim, é visualizada a carteira total investida de acordo com seu peso, ou seja, o peso que cada ativo individual possui sobre o somatório da carteira total.

De acordo com Brigham e Ehrhrat (2006), o retorno esperado sobre uma carteira é a média ponderada dos retornos esperados sobre os ativos individuais dessa carteira. O indicador mais comum do risco de um ativo é dado pelo desvio padrão, o qual mede a dispersão em torno do valor esperado e a probabilidade de sua ocorrência. Segundo Hull, (tradução livre)⁴:

Para produzir um risco estimado operacional, nós podemos olhar as demonstrações financeiras dos bancos e remover a partir da demonstração de resultado (a) o impacto de provisões de perdas e (b) os lucros e perdas de exposição de risco de Mercado. A variação no rendimento resultante poderá ser atribuída ao risco operacional (HULL, 2007, p. 327).

Sendo assim, qualquer medida de risco pressupõe um valor definido, o qual é necessário uma medida de concentração da distribuição de probabilidade. Essa medida é chamada desvio padrão. Quanto menor o desvio padrão, mais estreita é a distribuição e menor é o risco da ação. Dessa forma, o desvio padrão é uma média

⁴ [...] To produce an estimate of operational risk, we could then look at the bank's financial statements and remove from the income statement (a) the impact of credit losses and (b) the profits or losses from market risk exposure. The variation in the resulting income would then be attributed to operational risk (2007, p. 327).

ponderada dos desvios em relação ao valor esperado, e demonstra a distância entre o retorno esperado.

O retorno sobre o capital investido se dá pela alienação das cotas em bolsa de valores ou balcão, com o ganho ou perda de capital na negociação, distribuição de rendimentos, amortização das cotas, dissolução do fundo. No entanto, existe um risco de perda de capital neste tipo de investimento. Os riscos estão atrelados à avaliação do especialista na prestação de serviço de administração e gestão do FII.

Outra análise para escolher entre dois investimentos é o coeficiente de variação, o qual mostra o risco por unidade de retorno e oferece uma base mais confiável para comparação das bases.

Os fundos dedicados ao negócio de desenvolvimento imobiliário correm o risco de sofrerem atrasos na entrega de empreendimentos ou aumentos não mensurados nos custos de construção. Dessa maneira, uma redução brusca no fluxo de caixa poderá levar investidores mais conservadores a deixar de fazer investimentos no fundo em desenvolvimento. A seguir alguns tipos de riscos:

- Imóvel – Incerteza associada à exposição de imóveis;
- Mercado – Incerteza devido à exposição aos mercados imobiliário e financeiro;
- Crédito – Incerteza ao crédito vinculado aos ativos e prestadores de serviços;
- Estrutural – Incerteza à estrutura da operação;
- Jurídica – exposições a questões de natureza regulamentar ou jurídica.

2.4. Mercado Imobiliário e seus Desdobramentos

A performance registrada do setor imobiliário, em 2012, demonstrou a continuidade de seu histórico de expansão. Em consequência, a fonte de

financiamento também manteve crescimento. A política de crédito, impulsionada pelo setor governamental seguiu a diante com seu foco no financiamento habitacional subsidiado voltado para a população de baixa renda. Segundo o site oficial do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (2014), o governo federal alocou diretamente de seu orçamento para financiamento imobiliário, respectivamente, nos anos de 2009, 2011 e 2013: R\$ 16, R\$ 32 e R\$ 39 bilhões. Entre 2009 e 2003, os investimentos dobraram de tamanho e foram financiados 270.038 contratos (ver tabela 3).

Conforme Fortuna (2010), a caderneta de poupança é uma das modalidades mais tradicionais do Brasil, sendo caracterizada como conservadora por apresentar baixo risco, por consequência menor retorno. O recurso é remunerado à taxa de 6% a.a., mais a TR (Taxa referencial de juros). A Taxa referencial é composta pela média dos juros dos CDBs dos maiores bancos brasileiros. A captação destes recursos é utilizada para o financiamento imobiliário, principalmente no Sistema Financeiro de Habitação.

As letras imobiliárias como o LCI (letra de crédito imobiliário) são títulos emitidos por instituições do sistema habitacional: Sociedades de Crédito Imobiliário e Caixa Econômica Federal.

Conforme Carvalho et. al (2006), o preço futuro desejado pelo poupador tem de ser suficiente para compensar a perda de utilidade ou uso da diminuição de consumo do agora.

A funcionalidade dos mercados de capitais no crescimento econômico está, portanto, associada, ao tamanho e desenvolvimento dos mercados primários – onde os ativos são emitidos e, portanto os capitalistas podem obter *fundings*. Por sua vez, o tamanho dos mercados primários está, em grande medida, associado ao grau de organização e volume de transações do mercado secundário. Já que estes possibilitam ao emissor a possibilidade de colocação de títulos com custos menores, e ao investidor a liquidez que mitiga o risco de perdas de capital (CARVALHO et. al., 2000, p. 332).

Apesar do saldo de poupança não ser suficiente para fornecer financiamentos habitacionais, a caderneta de poupança ainda se mantém como principal fonte bancária de recursos para o financiamento imobiliário. Mesmo devido à implementação de novas regras de remuneração para estes depósitos, as quais resultaram em uma redução de seu retorno, a poupança ainda persistiu com poder de captação.

De acordo com Matias (2005), a Caixa Econômica Federal capta recursos do mercado como depósitos de poupança e à vista, entre outros. Como instituição financeira e empresa pública controlada pela União têm a oferta de crédito ao setor público restrito. Dessa forma, as estruturas de securitização como o de CRI têm se expandido no Brasil, como uma alternativa de implementar e viabilizar outras formas de financiamento imobiliário.

A Caixa Econômica Federal administra o processo de investimento do FGTS aos tomadores do financiamento. Além disso, o FGTS atua também como investidor no setor imobiliário através do mercado de capitais, mantendo em sua carteira, investimentos significativos em cotas do Fundo de Investimento Imobiliário Porto Maravilha, a qual tem por finalidade a revitalização da zona portuária da cidade do Rio de Janeiro e em Certificados de Recebíveis Imobiliários.

Depois da extinção do Banco Nacional de Habitação (BNH), o sistema brasileiro de financiamento da habitação ficou a cargo do SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo). Essa instituição é formada por sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimos e bancos múltiplos. Dessa forma, os recursos captados por esta fonte são identificados principalmente pela caderneta de poupança e FGTS.

De acordo com Fortuna (2010), o financiamento imobiliário foi aperfeiçoado pela Lei 10.931 de 02/08/04, a qual garante ao credor a propriedade do imóvel até a quitação do financiamento. A hipoteca transforma o bem em garantia do crédito concedido. No caso de alienação fiduciária, o trâmite é extrajudicial, ou seja, tendo o devedor estado em inadimplência, este será notificado e vencido o prazo de

carência de 60 dias e a partir deste período, mais 15 dias. Se o devedor não pagar o que deve, o banco recupera o imóvel e em 30 dias tem que vendê-lo em leilão.

Em 2013, o SBPE disponibilizou R\$ 109 bilhões para o financiamento imobiliário de 529.797 unidades. Abaixo, veja tabela com o histórico do financiamento imobiliário concedido com recursos do SBPE. O financiamento está ascendente desde 2002. Até julho de 2014, foi financiado R\$ 64 bilhões, com a aquisição de 306.976 unidades.

Tabela 2 – Financiamento Imobiliário – SBPE – Valores e Unidades Contratadas

Período	Unidades Financiadas			Valores em R\$ Milhões		
	Construção	Aquisição	Total	Construção	Aquisição	Total
dez/02	10.317	18.615	28.932	595	1.175	1.770
dez/03	16.797	19.683	36.480	965	1.252	2.218
dez/04	24.961	28.865	53.826	1.394	1.608	3.002
dez/05	34.762	26.361	61.123	2.855	1.997	4.852
dez/06	45.433	68.440	113.873	4.484	4.857	9.340
dez/07	88.778	107.122	195.900	9.278	9.005	18.283
dez/08	162.299	137.386	299.685	16.221	13.811	30.032
dez/09	138.721	163.959	302.680	13.854	20.163	34.017
dez/10	201.758	219.628	421.386	24.412	31.785	56.198
dez/11	227.149	265.759	492.908	35.193	44.724	79.917
dez/12	168.145	285.064	453.209	28.084	54.677	82.761
dez/13	164.795	365.002	529.797	32.233	76.945	109.178
jul/14	95.134	211.842	306.976	18.120	45.492	63.612

Fonte: Bacen/ Abeci

Tabela 3 – Financiamento Imobiliário com Recursos do FGTS

Ano	Quantidade de Contratos	Montante (R\$ milhões)	Variação (%)
2000	238.011	3.870	-
2001	217.134	3.073	-20,6
2002	195.018	3.730	21,4
2003	174.129	3.819	2,4
2004	192.095	3.880	1,6
2005	270.542	5.357	38,1
2006	307.073	6.891	28,7
2007	217.664	6.759	-1,9
2008	205.725	11.045	63,4
2009	245.632	16.247	47,1
2010	276.299	26.910	65,6
2011	270.502	32.104	19,3
2012	240.817	35.804	11,5
2013	270.038	39.463	10,2

Fonte: FGTS

Dessa maneira, é o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), através da caderneta de poupança e as Letras de Crédito Imobiliário (LCI), Letras Hipotecárias (LH) que viabilizam a captação de recursos, as quais são alocadas em financiamento do setor imobiliário.

Conforme Fortuna (2010), o LCI é vinculado a uma hipoteca, pode ser lastreado por créditos imobiliários conectados ao instituto jurídico tanto da hipoteca quanto da alienação fiduciária de um imóvel. Sendo que, o tomador do crédito tem o direito de seu valor nominal e juros (fixos ou flutuantes).

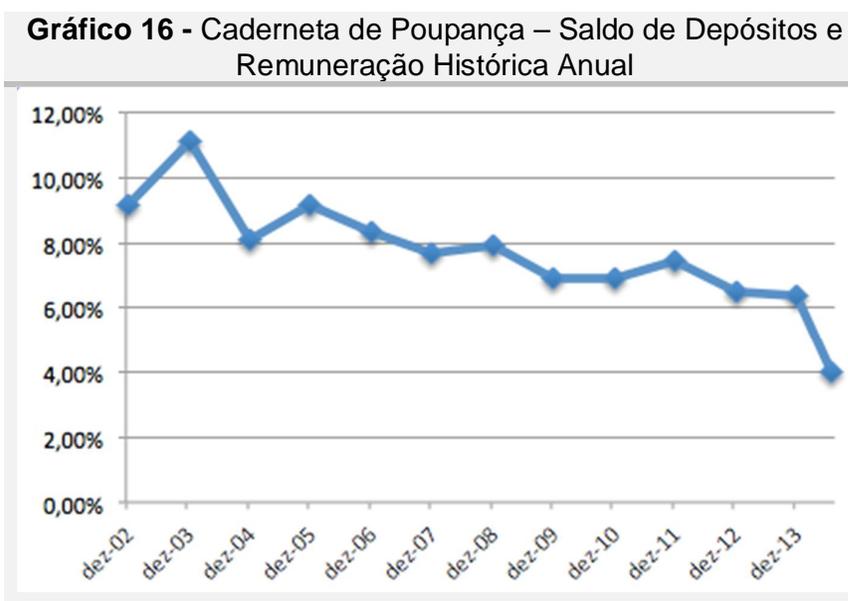
O sistema financeiro da habitação (SFH) resulta da necessidade de gerar condições para a intermediação de recursos financeiros no setor de construção de habitações. Sendo que se consolidou em 1964/1965, através da criação do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Os recursos captados por estas instituições são gerados pela caderneta de poupança, os quais, somados ao FGTS, viabilizam o programa de investimento gerido pelo SFH.

A carta de crédito SBPE é uma linha de financiamento que se utiliza de recursos do FGTS, a qual permite a aquisição de imóveis usados com a garantia de alienação fiduciária. Podem ser financiadas com taxas de juros pré e pós-fixadas.

O SBPE tem em sua composição um conjunto de instituições financeiras, as quais captam recursos de pessoas físicas e jurídicas através de depósitos voluntários na caderneta de poupança e alocam a maior parte destes recursos para o financiamento imobiliário. Logo, as regras quanto à alocação e limites de financiamento são determinadas pelo Sistema Financeiro de Habitação (SFH).

A tendência de aumento pela demanda de financiamento imobiliário demonstra que terá de ser atendido além da caderneta de poupança, mesmo que isso implique em condições não tão favoráveis quanto as do SFH.

A regra de depósito da caderneta de poupança sofreu alteração em 2012, passou-se a ser remunerada a taxa referencial acrescida de 70% da taxa Selic, conquanto que essa não seja superior a 8,5%, isso na prática significou uma queda nominal da poupança. Veja abaixo gráfico com a remuneração da poupança. Entre 2010 até out/14, os rendimentos da poupança foram, respectivamente: 6,8%, 7,5%, 6,57%, 6,31% e 5,79%.



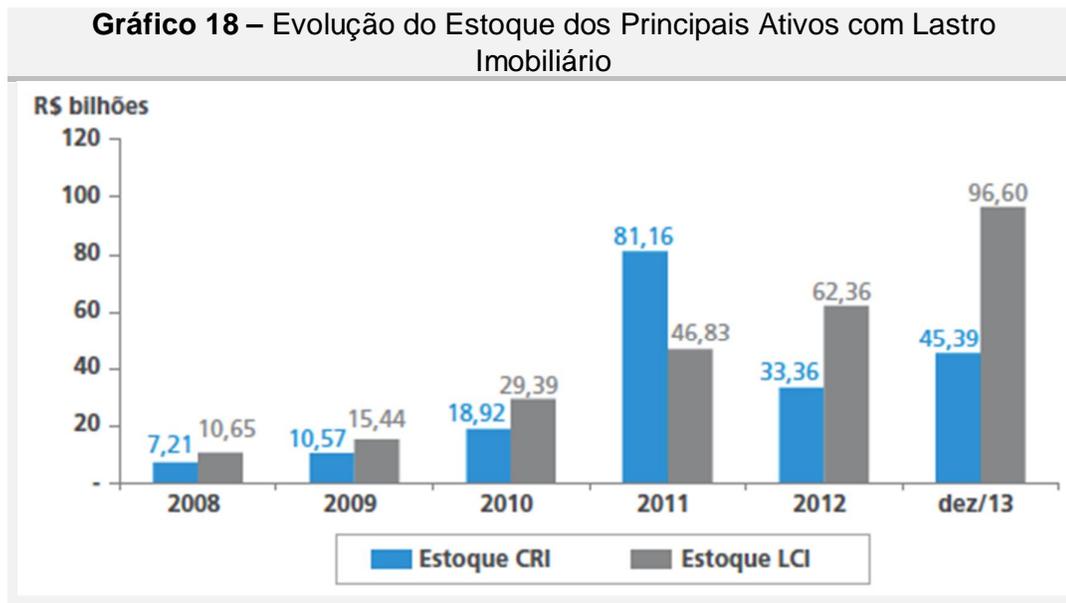
Fonte: CBIC – Câmara Brasileira da Indústria da Construção

Atualmente, é o principal título de lastro imobiliário utilizado na captação de recursos pelas instituições financeiras autorizadas a emití-lo. Segundo a maior depositária de títulos privados de renda fixa da América Latina, e a maior câmara de ativos privados do país, a Cetip informa que o estoque de Letra de Crédito Imobiliário e CRI atingiram um crescimento de, respectivamente, 526% e 330% entre os anos de 2008 e 2013. O ano de 2013 é o sétimo ano consecutivo de registro de alta taxa de crescimento no mercado de LCI (ver gráfico 18).

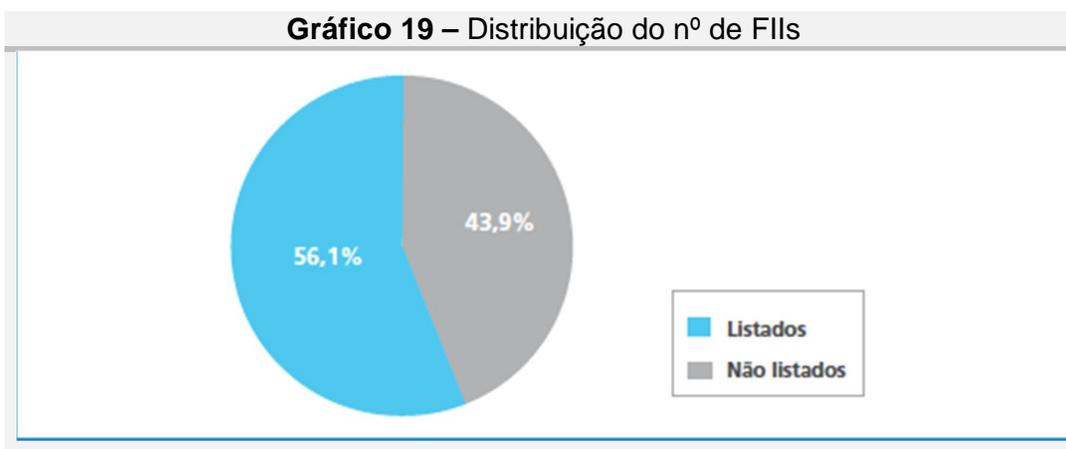
Segundo a Anbima, em 2008, 34,2% dos FIs em funcionamento eram listados na bolsa de valores, em 2013, este percentual alcançou 56,1%(ver gráfico 19). A tendência de atratividade de pessoas físicas a este segmento tem – se intensificado, os bancos comerciais utilizaram-se de suas fontes de distribuição para captar investimentos de pessoas físicas neste setor. As corretoras também atuaram estrategicamente na distribuição dessas cotas. No final de jul/14, 93 mil investidores possuíam investimentos em cotas de FI (ver gráfico 17).



Fonte: BM&FBovespa – Boletim Mercado Imobiliário (p.2,2014)



Fonte: Anbima – Estudos Especiais Produtos de Captação (2013, p.65)



Fonte: Anbima – Estudos Especiais Produtos de Captação (2013, p.68)

2.5. Efeito Contábil

Nos últimos anos, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) revisou as Instruções e emitiu novos regulamentos através da Instrução CVM nº 472/2008 e 516/2011. A finalidade foi padronizar as demonstrações financeiras aplicáveis aos FII, o qual teve como ajuda para debater sobre este tema a participação de gestores, auditores e outros participantes de mercado. O exercício social passou a ter vigor em 1º de janeiro de 2012. Conforme Franco:

A harmonização não objetiva chegar a normas uniformes, mas a obter equivalência e comparabilidade. Para restaurar a comparabilidade, onde diferentes soluções são permitidas, por serem consideradas equivalentes, informações adicionais precisam ser dadas em notas explicativas. Esta é uma parte importante do processo de harmonização. A divulgação de notas explicativas é aceita como meio de corrigir informações no balanço patrimonial e na demonstração de resultados. (FRANCO, 1999, p.146)

A Instrução CVM nº 516/2011 faz referência a práticas contábeis adotadas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), aplicáveis às companhias abertas. As principais alterações da norma seguem abaixo:

- O ativo permanente, como a carteira de imóveis eram mensurados pelo custo de aquisição reduzido pela depreciação acumulada, passaram a ser reconhecidos pelo custo de aquisição e continuamente mensurados pelo valor de mercado, ou valor justo, exclusão da depreciação.

- Os ativos financeiros eram mensurados pelo custo de aquisição acrescido dos rendimentos auferidos e ajustado a valor de mercado se inferior ao valor contábil, passaram a ter a seguinte classificação: (i) Ativos financeiros mantidos para negociação; (ii) investimentos mantidos até o vencimento; (iii) empréstimos e recebíveis. Os classificados como mantidos para negociação são mensurados a valor justo, enquanto que os classificados como mantidos até o vencimento e recebíveis são mensurados pelo custo amortizado.

- A rubrica “Resultados de Exercícios Futuros”, anteriormente utilizada para o registro de cessão de recebíveis imobiliários, foi extinta. Caso haja retenção de riscos e benefícios, a cessão deve ser registrada como uma obrigação do FII para com o cessionário, e as receitas geradas por estes são reconhecidas de acordo com sua competência e baseadas nos termos originalmente contratados, o custo financeiro é registrado como despesa financeira.

- A rubrica “Ativo Diferido” foi extinta, a natureza do gasto deve ser analisada e inserida diretamente ao ativo ou passivos, relacionados como despesa.

- Os custos incorridos em operações de captações de recursos, seja cessões ou aquisições de imóveis eram registradas anteriormente como despesa, passaram a ser considerados como redutores do montante dos recursos obtidos para cálculo da taxa efetiva de captação, sendo apropriados ao resultado ao longo do prazo da operação.

- Fundos de incorporação imobiliária de imóveis devem ser apurados pelo POC (*Percentage of Completion*) de cada projeto e reconhecido consoante à ocorrência das vendas.
- A Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido era opcional, passou a ser requerida nas Demonstrações Financeiras.
- As Demonstrações de Fluxo de Caixa eram permitidas apenas pelo método direto, têm como opção o método indireto também.
- Passou a ser obrigatória a divulgação de : (i) composição analítica dos investimentos na data-base; (ii) métodos adotados para determinar o valor de mercado.

Segundo o Ernst Young e Fipecafi (2010), o objetivo é divulgar informações mais consistentes, aproximando-as das normas requeridas pelo IFRS (*International Financial Reporting Standards*). Às necessidades contábeis brasileiras estão sendo alinhadas a padrões globais de informação.

É importante ressaltar, aqui, que a Lei das Sociedades por Ações consolidou, como notável contribuição à contabilidade, a uniformidade nos relatórios contábeis. Dessa forma, diversos tipos de sociedades apresentam relatórios padronizados, a mesma estrutura em sua forma final, facilitando a comparação dos relatórios entre empresa do mesmo ramo operacional ou, ainda, de atividade diferente (evidentemente que a comparação tornar-se-ia difícil, por exemplo, entre uma indústria e uma instituição financeira ou empresa de seguros, dadas as peculiaridades de ramos de atividade). (MARION, 2004, p. 44)

A receita contratada é medida pelo valor justo da contraprestação recebida ou a receber, no contexto das revisões periódicas da receita contratual. A norma IAS 11 dispõe que as receitas e despesas de construção sejam reconhecidas durante a execução dos contratos. Assim, se as receitas puderem ser mensuradas com segurança podem ser reconhecidas pelo grau de avanço do contrato. Segundo Hanson: (tradução livre)

Contas a receber são apresentadas no Balanço em número de dólares que a empresa tem a expectativa de coletar no futuro de seus clientes. Essa apresentação assume que a empresa irá ter uma vida longa para coletar seus recebíveis e também, confiar nesta concepção. Como princípio contábil, é assumido o conceito que uma entidade irá continuar a operar por tempo indefinido. (HANSON et al, 1997, p. 207).⁵

⁵ Accounts receivable are presented in the balance sheet at the number of dollars the company expects to collect in the future from its credit customers. This presentation assumes the company will

O resultado poderá ser confiável, quando os benefícios econômicos associados ao contrato fluírem para a entidade e os custos atribuíveis ao contrato possam ser identificados. O reconhecimento das receitas e custos, quanto ao grau de avanço dos contratos tem como metodologia o método da percentagem completada (POC – *Percentage of Completion*), as receitas e despesas são reconhecidas de acordo com a execução da obra.

Conforme Epstein et al (2008), a receita proveniente da venda de produtos é reconhecida pelas cinco condições abaixo:

- A entidade transfere risco e benefícios para o comprador ou proprietário do produto.
- A entidade não retém contínuo envolvimento administrativo ou controle do produto vendido.
- O montante da receita é mensurável e confiável.
- Fornece benefício futuro.
- O custo incorrido pode ser mensurável.

Conforme Ludicibus (2010), a mensuração da receita exige que se determine o valor de troca pela empresa. Esse valor de troca é o valor atual dos fluxos do dinheiro que serão recebidos, diante de uma transação que ocorra em receita. A aproximação desse valor é o preço acordado entre comprador e vendedor.

A despesa representa a utilização no processo de produzir receitas e pode-se referir a gastos do passado, presente ou que serão realizados no futuro. Dessa forma, o fato gerador da despesa é o esforço permanente para produzir receita.

O ativo são recursos controlados por uma organização capaz de gerar fluxos de caixa. É necessário estar incluído no ativo algum direito ligado a benefícios

be in existence long enough to collect its accounts receivable and, therefore, relies on the going concern concept. As a basic principle of accounting, the going concern concept assumes the business entity will continue to operate indefinitely(Hanson et all, 1997, p.207).

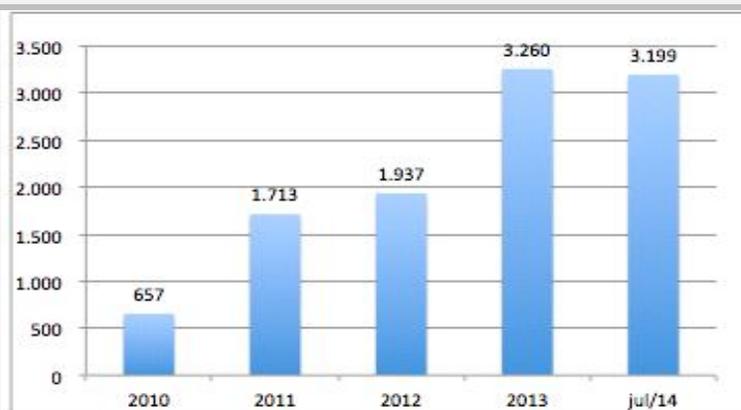
econômicos futuros, ou seja, apresentar uma potencialidade de serviços futuros. Segundo Hatherly (1998), o demonstrativo contábil fornece a base para análise da performance financeira e tomada de decisão.

Os custos e receitas são reconhecidos, quando a obtenção do contrato é praticamente certa e que a empresa terá controle sobre seus benefícios futuros.

Seguindo a Instrução nº 516, de 29 de dezembro de 2011, o fundo implementou como principais alterações nas práticas contábeis, no exercício social, iniciado no dia 1º de janeiro de 2012, com base comparativa para o exercício de 2011:

- Carteira de Imóveis: Deixam de ser registrados pelo custo de aquisição e passam a ser avaliadas a valor justo.
- Contratos de securitização e dívida por aquisição: passam a ser demonstrados pelo valor de fluxo de caixa atualizado pela inflação e juros, sendo contabilizado como um passivo financeiro.
- Instrumento Financeiro: São classificados como ativos financeiros, atualizados por meio do valor justo de mercado com efeito no resultado do fundo.

O gráfico 20 demonstra a evolução do patrimônio líquido (PL) do FII BTG *Pactual Corporate Office Fund*, o qual cresceu 261% entre 2010 e 2011, devido, principalmente, à implementação das novas práticas contábeis citadas acima. Já o crescimento de 168% está atrelado à oferta primária de cotas, realizada em fevereiro de 2013, cuja captação foi de R\$ 1.3 bilhões em recursos para o fundo. A mesma observação foi feita com relação ao crescimento do PL dos FIIs consolidados e listados na BM&FBovespa (ver gráfico 2), ou seja, houve crescimento relevante entre os anos de 2010 e 2011, devido à adoção das novas práticas contábeis. Enquanto que a ascensão de 2012 e 2013 refere-se à emissão de cotas no mercado primário.

Gráfico 20 – Patrimônio Líquido– BC Fund I

Fonte: BM&FBovespa/BC Fund

3. METODOLOGIA

Esta dissertação busca identificar o comportamento de um FII no mercado de capitais, no Brasil, com base no estudo de caso do FII BTG *Pactual Corporate Office Fund*. O comportamento mencionado acima refere-se ao:

- Histórico e formação de FII no Brasil
- Análise de desempenho dos FII no mercado de capitais
- Benefícios gerados pelos FIIs

Fez-se pesquisa dos fenômenos abordando o comportamento de um FII, através de recursos técnicos e metodológicos calcados em um estudo de caso descritivo (PEREIRA, 1999). Isto é, elaborou-se um estudo baseado nas características e desempenho dos FIIs listados na BM&FBovespa até o exercício de 2013.

O estudo de caso é a estratégia escolhida ao se examinarem acontecimentos contemporâneos, mas quando não se podem manipular comportamentos relevantes. O estudo de caso conta com muitas das técnicas utilizadas pelas pesquisas históricas, mas acrescenta duas fontes de evidências que usualmente não são incluídas no repertório de um historiador. Novamente, embora os estudos de casos e as pesquisas históricas possam se sobrepor, o poder diferenciador do estudo é a sua capacidade de lidar com uma ampla variedade de evidências – documentos, artefatos, entrevistas e observações – além do que pode estar disponível no estudo histórico convencional. (YIN, 2001, p. 27)

Os objetivos principais desta pesquisa são conhecer e analisar o desempenho dos fundos listados em bolsa e verificar os benefícios para o mercado, de forma consolidada. Como as informações destes fundos são públicas, o grau de confiança e transparência da informação é alto. Dessa forma, o método de estudo de caso foi utilizado como uma ferramenta de investigação, no contexto econômico de 2009 a 2013.

As informações públicas coletadas foram estudadas com maior rigor na base, a partir do ano de 2009, em que os FIIs começaram a apresentar maior

representatividade no mercado de capitais. No Brasil, é considerado um investimento jovem no mercado, que obteve crescimento nos últimos 5 anos.

Atualmente, há um interesse maior por parte dos investidores e pesquisadores em investigar o comportamento dos FII no Brasil, mesmo com o atual cenário econômico adverso para esse tipo de investimento. Dessa forma, a proposta de um estudo de caso tem a oportunidade de fazer observações sobre as variáveis que apresentam influência sobre o resultado de investimento, evidenciar as principais características dos FII e também questões relacionadas com sua rentabilidade e crescimento.

Tabela 4 – Tipos de Dados

FII como um todo	Leis de Regulamentação dos FII; Dados históricos; Políticas; Relatórios de mercado e órgãos reguladores	Histórico dos FII; Registro no mercado de capitais; Questões em nível nacional; Número de fundos listados na BM&FBovespa	Registro na emissão de FII; Número de fundos listados em bolsa
Características	Propriedades estruturais, comportamentais e ambientais	Estudo do mercado imobiliário e econômico	Valores, interesses, riscos, governança, performance

Fonte: Elaborado pelo autor

Após coletar e obter os resultados de desempenho dos FII, foi realizado um comparativo com alguns índices econômicos como: índice de desemprego, taxa de juros, fontes de crédito, PIB. A finalidade é verificar se a variação destes indicadores econômicos interfere no desempenho e valoração da cota destes fundos.

Foi feito estudo do prospecto dos FII, especialmente a do FII *BTG Pactual Corporate Office Fund I*. Estes fundos possuem investimentos em imóveis e títulos relacionados ao financiamento do mesmo (títulos de securitização), associados à atividade de construção e exploração imobiliária e possuem cotas representativas no mercado de capitais (BM&FBovespa).

Os FII são condomínios fechados, ou seja, o vendedor deve vender sua participação no mercado secundário. A tributação pode ser isenta de imposto de renda, de acordo com a lei nº 12.024/ 2009. Além disso, os FII são obrigatoriamente administrados por uma instituição financeira e fiscalizados pela Comissão de Valores Imobiliários (CVM), conforme instrução da CVM nº 472/2008.

Devido ao registro de ativos em órgãos como a CVM, Cetip, Anbima, foi possível colher informações destas entidades sobre os dados da carteira de ativos dos FII. Ademais, pode se analisar o comportamento histórico das cotas emitidas no mercado primário e secundário, através da BM&Fbovespa.

Uma rica fonte bibliográfica em artigos e dissertações, ligadas ao assunto em questão, possibilitou também discriminar os principais aspectos que propiciaram o desenvolvimento imobiliário no Brasil. Sendo assim, foi possível identificar:

- Participação dos maiores investidores;
- Benefícios e riscos de investimento;
- Vantagem de tributação;
- Evolução das emissões de cotas;
- Efeitos de novas normas de regulamentação;
- Evolução do mercado imobiliário;

Para realizar o trabalho, desenvolveu-se o seguinte cronograma:

Tabela 5 – Cronograma

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out
Preparação do projeto de pesquisa: Delimitação do tema	■	■								
Execução da primeira fase de pesquisa: Colheita de informações dos órgãos reguladores			■	■						
Execução da segunda fase de pesquisa: Colheita de instrumentos normativos				■	■					
Execução da terceira fase de pesquisa: dissertações, artigos, livros, revistas entre outras fontes					■	■				
Codificação, apuração e tabulação						■	■	■		
Análise de dados							■	■	■	
Interpretação dos resultados e conclusões								■	■	■
Redação do relatório							■	■	■	■
Estudo de caso							■	■	■	■
Apresentação final										■

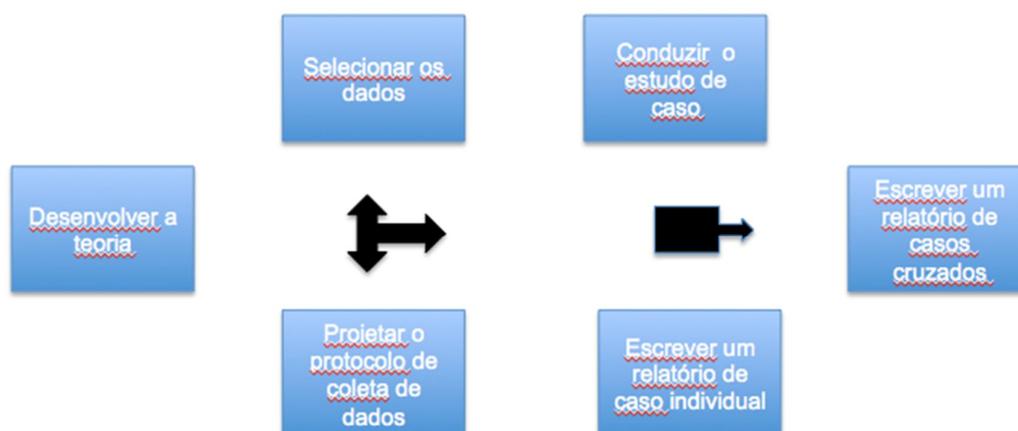
Fonte: Elaborado pelo autor

A pesquisa foi feita com o levantamento de dados de várias fontes, com a observação das medidas técnicas utilizadas pelas fontes de pesquisa. Esses materiais englobam todas as informações que possam servir como pesquisa científica.

A interpretação dos resultados corresponde à parte mais importante do relatório. É aqui que são descritos os resultados, agora sob forma de evidências para a confirmação ou a refutação das hipóteses. Estas se dão segundo a relevância dos dados. Quando os dados são irrelevantes, inconclusivos, insuficientes, não se pode nem confirmar nem refutar a hipótese, e tal fato deve ser apontado agora não apenas sob ângulo da análise estatística, mas também correlacionado com a hipótese enunciada (MARCONI ,2001, p. 133)

Seguindo o cronograma, realizou-se o projeto de estudo de caso, conforme a tabela 5, disposta acima.

Figura 1 – Projetando Estudo de Caso



Fonte: Elaborado pelo autor

O *FII BTG Corporate Office I* é um fundo de atuação brasileira, e se destaca por apresentar o maior patrimônio líquido listado na BM&Fbovespa. Também possui a melhor estrutura de governança e pode proporcionar maior segurança para coleta de informações e análise dos resultados. Dessa forma, é possível elaborar um estudo de caso sobre este fundo e cruzar suas informações de performance e rentabilidade com os resultados consolidados da indústria de FII publicados pelos órgãos reguladores como Ambima, Cetip, CVM, Banco Central do Brasil.

Segundo Crestana (2011), o FII tem por finalidade distribuir rentabilidade homogênea e segura para os cotistas via mercado imobiliário e com a Lei 8.668 (ICVM 472), bem como com as regras que dão maior flexibilidade a estes tipos de operação, a indústria de FII tem se identificado como uma tendência de crescimento no Brasil.

O Brasil, nos últimos anos (2009 a meados de 2013), passa por uma fase de crescimento econômico, a qual foi marcada pela expansão do crédito para

construção imobiliária. No entanto, a partir do segundo semestre de 2013, a perspectiva de aumento nas taxas de juros estão desestimulando os investidores do mercado financeiro a buscar veículos alternativos que proporcionem uma maior rentabilidade para seus investimentos.

Nesta metodologia de estudo de caso descritivo, o processo começa com a identificação do problema. Neste estudo o problema se refere à identificação do comportamento e desenvolvimento da indústria de FII no Brasil, considerando fatores macro e microeconômicos.

O problema e análise da literatura nos remetem à identificação de possíveis indicadores e fontes de dados de referências e literatura, conforme capítulo 2 (Referencial Teórico). Tomar-se-á como base de raciocínio, o que foi desenvolvido no capítulo 4 (estudo de caso), que direciona para os indicadores de comportamento do FII, no Brasil, correlacionados com o mercado imobiliário.

Figura 2 – Identificação dos Indicadores



Fonte: Elaborado pelo autor

A linha do tempo descrito no capítulo 2.1. ilustra os principais fatos ocorridos, as intervenções de mercado durante as últimas décadas . Através da identificação da questão problema e análise das informações coletadas, foi possível identificar os principais indicadores de comportamento de um FII (ver figura 2) :

- Indicadores Econômicos: Taxa de juros, Produto Interno Bruto, índice de desemprego e inflação
- Securitização: Alternativa de financiamento imobiliário
- Isenção de Impostos

- População de investidores em FII
- Relação entre estoque de imóvel, aluguel e vacância
- Crédito habitacional: Sistema Brasileiro de Empréstimo e Poupança

Para a elaboração do estudo de caso, foi realizado um protocolo para conter todos os procedimentos e as regras para serem utilizadas como instrumento de trabalho e revisão do material de leitura, acrescentando qualquer informação que possa a ser relevante no esboço inicial, além de ajudar a manter o foco na questão problema. (ver tabela 6). O protocolo auxilia o pesquisador a aumentar a confiabilidade da pesquisa de estudo de caso e tem como objetivo conduzir e orientar o estudo de caso.

Uma rápida análise desses tópicos mostrará por que o protocolo é tão importante. Primeiro, ele lembra ao pesquisador o tema do estudo de caso. Segundo, a elaboração do protocolo força o pesquisador a antecipar vários problemas, incluindo o de como os relatórios do estudo de caso devem ser completados. Significa, por exemplo, que o público para esses relatórios terá que ser identificado, mesmo antes de o estudo de caso ser conduzido. Essa premeditação ajudará a se evitar resultados desastrosos com o decorrer do tempo. (YIN, 2001, p.27)

Tabela 6 – Protocolo para o Estudo de Caso

Procedimentos	Objetivo	Qual o comportamento de FII no Brasil?
	Método	Estudo de Caso FII BTG Pactual Corporate Office I
	Coleta de informações	órgãos fiscalizadores, bolsa de valores, regulamentos e legislação.
	Referencial Teórico	dissertações, artigos, publicações, revistas, livros entre outros.
Plano de Análise	Documentos especiais	Prospecto da CVM para IPO
	Informações	Base descritiva
	Esboço I	Relatório consolidado da indústria de FII
	Esboço II	Relatório do estudo de caso individual
	Esboço III	Relatório de caso cruzado

Fonte: Elaborado pelo autor

Um importante fato que foi identificado durante a elaboração deste trabalho foi que ao longo da história econômica brasileira não se tinha muita iniciativa privada a fazer grandes investimentos no setor. Dessa forma, esse cenário somente foi revertido a partir da criação de uma estrutura regulatória que pudesse passar confiabilidade para os investidores e assegurar as margens de retorno e mitigar os riscos.

Figura 3 – Procedimentos de Análise

Fonte: Elaborado pelo autor

A figura 3 demonstra um estudo geral dos FIIs, no Brasil, com a finalidade de observar seu comportamento e principais características. A pesquisa estabelece considerações quanto ao crescimento e benefícios gerados por um FII, através de sua regulamentação e informações publicadas no mercado. Dessa forma, foi possível constatar como é realizada a captação de recursos e suas principais fontes de financiamento (SBPE).

Após a coleta de dados e análise dos resultados, pode-se observar a criação de vários instrumentos de securitização, os quais são utilizados para ampliarem o acesso ao crédito imobiliário. Esses instrumentos utilizam-se de recebíveis imobiliários. Neste trabalho foram utilizados, principalmente, os dados das CRIs (Certificado de Recebíveis Imobiliários).

O embasamento teórico visa fundamentar a teoria de modelos de projeção como análise de retorno e desvios-padrão dos ativos que compõe a carteira, assim como riscos atrelados ao investimento. A carteira proposta neste trabalho é caracterizada como renda variável e pode, portanto, sofrer oscilações do mercado.

Dessa forma, a alocação do ativo busca obter o máximo retorno com o mínimo de risco. A amostra utilizada também disponibilizou dados de localização e situação dos imóveis, indexador dos contratos. Também foram gerados fontes dos principais geradores de financiamento imobiliários. Dessa forma, pode-se obter resultado do crescimento de recursos de crédito imobiliário no Brasil.

Entender como funciona o mercado de capitais foi essencial para o andamento desta pesquisa, ou seja, analisar a necessidade de crédito, a estruturação do capital. Até mesmo compreender a necessidade de abertura de capital das empresas (IPO), fato que teve um efeito relevante na indústria de FII a partir de 2012.

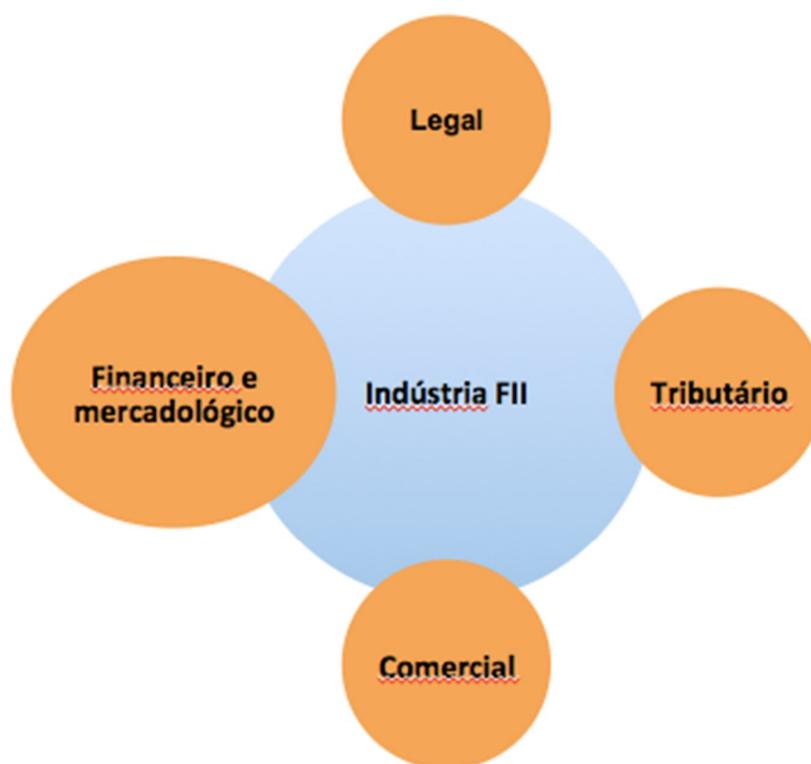
Segundo Yin (2001), são destacados até 6 fontes:

- Documentos
- Registros
- Entrevistas
- Observação
- Artefatos Físicos

O autor sugere a utilização de várias fontes de evidências, e também a criação de um banco de dados para estudo de caso. Durante o processo de catalogação, deve-se fazer a manutenção de um encadeamento de evidências. Sendo assim, para a elaboração do estudo de caso em questão, foi utilizado o processo de coleta de informações, documentos, dados, registros e a observação das fontes de estudo, com a finalidade de filtrar as informações e variáveis relevantes que respondam à questão problema proposta.

As fontes utilizadas neste trabalho foram documentos, registros e observações, tais como: teses, dissertações, livros, artigos publicados, empresas de construção e ligadas ao mercado imobiliário, instituições governamentais, entre outras. Também foram pesquisadas normas, leis, regulamentos, instruções jurídicas e financeiras que definem o funcionamento do FII.

Figura 4 – Convergência de Várias Fontes de Evidências



Fonte: Elaborado pelo autor

Para o estudo do comportamento de um FII, foram abordados aspectos tributários, legais, comerciais, financeiros e mercadológicos (ver figura 4), de forma a entender a estrutura de um FII e seu histórico no Brasil, além de analisar a

rentabilidade e observar os benefícios para esse tipo de investimento. Através deste estudo, será possível abordar perspectivas para os próximos anos para os fundos de investimentos imobiliários no Brasil.

As conclusões da dissertação foram desenvolvidas com base na análise do comportamento da indústria de FII, extraídas, ao longo do desenvolvimento do texto, e interligadas com o resultado de pesquisa do estudo individual do FII BTG Pactual Corporate Office Fund.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS E ESTUDO DE CASO FII BTG PACTUAL CORPORATE OFFICE FUND

4.1 Objetivo e Histórico do FII BTG Pactual Corporate Office Fund

O Fundo de Investimento Imobiliário – FII BTG Pactual Corporate Office Fund (“fundo” ou BC Fund I) é, atualmente, o maior fundo de investimento imobiliário do Brasil listado na BM&FBovespa, em termos de patrimônio líquido . As suas cotas são negociadas em mercado organizado da BM&FBOVESPA desde seu IPO, em dezembro de 2010. A constituição do fundo foi feita em junho de 2007, e seu objetivo é investir em escritórios comerciais com renda no Brasil, localizados em grandes centros comerciais. O fundo é administrado legalmente pelo BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM e a gestão operacional é feita pelo BTG Pactual Gestora de Recursos Ltda.

O Fundo tem como objetivo obter renda através da locação destes imóveis. Desta forma, proporcionará aos cotistas uma remuneração pelo investimento realizado, tendo em vista o objetivo de aumentar o valor patrimonial de suas cotas, advindo através da valorização dos ativos. É importante ressaltar que o fundo possui receita essencialmente gerada pela receita com locação e não pela finalidade de compra e venda de imóveis.

O fundo poderá ter um ou mais cotistas para representá-lo na Assembleia Geral, o qual lhes permite exercer as funções de fiscalização dos empreendimentos e investimentos. Segundo Mota (2013), a Assembleia Geral de Cotistas de um FII delibera sobre as demonstrações financeiras, alteração do regulamento, emissão de novas cotas, fusão, laudo de avaliação dos bens imóveis, entre outros.

Os imóveis, bens e direitos a serem adquiridos pelo fundo são avaliados pelas normas da ABNT (Associação Brasileira de Normas e Técnicas), conforme mencionado no tópico 4.3.3. Base de valorização, a qual é segregada em comparativo direto de dados, capitalização direta e método de fluxo de caixa.

A remuneração devida à administradora pelos serviços prestados ao Fundo, é composta de: 0.25% à razão 1/12 avos, calculada sobre o valor dos ativos referentes ao mês anterior a sua data de pagamento. Já a remuneração da gestora é de 1.5% a.a. incidentes sobre o valor de mercado do Fundo, e será calculada e provisionada diariamente, sendo paga à gestora mensalmente. Conforme a Instrução CVM nº 472, a administradora deterá responsabilidade sobre todas as operações e atos do fundo.

Quanto às vantagens proporcionadas ao investimento em cotas do fundo, pode-se destacar:

Tabela 7 - Principais Benefícios do Fundo

Características	Fundo de Investimento Imobiliário	Investimento Direto em Imóvel
Investimentos	Com um baixo valor inicial de investimento, proporciona ao investidor a diversificação das suas aplicações imobiliárias, participando, ao mesmo tempo do investimento em diversos imóveis.	O valor mínimo de aplicação corresponde ao valor de cada imóvel a ser adquirido, exigindo um montante maior de recursos e resultando em um investimento mais concentrado.
Liquidez	A venda das cotas no mercado secundário pode ser parcial ou total, de acordo com a conveniência do investidor, o qual deverá se atentar à baixa liquidez das cotas de fundos de investimento imobiliário. A negociação é realizada na BM&FBOVESPA, em ambiente regulado.	Exige a venda total do imóvel e transferência da propriedade através de um processo lento e burocrático, que envolve registro em cartório, pagamento de ITBI, etc.
Gestão Imobiliária	O fundo conta com estrutura profissionalizada para cuidar das questões relativas aos imóveis e à gestão dos recursos.	A gestão é de responsabilidade do proprietário, o qual responde diretamente por todas as questões relativas ao imóvel.
Tributação	Rendimentos mensais isentos de Imposto de Renda para pessoas físicas (desde que sejam satisfeitas as condições informadas na nota abaixo*).	IRPF de até 27.5% sobre os rendimentos.
Taxa de Corretagem	O investidor paga uma taxa de corretagem na negociação das cotas em mercado secundário, em torno de 0.5% sobre o valor da transação.	O proprietário fica sujeito ao pagamento de corretagem na venda do imóvel, que pode chegar a 6% do valor do imóvel.

Fonte: Prospecto de Oferta Pública, 2012

(*) São isentos de Imposto de Renda os rendimentos distribuídos pelo fundo, com no mínimo 50 cotistas, à pessoa física titular de menos de 10% de cotas de fundo cujas cotas são negociadas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado (LEI nº 11.033/04)

As vantagens tributárias estão no fato de os fundos de investimentos imobiliários estarem sujeitos a um regime próprio de tributação. Além disso, os FII são isentos de impostos como PIS, COFINS e CSLL, o que permite maior distribuição de resultados a seus cotistas.

O investidor pessoa física fica isento de imposto de renda, desde que seguidos os seguintes critérios sejam respeitados: (i) as cotas estejam negociadas na bolsa de valores ou balcão organizado; (ii) tenha um indicador superior a 50 cotistas; (iii) o cotista não seja detentor individual de mais do que 10% de participação do Fundo . Quanto à pessoa jurídica, é tributada uma alíquota de IRRF de 20% sobre o valor dos dividendos distribuídos.

O risco no investimento de um FII (“fundo de investimento imobiliário”) está vinculado a perdas patrimoniais que está diretamente relacionada à volatilidade do mercado de capitais e, portanto, podem perder parcialmente ou totalmente seu investimento.

4.1.1. Visão Estratégica do Fundo

A gestora do fundo tem como estratégia reciclar e expandir a carteira imobiliária do fundo com geração de ganhos de capital, a qual é realizada através da venda. O Fundo tem como um de seus objetivos aproveitar oportunidades de venda de seus ativos que eventualmente apresentem retorno abaixo da média, assim o fluxo de renda do cotista é aumentado com os mesmos recursos para aquisição de novos imóveis.

Além disso, é estratégia reciclar sua carteira de imóveis como na participação em cotas do Fundo de Investimento Imobiliário Prime Portfolio (100% das cotas do FII Prime) e 72% de cotas do FII CENESP e o Fundo de Investimento Edifício Galeria avaliado pelo seu respectivo valor de mercado na BM&FBovespa – Bolsa de Valores de Mercadorias e Futuros.

Em dezembro de 2010, o BCRE Portfolio Fund I LP (cotista do Fundo) realizou a primeira oferta secundária de suas cotas na BM&FBOVESPA (1/3 do total de suas cotas). Os demais 2/3 foram ofertados em dez/12 no total de 6.893.697 cotas. Em fevereiro de 2013, foi encerrada a distribuição de oferta primária de 6.151.954 cotas, e devido ao excesso de demanda foi feita uma nova oferta primária, a qual compreendeu a distribuição de 1.230.390 cotas. Também devido ao excesso de demanda, foi feito um lote suplementar de 842.193 cotas. O preço unitário de cota foi de R\$ 154,00 (ver gráfico 36).

Dessa forma, o fundo captou R\$ 1.3 bilhões de recursos na oferta primária encerrada em fevereiro de 2013. Esses recursos serão utilizados para a aquisição de novos empreendimentos comerciais e expansão da carteira. Os gestores do fundo pretendem continuar o investimento em imóveis comerciais, principalmente na cidade de São Paulo.

Após o IPO em dez/10, o fundo vem apresentando um excelente desempenho na renovação e reajuste dos valores de locação, que resultou num crescimento de 201% em jul/14 (R\$ 22.3 milhões) versus dez/10 (R\$ 11.1 milhões). Ver gráfico 21.

4.1.2. Desempenho do Fundo

Após o estudo do mercado imobiliário, realizado no tópico 4.3.2, foi possível cruzar estas informações com o comportamento do fundo. A taxa de vacância dos escritórios comerciais, na cidade de São Paulo e Rio de Janeiro, vêm aumentando desde o segundo trimestre de 2013, período de desaceleração econômica. No segundo semestre de 2014, foi de 20.5% em São Paulo e 17.1% Rio de Janeiro (ver gráficos 28 e 32).

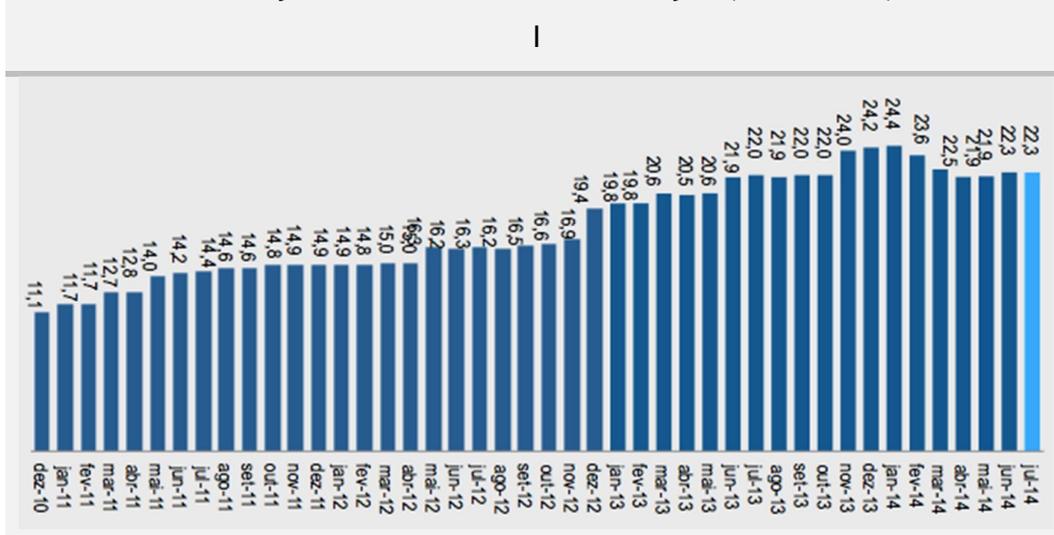
Por consequência, o fundo vem aumentando seu painel de vacância, até janeiro de 2014. O percentual de vacância representava no máximo até 3% da carteira. No entanto, a partir do primeiro semestre de 2014, esse indicador vem aumentando gradativamente e, em junho de 2014, já alcançava 14% (ver gráfico

22). O aumento do índice de vacância deve-se ao aumento do estoque disponível, principalmente nas cidades do Rio de Janeiro e São Paulo, respectivamente, aumento de 29% e 17% entre o 2T/2014 e o 2T/2013 (ver gráficos 29 e 33).

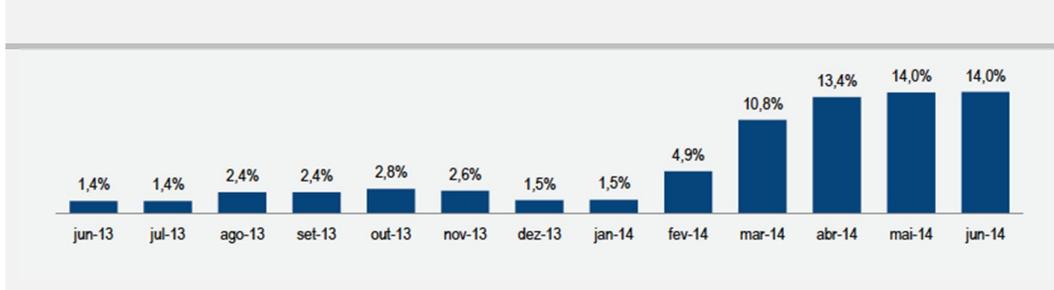
A venda sobre os lançamentos tem diminuído, a partir do 2S/2014 (ver gráfico 27). Por consequência, tem-se um efeito na queda dos preços de locação entre o 2T/2014 e o 2T/2013, de 9% para 7.6% (ver gráfico 31) na cidade de São Paulo. A receita bruta de locação do fundo registrou crescimento de 0,1% em jul/2014 frente ao montante apresentado em jul/2013, ou seja, sem alterações significativas. Comparando com o desempenho registrado em dez/11 e dez/12 com jul/2014, temos um crescimento, respectivamente, de 49% e 37%. Passando de R\$ 14,8 milhões (dez/11), R\$ 19,4 milhões (dez/12) para R\$ 22,3 milhões (jul/14). Verificar gráfico 21.

O aumento da receita de locação do fundo é realizada através dos reajustes de inflação e renovação dos contratos de locação. Além disso, o fundo adquiriu novos imóveis como os edifícios Beneditinos, Polidoro, Sia Sul em 2012; Burity em 2011 e BFC em 2010. Esses empreendimentos contribuíram para o aumento da receita bruta de locação do fundo.

A carteira estava avaliada em R\$ 3,0 bilhões, em 31 de julho de 2014, e gera uma renda mensal bruta de aluguéis de R\$ 22,3 milhões no mês de julho de 2014. O fundo possui controle de participação na maioria de seus empreendimentos, este fato lhe permite participar ativamente na gestão dos imóveis mencionados (ver tabela 9).

Gráfico 21 - Evolução da Receita Bruta de Locação (R\$ milhões) – BC Fund

Fonte: [www.bcfund.com.br/resultados e documentos](http://www.bcfund.com.br/resultados%20e%20documentos)

Gráfico 22 – Vacância Financeira do Portfolio – BC Fund I

Fonte: [www.bcfund.com.br/resultados e documentos](http://www.bcfund.com.br/resultados%20e%20documentos)

4.2. Estrutura de Capital do Fundo

O fundo alavancou seu patrimônio através de dívidas, relacionadas à aquisição de imóveis. As aquisições dos fundos são selecionadas por meio do monitoramento do mercado de escritórios, o qual é destinado como preferência de investimento na formação de carteiras, 48,1% em escritórios e 15,9% em shopping centers (ver gráfico 4).

- ✓ Aquisição, em 2009, de 60% de participação no Edifício Torre Almirante a um Cap Rate de 12% ao ano.
- ✓ Aquisição, em 2009, de 56.5% de participação no Edifício Eldorado Business Tower a um Cap Rate de 12% ao ano.
- ✓ Aquisição, em 2010, de 60% de participação no Edifício Brazilian Financial Center, que foi completamente locado em apenas três meses, a um Cap Rate de 15% ao ano.
- ✓ Aquisição, em 2012, de 100% de participação dos Imóveis Beneditinos, Polidoro e Sia Sul a um Cap de 10.2%.
- ✓ Julho/13: Aquisição adicional de um andar do Ed. Cenesp, o qual o fundo detinha na época 66% das cotas emitidas do FII Cenesp. O pagamento será realizado em 12 meses, a um Cap rate de 10.4%.
- ✓ Outubro/2013: Aquisição de 40% do Ed. Brazilian Financial Center, os quais eram detidos pela empresa São Carlos, a um Cap rate de 9.4%.

As obrigações por aquisições de imóveis e por captação de recursos, realizadas até julho de 2014, foram realizadas conforme tabela abaixo:

Tabela 8 – Obrigações por aquisição e Captação de Recursos

Descrição	Valor Contratado	Data Início	Prazo (anos)	Taxa
1) Aquisição Eldorado	140.000.000	mai-09	10	TR + 10,17% aa
2) Aquisição BFC (60%)	92.496.866	mar-10	5	TR + 10,05% aa
3) Securitização BCFund - CRI	114.851.076	fev-10	5	IGP-M + 8,25% aa
4) Securitização Prime - BFC	102.000.000	out-10	10	TR + 10,2% aa
5) Aquisição BURITY	35.000.000	abr-11	10	IGP-M + 8,6% aa
6) Securitização Hicham II	13.269.106	jun-11	8	IPCA + 8,74% aa
7) Aquisição Sia Sul, Gen. Polidoro e Bene	299.705.000	dez-12	17	IGP-M + 7,0% aa
8) Aquisição Cenesp	13.300.000	Jul-13.	1	Fluxo pré-fixado
9) Aquisição BFC (40%)	250.000.000	out-13.	12	TR + 9,3% aa

Fonte: www.bcfund.com.br/resultados e documentos

As decisões de estrutura de capital são consideradas relevantes na gestão financeira do fundo. A finalidade é estabelecer uma estrutura ideal de endividamento para maximizar o valor da empresa através do aumento do portfolio e, por consequência, da receita gerada pela locação dos imóveis comerciais.

O financiamento imobiliário tem como fonte principal o SBPE, o qual oferece recursos através da poupança e FGTS para o sistema habitacional brasileiro. No entanto, esses recursos não são suficientes para atender à necessidade total do segmento imobiliário (ver tabelas 2 e 3). Dessa forma, a estrutura de securitização, como o CREU, tem-se expandido no Brasil (ver gráfico 15). Dos 9 contratos de dívida do fundo, 3 referem-se a contratos de securitização (verificar tabela 8).

A dívida é atualizada pela inflação (IGP-M, IPCA, TR) mais juros. No entanto, as taxas de inflação têm apresentado fraco ritmo de crescimento. Esse fato é explicado pela baixa produtividade interna que pode ser medida através do PIB brasileiro. No segundo semestre de 2014, o PIB encolheu 0.6%, entrando em recessão técnica (ver gráfico 9). Dessa forma, a projeção do PIB para o final de 2014 é de 0.81%, menor que o de 2013, que foi de 2.3%.

Ao verificar os históricos dos índices de inflação, verifica-se que nos últimos anos eles têm-se mantido estáveis. O IGP-M é um dos principais indexadores de aluguel de imóveis. Segundo o IBGE (2014), os preços são compostos por diversos setores da economia como indústria, construção civil, comércio e serviços. No entanto, mesmo com o cenário de recessão, o IGP-M registrou deflação de 0,61% em julho, conforme informou a Fundação Getúlio Vargas (FGV). O acumulado em julho de 2014 foi 5.32% (ver gráfico 24).

Quanto ao IPCA, o qual é utilizado pelo Governo Federal para medir os preços praticados no Brasil e verificar se estão de acordo com a meta de inflação, fechará o ano de 2014 em 6,3%, acima da meta de inflação de 4,5% definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Em julho de 2014, o índice foi de 6,33% (ver gráfico 23).

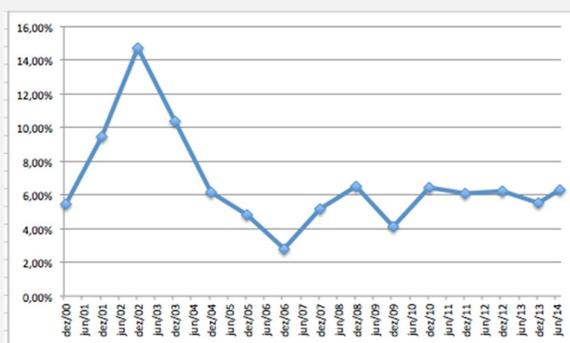
Já com relação à alta da taxa de juros (ver gráfico 5), o mercado espera que a Selic se elevará nos próximos anos ao patamar de 11,50%, segundo o Banco Central. Como os contratos de financiamento e cessão de crédito do fundo são antigos, a partir de 2009 (ver tabela 8), os juros fechados em seus contratos são menores que as taxas oferecidas pelo mercado. Pois, em meados do segundo

semestre de 2013, a taxa Selic sofreu alta, consideravelmente relevante se comparado com 1 - 2 anos atrás. Dessa forma, a alavancagem financeira foi positiva para o fundo.

Segundo Famá et al (2002), os diferentes pensadores e teóricos em finanças acreditam que o endividamento contribui para a lucratividade e aumento de valor da empresa. Dessa forma, o efeito da alavancagem está relacionado com as negociações sobre as taxas e seu efeito na rentabilidade.

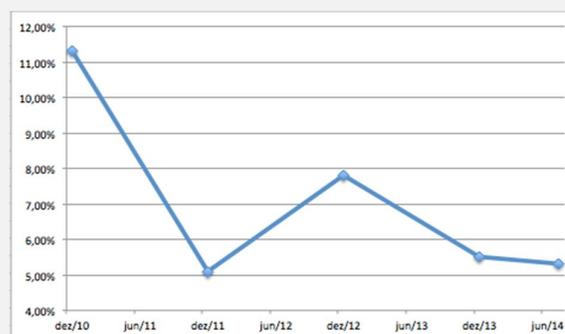
O Fundo para maximizar seus resultados busca alcançar reajustes acima dos índices de inflação, utilizando as oportunidades de renegociações para efetivação de sua política. A estimativa é que ao término de 2015, 35.3% dos contratos de sua carteira de imóveis entre em fase de renegociação (revisionais ou término), sendo 17,8% no Rio de Janeiro, 9,5% em São Paulo e 8% demais localizações (ver gráfico 25).

Gráfico 23 – Histórico IPCA



Fonte: IBGE

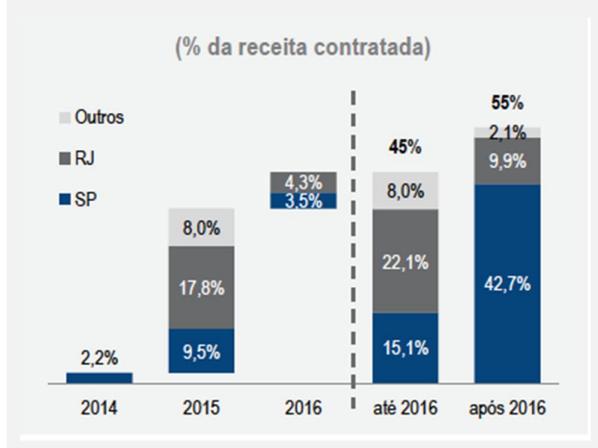
Gráfico 24 – Histórico IGP-M



Fonte: IBGE

Gráfico 25 - Cronograma de vencimento de contratos

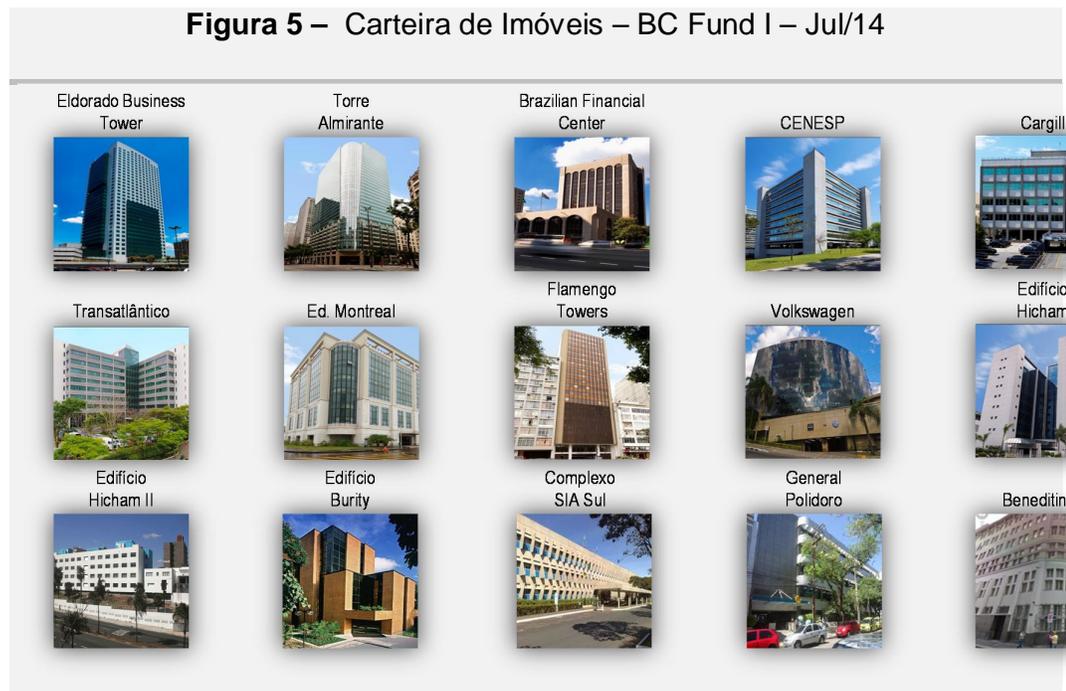
(% da receita contratada)



Fonte: [www.bcfund.com.br/resultados e documentos](http://www.bcfund.com.br/resultados-e-documentos)

4.3 Mercado Imobiliário

O portfólio do fundo é composto por 15 imóveis de escritórios de alto padrão, localizados em cidades como São Paulo, Rio de Janeiro, Campinas, Brasília, com um total de área bruta locável (ABL) de 302.041 m² em 31 de julho de 2014, os quais possuem forte potencial de valorização (ver tabela 9 e figura 5). A receita contratada de locação mensal é de R\$ 22,3 milhões. Esses contratos são reajustados anualmente pela inflação IGPM e IPCA (ver gráficos 23 e 24).



Fonte: www.bcfund.com.br/resultados e documentos

Tabela 9 – Informações Gerais da Carteira do BC Fund I – Jul/2014

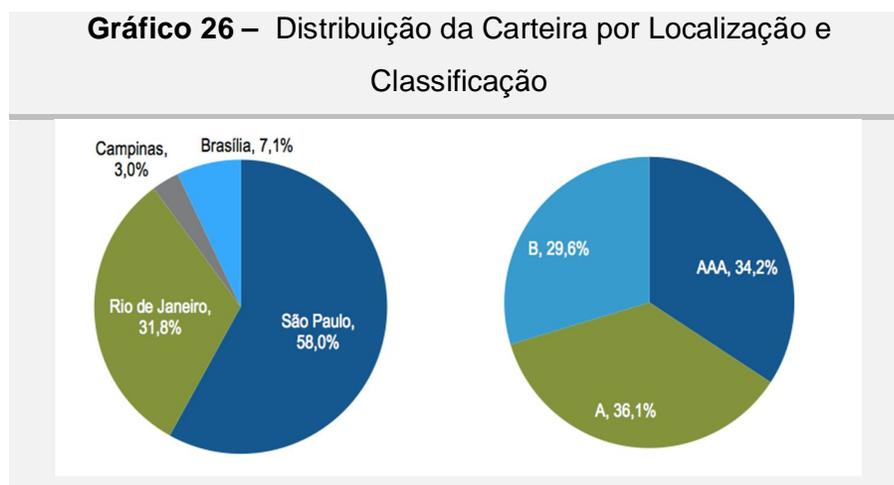
Imóveis	Classif.	Participação	Vacância (R\$)	Data de Aquisição	ABL (m²)	Receita Contratada de Locação	R\$/m²	Área vaga (m2)
Beneditinos	B	100%	0,0%	dez-12	6.971	370.160	53,1	0
Brazilian Financial Center	A	100%	13,3%	mar-10	40.268	4.433.688	126,9	5.340
Burity	B	100%	0,0%	abr-11	10.550	583.680	55,3	0
Cargill	A	100%	0,0%	dez-08	10.626	884.392	83,2	0
CENESP	B	25%	5,0%	jul-08	52.199	2.283.792	46,0	2.585
Ed. Hicham	B	100%	0,0%	set-08	9.039	456.912	50,6	0
Ed. Hicham II	B	100%	0,0%	dez-09	4.080	220.034	53,9	0
Eldorado Business Tower	AAA	69%	42,5%	abr-09	45.400	3.600.220	137,9	19.296
Flamengo	A	100%	15,4%	out-08	7.670	968.233	149,2	1.180
Montreal	A	100%	0,0%	dez-07	6.439	681.622	105,9	0
Polidoro	A	100%	0,0%	dez-12	10.660	1.125.680	105,6	0
SIA Sul	B	100%	0,0%	dez-12	55.965	1.575.980	28,2	0
Torre Almirante	AAA	60%	0,0%	fev-09	24.881	3.992.921	160,5	0
Transatlântico	B	32%	0,0%	mar-08	4.734	324.485	68,5	0
Volkswagen	B	100%	0,0%	jan-08	12.560	767.485	61,1	0
TOTAL			14,0%		302.041	22.269.286	81,4	28.401

Fonte: www.bcfund.com.br/resultados e documentos

(*) De acordo com Laudo de Avaliação Semestral desenvolvido pela CB Richard Ellis (CBRE)

O portfólio do fundo está concentrado na cidade de São Paulo e Rio de Janeiro, respectivamente, 58,0% e 31,8% do total da carteira e o restante

pertencente a outras localizações (ver gráfico 26). Dessa forma, veja a seguir a evolução do mercado imobiliário da cidade de São Paulo e Rio de Janeiro:



Fonte: [www.bcfund.com.br/resultados e documentos](http://www.bcfund.com.br/resultados-e-documentos) - Julho/2014

4.3.1 Mercado Imobiliário em São Paulo

Devido à concentração da carteira de imóveis do fundo estar localizada nas cidades de São Paulo (58%) e Rio de Janeiro (31,8%) foi feito um estudo sobre o mercado imobiliário, especificadamente, nas cidades mencionadas. O objetivo desta pesquisa é compreender o comportamento do setor imobiliário nessa região e cruzar informações com o crescimento do fundo.

Conforme o relatório de pesquisa do 3T/2013, realizado pela CBRE Richard Ellis, o mercado de escritórios da região metropolitana de São Paulo (RMSP) é o principal mercado do Brasil, é formado pelas regiões: Centro, Paulista, Jardins e Marginal, e outros polos na região chamada de outros. Além desses locais, o município de Barueri também conta com a região de Alphaville.

- Marginal: Representa atualmente o maior estoque da cidade em termos absolutos, e o melhor em especificações técnicas. Além disso, a região abriga muitas das multinacionais do país.

- Paulista: Há poucos terrenos remanescentes, os novos empreendimentos dessa região são em sua maioria edifícios antigos retrofitados ou lançamentos de conjuntos comerciais.
- Centro: Os principais edifícios são os da Bolsa de Valores e do Fórum Central e, por consequência, escritórios de advocacias e outros profissionais liberais, além de *back office* de instituições financeiras e calls centers.
- Jardins: Foram construídos edifícios excelentes, com boas especificações técnicas, visando abrigar sedes de instituições financeiras e grandes multinacionais, como é o caso do Edifício Malzoni, inaugurado em 2012, abrigando as sedes do BTG Pactual e da empresa Google.
- Outros: algumas regiões não tradicionais de escritórios serão novos polos de desenvolvimento de importantes empreendimentos nos próximos anos. Neste contexto, destaca-se a região da Barra Funda e Água Branca.

Conforme Carlos Alessandri (2009), devido as maiores instituições financeiras e empresas privadas se concentrarem em São Paulo, o processo de urbanização foi mais estridente do que em outras regiões do Brasil. Dessa forma, o orçamento público direcionou esforços para a construção de uma infraestrutura necessária para que esse processo econômico se expandisse.

A constituição da metrópole é realizada pela expansão e incorporação de áreas vazias e agrícolas, comprimindo outras áreas e verticalizando as áreas centrais. Dessa forma, São Paulo está em constante processo de reprodução para atender o capitalismo financeiro.

A oferta disponível é o total de espaços vagos na cidade, seja de novos ou usados. Já a taxa de vacância é o percentual que representa a razão entre a oferta disponível e o estoque total. A taxa de vacância tem aumentado gradativamente pós o seu menor histórico em 2011, 3,5% (ver gráfico 22).

Segundo a revista Exame (2014), o auge dos elevados preços de aluguéis e precificação dos imóveis se deu por volta de 2011 e 2012, o qual estava impulsionado pela redução da taxa de juros, baixo índice de desemprego e aumento dos prazos de empréstimo imobiliário. Dessa forma, os preços de moradia estão perdendo fôlego a partir de 2013.

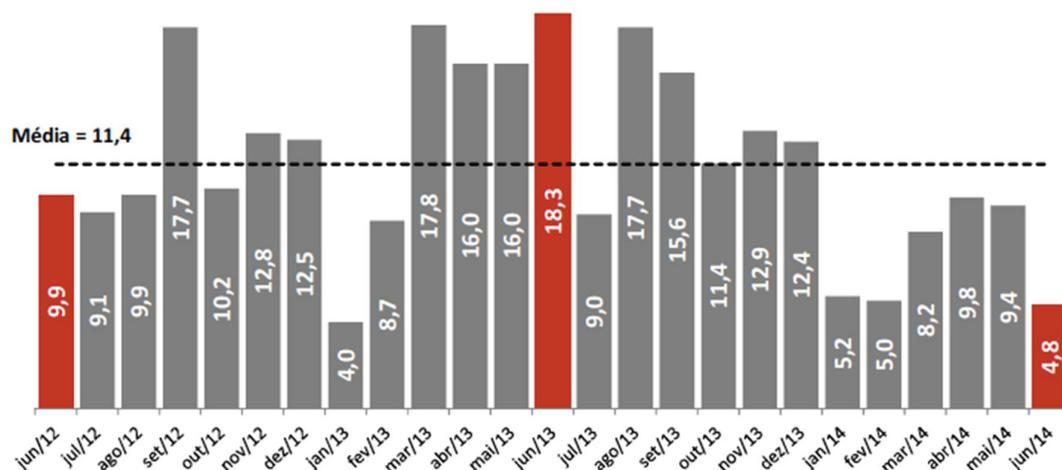
As vendas de imóveis residenciais em São Paulo estão em declínio durante o 2T/2014, o qual demonstra uma característica inversa aos anos de 2012 e 2013 (ver gráfico 27). Segundo a Folha de São Paulo (2014), a média mensal de estoque está aumentando e esses imóveis encontram dificuldades de serem locados. Este efeito é uma resposta à alta dos preços, e os investidores possuem receio em comprar um imóvel na planta e não obter o retorno do investimento.

O estoque na cidade de São Paulo aumentou mais de 350% em estoque no 2T/2014, em relação ao ano de 1996, e um aumento de 17% entre o ano de 2012 e o 2T/2014 (ver gráfico 29). O espaço vago dos imóveis entre 2012 e o 2T/2014 também teve um crescimento significativo.

Segundo o relatório da Jones Lang 2T/2014, a taxa de vacância da cidade de São Paulo foi de 20.5%, ou seja, um aumento de 33% em relação ao 3T/2013 (ver gráfico 28).

A região da Faria Lima obteve a maior área de absorção do mercado. A absorção bruta reflete o total de imóveis negociado no mercado. No entanto, quase todas as regiões da cidade de São Paulo obtiveram absorção negativa no 2T/2014 (ver gráfico 30). Dessa forma, com o aumento do número de estoque e vacância no mercado, os preços dos aluguéis tendem a diminuir. Houve retração média no aumento dos preços dos aluguéis entre o 2T/2014 e o 2T/2013, de 9% para 7,6% (ver gráfico 31).

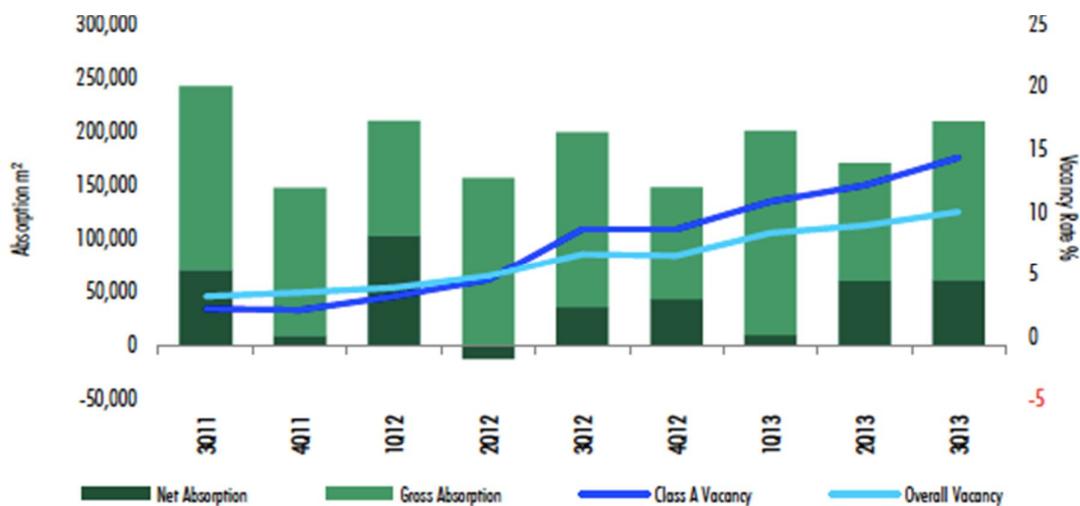
Gráfico 27 – Vendas de Imóveis Residenciais em São Paulo
VSO mensal (em %)*



Fonte: Secovi – Sindicato de Habitação
 *VSO =

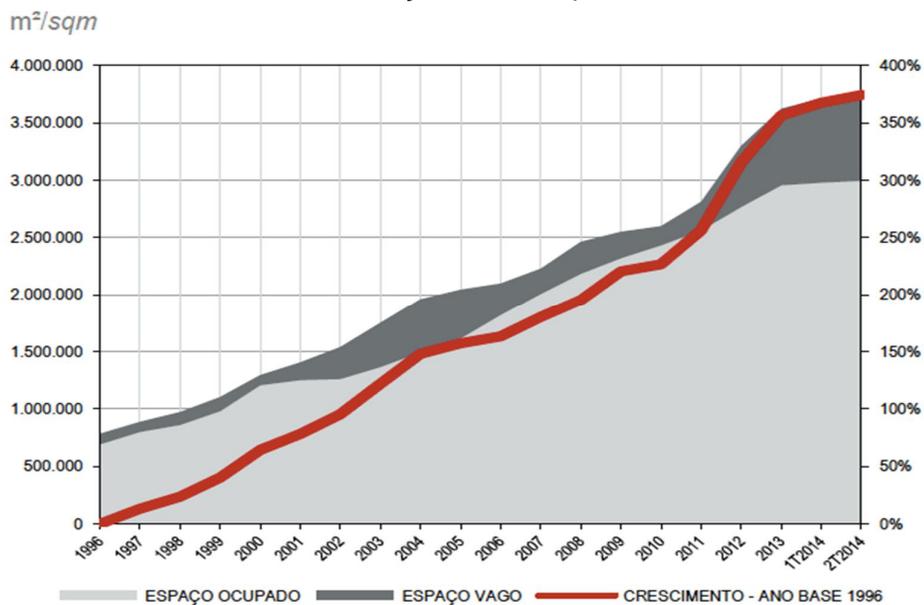
$$\frac{\text{Vendas}}{\text{Lançamentos + Oferta Inicial}}$$

Gráfico 28 – Absorção e Vacância – São Paulo



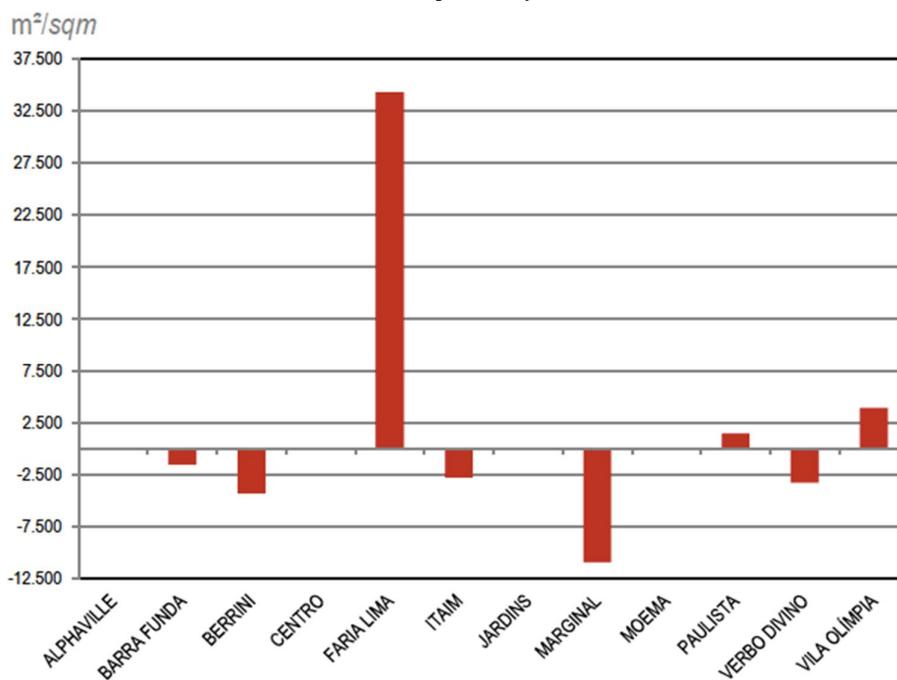
Fonte: CBRE Research, 3T 2013

Gráfico 29 – Evolução do Estoque – São Paulo



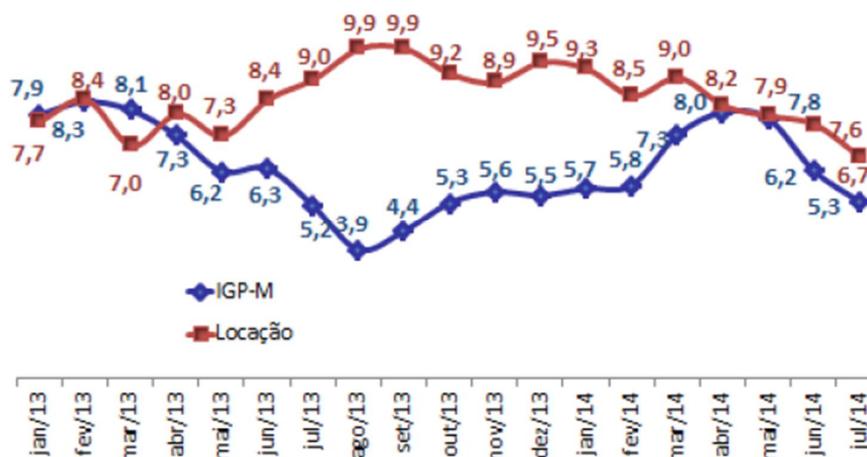
Fonte: Jones Lang Research, 2T 2014

Gráfico 30 – Absorção Líquida – São Paulo



Fonte: Jones Lang Research, 2T 2014

Gráfico 31 – Variação Percentual do Valor Médio de Locação de Aluguel – São Paulo



Fonte: Secovi – Sindicato de Habitação

4.3.2 Mercado Imobiliário do Rio de Janeiro

Segundo o relatório do terceiro trimestre de 2013, da CBRE Richard Ellis, os investidores possuem preferência por regiões centrais com fácil acesso. No entanto, este item permanece escasso. Por consequência, a sub-região da zona Sul registra os maiores preços devido à restrição de terrenos.

Conforme Abramo, P.; Faria, T.C. (1995), a partir de 1930, a Zona Sul da cidade do Rio de Janeiro passou por diversos investimentos imobiliários, os quais contribuíram para o seu processo de verticalização. Já no início dos anos 1960, têm-se as consequências da década de 1930, ou seja, aumento populacional, carência de habitação e concentração de renda.

Na década de 1970, com a consolidação da Zona Sul, os capitais imobiliários passaram a ser investidos na Barra da Tijuca, Zona Oeste. O objetivo era atrair investidores de alta renda, com a implantação de condomínios fechados.

Conforme a Associação de Dirigentes de Empresas do Mercado Imobiliário, ADEMI-RJ, (2013), o mercado foi marcado pela expansão do setor hoteleiro em

virtude da Copa do Mundo de 2014 e Olimpíadas de 2016. Devido a Zona Sul não ter mais espaço para construção, a Zona Oeste tem sido a região de maior crescimento imobiliário, representado pela Barra da Tijuca.

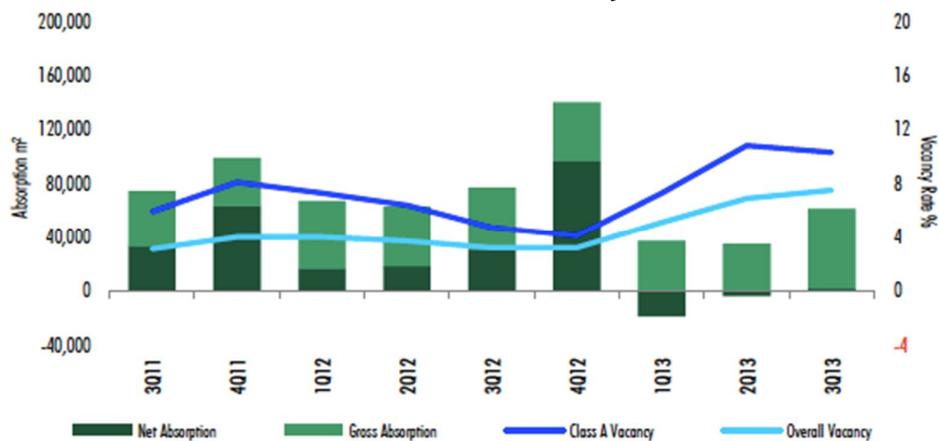
O dinamismo do mercado fez com que a absorção bruta, a qual reflete o total de imóveis negociado no mercado não sofresse significativa alteração entre o 3T/2013 e o 4T/2014, representando 46 m² no período. A Zona Sul foi a que teve o menor índice de absorção por m², devido a não possuir área disponível para expansão imobiliária. A absorção de destaque se deu no Centro com o processo de revitalização dos antigos imóveis e Barra da Tijuca com a implantação de novos empreendimentos (ver gráficos 32 e 34).

Segundo o relatório da Jones Lang 2T/2014, a taxa de vacância da cidade do Rio de Janeiro foi de 17.1%. Este índice teve uma variação significativa à medida que no 3T/2013 este indicador representava 7.5% (ver gráfico 32). A busca por espaços de qualidade é um desafio e tendência no Rio de Janeiro, o que pode contribuir para uma alta em relação a taxa de vacância.

O estoque na cidade do Rio de Janeiro aumentou mais de 200% em estoque no 2T/2014 em relação ao ano de 1997, e um aumento de 29% entre o ano de 2012 e o 2T/2014 (ver gráfico 33). O espaço vago dos imóveis entre 2012 e o 2T/2014 também teve um crescimento significativo.

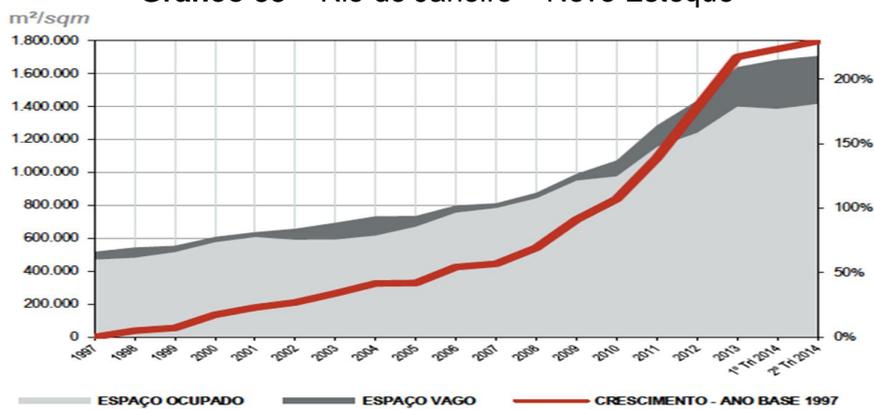
Devido à restrita oferta de escritórios, o Rio de Janeiro foi considerado o mercado de preços mais elevados nas Américas, em 2011. Atualmente, houve melhorias na entrega de estoques, o qual colaborou para manter os preços estáveis. Outro fator que contribuiu para a estabilização dos preços foi o moderado crescimento econômico, em meados de 2013. Mas, os imóveis mais restritos como os localizados na zona Sul ainda continuam com preços elevados.

Gráfico 32 – Rio de Janeiro – Absorção x Vacância

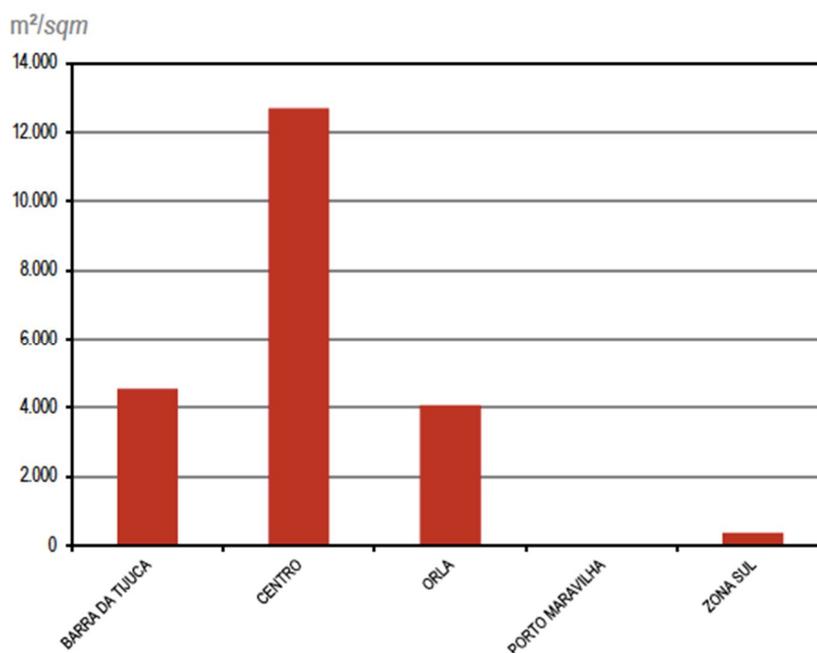


Fonte: CBRE Research, 3T 2013

Gráfico 33 – Rio de Janeiro – Novo Estoque



Fonte: Jones Lang Research, 2T 2014

Gráfico 34 – Absorção Líquida – Rio de Janeiro

Fonte: Jones Lang Research, 2T 2014

4.3.3. Base de Valorização do Mercado e do Fundo

Segundo Parra Filho, a década de 1960 foi a época em que se iniciou o crescimento dos grandes centros urbanos como São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte e Brasília. No entanto, o crescimento da população e a falta de opção por moradia faziam com que a maioria das pessoas morasse mal e distante do trabalho, além disso, não existia financiamento da casa própria nesta época.

No governo militar, o déficit habitacional era em torno de 10 milhões de habitações, habitações simples. Assim, na década de 1970, iniciaram-se obras de construções de edifícios, porém com financiamento dos próprios compradores. O momento dos conhecimentos da área de construção civil de empreendimentos imobiliários se deu na década de 1970, época em que tudo era novidade.

O Plano Real, programa brasileiro de estabilização da economia, iniciado em 27 de fevereiro de 1994, trouxe como benefício a redução da inflação e um histórico de estabilização da dívida pública. Segundo Mendonça et al (2011), o sucesso deste

plano ampliou o grau de previsibilidade das empresas com relação às suas receitas futuras e ao custo financiamento. Com um ambiente econômico mais sustentável, o mercado imobiliário e de construção civil puderam começar a se desenvolver na década de 1990.

Quando os bancos começam a se interessar pelo mercado imobiliário é porque algo de bom está para acontecer. Os bancos raramente dão furos n'água, principalmente as grandes instituições. É preciso ficar atento. Em compensação, quando o crédito imobiliário, via bancos, está ficando difícil é porque há problemas de liquidez no mercado e, portanto, é necessário cautela. Provavelmente, há excesso de oferta. Grande parte da década de 80 e pequena parte de 90 foram típicas desse tipo de situação. Obviamente, é preciso analisar essas variáveis, pois o problema pode não ser esse. (PARRA FILHO, 2008, p.56)

Conforme o Guia de Investimentos da Uqbar, no decorrer dos anos 1990, começaram a ocorrer formas de securitização de operações, cópias americanas, como os REITs (FII's). A sofisticação dos modelos encontrados de FII's, no século XXI, levou ao aprimoramento da técnica de valorização dos imóveis.

O controle da inflação e declínio da taxa de juros contribuiu para mudanças relevantes na economia brasileira nos últimos quatro anos.

Têm-se indícios de que o setor imobiliário encontra-se aquecido no Brasil. Isso pode ser visto pela forte expansão do endividamento das famílias em relação aos seus salários. Aliado a isso, ocorreu um crescimento vigoroso do estoque de crédito imobiliário nos últimos anos. Por fim, observa-se a expansão do índice da construção civil, que tem se movimentado acima do produto da economia. (MENDONÇA et al, 2011, p. 10)

As explicações mais comuns para o *boom* imobiliário estão relacionadas com a queda da taxa de juros, expansão do crédito e inflação controlada. Esses fatores facilitaram a aquisição de financiamentos habitacionais.

Conforme Santos e Cruz (2000), devido a diferentes características dos imóveis, tais como localização e construção, há um preço diferente para cada unidade habitacional. Em adicional, a volatilidade dos preços também estão

relacionadas a alguns indicadores econômicos como: taxas de juros, câmbio, emprego e renda.

Jr. Lima (2012) menciona que para formar uma carteira de *Real Estate* é necessário fazer análises quanto à qualidade do investimento. Conforme citado abaixo:

- Potencial de inserção e atratividade de mercado do imóvel;
- Atendimento às questões legais;
- Mensurar riscos, custos e margem de ganho;

Por conseguinte, cada decisão de investimento na compra de um imóvel tem como expectativa um resultado esperado, o qual leva em consideração a avaliação do risco do negócio. Para diluir o risco da carteira de *Real Estate*, as empresas estão diversificando seu portfólio para outras regiões do Brasil, ou seja, não estão concentradas apenas nas cidades de São Paulo e Rio de Janeiro.

A âncora conceitual que subsidia a estruturação e a gestão de carteira de ativos financeiros é o entendimento de que a diversificação dos elementos que a compõe, quando promovida com ativos com um certo grau de correlação inversa, em certa medida, é capaz de propiciar estabilidade na geração de renda global da carteira. (ALENCAR, 2009, p. 3)

Em busca das metodologias mais aplicadas no mercado, os Flls de destaque na BMF&Bovespa utilizam o suporte técnico de empresas especializadas como a *CBRE Richard Ellis e Colliers International*.

Os procedimentos e metodologias adotadas pelas empresas técnicas especializadas estão de acordo com a Norma Brasileira para Avaliação de Bens Imóveis – NBR 14.653 da ABNT (Associação Brasileira de Normas Técnicas), reconhecida mundialmente e amplamente utilizada em trabalhos de consultoria imobiliária.

Conforme Fávero (2010), a valorização de mercado, baseia-se no valor estimado pelo qual um imóvel poderia ser vendido/comprado na data de valorização

em questão, entre duas partes interessadas, independentes e conhecedoras do mercado.

Para fins de normas da ABNT, dependendo das características dos imóveis e do mercado, são utilizados mais de um método para a determinação do valor do imóvel: Comparativos Diretos de Dados de Mercado, Método da Renda/ Capitalização Direta, Método da Renda/ Fluxo de Caixa Descontado.

Conforme Paggioli (2007), os métodos científicos para avaliação dos valores dos imóveis fazem com que os avaliadores utilizem dados estatísticos e técnicos, ou seja, sem utilizar seu sentido pessoal.

- **Comparativos Diretos de Dados de Mercado**

O valor é obtido através de bases comparáveis de mercado, isto é, imóveis semelhantes em oferta ou negociado recentemente. As evidências são homogêneas através de fatores de ponderação.

Na falta de elementos comparáveis adotam-se outros métodos a serem exemplificados a seguir.

- **Método da Renda / Capitalização Direta**

Para este método, é analisada a expectativa de retorno, ou rentabilidade esperada (*yield*), por um investidor em determinado imóvel, tem-se como parâmetro a receita em potencial anual do imóvel, sobre a qual é aplicada a taxa de atratividade (capitalização) coerente com o mercado, o qual demonstre o risco do investimento, e que tenha como resultado o valor da aquisição do imóvel.

- **Método da Renda/ Fluxo de Caixa Descontado**

Projeta-se o valor da receita de aluguel atual, por um período de 10 anos, considerando os reajustes, renovações e revisões. O fluxo das receitas é trazido a valor presente com taxas de desconto adequadas ao risco do mercado.

Para análise, é considerada a continuidade do contrato vigente, havendo renovação automática e desconsiderando as perdas de receita por inadimplência.

4.3.3.1. Avaliação dos Imóveis do Fundo

O portfólio de imóveis do fundo é reavaliado semestralmente. Até o ano de 2012, a avaliação técnica era conduzida pela *Colliers International* e, a partir de 2013, passou a ser avaliada pela *CB Richard Ellis*. O resultado desta avaliação gerou uma queda de 4% na valorização da carteira no 2T/14 em relação ao ano de 2013. Enquanto que houve um crescimento de 15% de 2012 para 2013, de R\$ 1,5 para 1,7 bilhões (ver tabela 11).

Com este fato, o fundo fechou o 2S/14 com patrimônio líquido de R\$ 3.2 bilhões, equivalente a R\$ 165.9/cota (base patrimonial), menor do que o número apresentado no ano de 2013 em R\$ 3,3 bilhões, equivalente a R\$ 169,6 (base patrimonial). O valor de mercado da cota do fundo fechou em R\$ 120.4 no 2S/14 e R\$ 133,9 em 2013. Note-se que o valor patrimonial difere do valor de mercado registrado na Bolsa de Valores devido, principalmente, o valor patrimonial incluir a valorização dos imóveis (ver gráfico 36).

O valor de mercado da cota do fundo, registrada na BM&FBovespa, sofreu queda de 22%, desde o encerramento da distribuição primária em fev/2013. Neste período, o valor da cota era de R\$ 154,5 e em julho/2014 fechou em R\$ 120,4. A razão do constante declínio do valor da cota (ver gráfico 36) deve-se à queda da taxa de juros (Selic) em meados de 2013. Em janeiro de 2013, a taxa de juros era de 7,12% aa, e em jul/2014, o índice alcançou 10,9% aa (ver gráfico 5). Assim os juros altos e a expectativa de crescimento da inflação levam à desaceleração da

economia, e também à desaceleração do desempenho dos fundos de investimentos imobiliários.

A entrada de novas instituições financeiras no segmento de FII's e a pulverização na distribuição da oferta primária e secundária na bolsa de valores, em 2012, contribuíram para o excelente desempenho deste produto no mercado. No entanto, após esse período, o número de negócios na bolsa passa por um período de constante queda, de 327 milhões em 2012, para 62 milhões em julho de 2014, referente ao número de negócios registrados na BM&FBovespa (ver gráfico 11).

O BC Fund I foi considerado o fundo mais negociado na BM&FBovespa, em julho de 2014, em R\$ 497 milhões, em seguida temos: BB Progressivo II em R\$ 349 milhões e Kinea Renda Imobiliária em R\$ 281 milhões (ver tabela 1). A principal classe de investidor é a pessoa física, com 63,4% de participação no mercado de FII (ver gráfico 13). O fundo apresentou em julho de 2014, 99% de seus participantes concentrados como pessoa física, e apenas 1% como pessoa jurídica (ver gráfico 37).

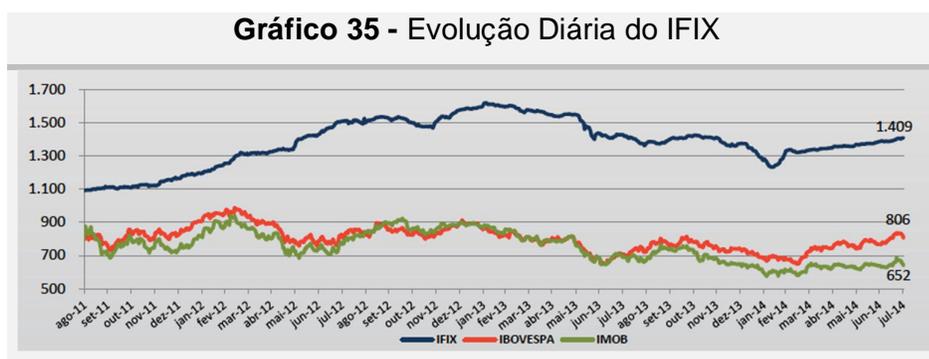
Em 03 de setembro de 2012, surgiu o IFIX, índice de fundos de Investimentos imobiliários, lançado pela BM&FBovespa. Esse índice mede o retorno total de um investimento em uma carteira de cotas de FII, sua metodologia de cálculo considera as variações de preço e as distribuições de rendimentos e amortizações dessas cotas de fundos.

Tal índice pode ser acompanhado historicamente desde 2010, pois o cálculo foi feito retroativo a 2010 para se comparar a evolução do índice, partindo da base de 1.000 pontos. Assim, em julho de 2014, o valor do IFIX foi de 1.409 pontos, um crescimento de 50,1% em relação a 2010. No segundo semestre de 2013, o IFIX iniciou um processo de retração quanto à rentabilidade dos FIIs de sua carteira, devido ao cenário de desaceleração econômica.

O IFIX possui uma carteira de FII negociadas nos mercados de bolsa e balcão, organizado pela BM&FBovespa. Como condição de fazer parte integrante do índice, devem estar presentes:

- Em 60% ou mais nos pregões dos últimos 12 meses;
- Na lista das cotas que possuem índices de negociabilidade que somados, de forma decrescente, represente mais do que 99% do valor acumulado de todos os índices de negociabilidade.

O índice de negociabilidade é a média geométrica entre as participações de determinada cota em termo de número de negócios e do montante negociado em relação ao ocorrido em todo o mercado. Veja abaixo o crescimento do IFIX, a partir de ago./11:



Fonte: BM&FBovespa – Boletim Mercado Imobiliário (2014, p. 5)

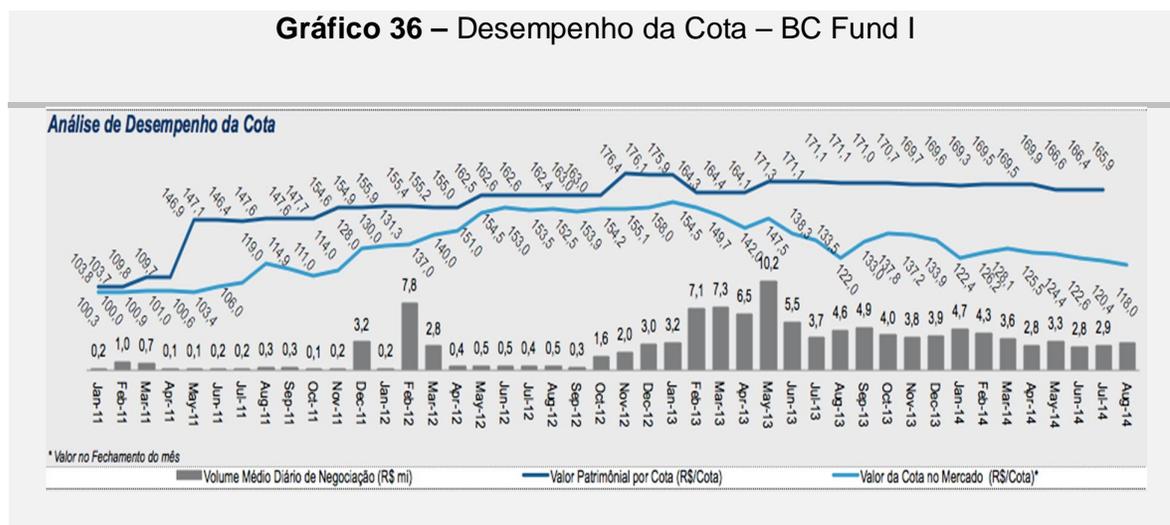
A composição do IFIX é composta principalmente pela participação de 11,39% do BC Fund I, 8,54% do BB Progressivo II e 8,11% do Kinea Renda Imobiliária. Veja Tabela 7, o patrimônio líquido dos sete maiores FII's, segregado por participação do PL de mercado, R\$ 54 bilhões até dez/13, e número de cotas. O BC Fund I é o maior fundo listado na BM&FBovespa com um PL de R\$ 3,9 bilhões, em seguida: Opportunity FII em R\$ 2,6 bilhões e em terceiro lugar Kinea Renda Imobiliária com R\$ 2,2 bilhões. (ver tabela 10). O maior fundo seria da Caixa FII Porto Maravilha com PL de R\$ 4 bilhões, mas não está listado na BM&FBovespa.

A rentabilidade total para o cotista do fundo desde dez/10 foi de 56.2% e o Ibovespa -10.5%. Já nos últimos 12 e 24 meses (base julho/2014), considerando rendimentos distribuídos e o valor da cota, foi de 6.2% e -8.9%, enquanto que o rendimento Ibovespa foi de 22.5% e 7.4%. (ver gráfico 38).

Tabela 10 – Sete maiores FII por Tamanho de PL (Dez-13)

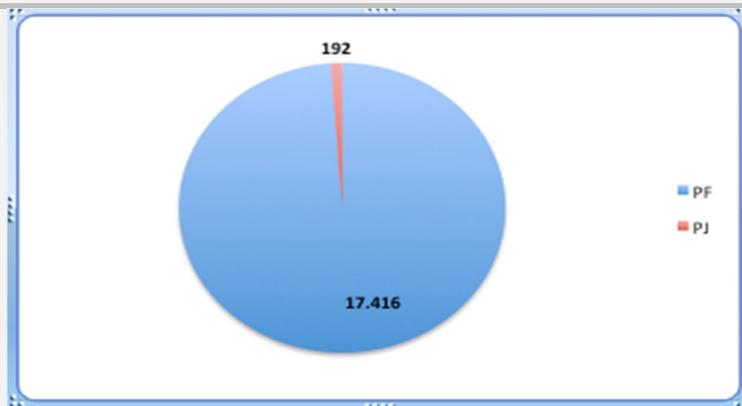
Razão social do fundo 31/12/2013	Valor do PL (R\$ milhões)	Nº de cotas (R\$ milhares)	Administrador	Part. no PL	Part. nº de cotas	Valor da cota em R\$	Listados na BM&F Bovespa	Registrados na Cetip*
	54.007,35	5.735.329						
Caixa FII Porto Maravilha	3.902,23	3.500.000	Caixa Econômica Federal	7,2%	61,0%	1,11	Não	Sim
FII BTG Pactual Corporate Office Fund.	3.260,10	19.225	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	6,0%	0,3%	169,58	Sim	Não
Opportunity FII	2.610,42	624	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.	4,8%	0,0%	4.180,06	Sim	Não
Kinea Renda Imobiliária	2.197,73	1.380	Intrag DTVM Ltda.	4,1%	0,0%	1.592,91	Sim	Não
BB Progressivo II FII	1.649,35	15.920	Votorantim Asset Management DTVM Ltda.	3,1%	0,3%	103,60	Sim	Não
FII Shopping Parque D. Pedro	1.273,33	1.629	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM	2,4%	0,0%	781,53	Sim	Não
FII Península	1.259,15	225	Banco Ourinvest S.A.	2,3%	0,0%	5.597,41	Não	Não

Gráfico 36 – Desempenho da Cota – BC Fund I



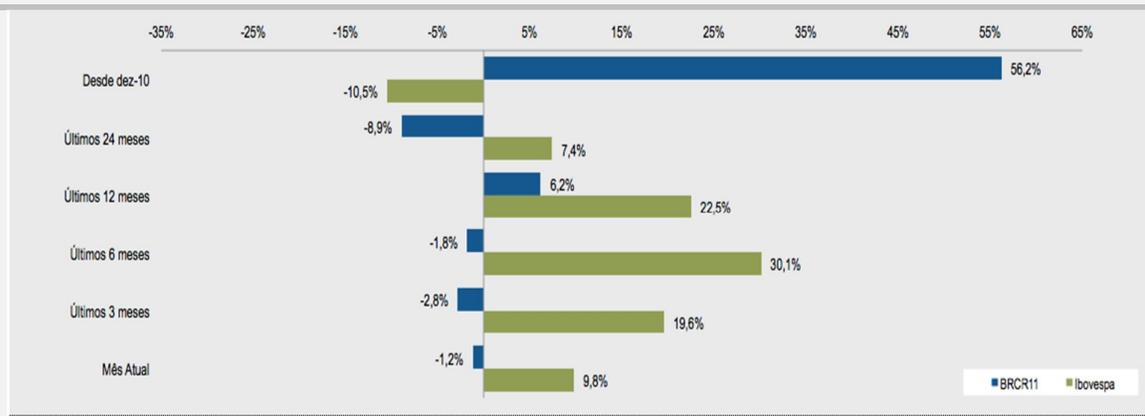
Fonte: BM&FBovespa/BC Fund

Gráfico 37 – Perfil do Investidor – BC Fund I



Fonte: BM&FBovespa/BC Fund

Gráfico 38 – Rentabilidade do Cotista – BC Fund I



Fonte: BM&FBovespa/BC Fund

Tabela 11 – Valor de Mercado da Carteira – Julho/2014

CARTEIRA	2014	2013	2012	2011
Volkswagen	86.400,00	85.400,00	92.025,00	82.660,00
Montreal	78.000,00	80.900,00	73.970,00	63.750,00
Transatlântico	37.100,00	37.000,00	35.650,00	30.790,00
Hicham	50.500,00	50.100,00	51.330,00	44.270,00
Hicham II	23.100,00	23.100,00	26.368,00	23.880,00
Flamengo	124.900,00	129.100,00	128.767,00	117.540,00
Cargill	103.600,00	102.900,00	104.150,00	94.390,00
Eldorado	763.500,00	821.000,00	626.929,00	537.210,00
Burity	67.200,00	67.800,00	65.500,00	57.190,00
Polidoro	133.200,00	137.600,00	134.959,00	-
Beneditinos	42.100,00	42.100,00	40.951,00	-
Sia Sul	156.300,00	156.100,00	131.357,00	-
Leblon	-	-	-	37.485,00
TOTAL	1.665.900,00	1.733.100,00	1.511.956,00	1.051.680,00

Fonte: www.bcfund.com.br/DemonstraçõesFinanceiros

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Foi realizado um estudo de caso sobre o FII BTG Pactual Corporate Office, devido ao fato de que ele é o maior fundo de investimento imobiliário do Brasil listado na BM&FBovespa, em termos de patrimônio líquido. Dessa forma, foi possível comparar os resultados obtidos em relação ao histórico, desempenho e também quanto aos benefícios gerados aos investidores com a análise consolidada dos FIIs na BM&FBovespa (2009-2013). Dentre os benefícios do BC Fund I, estão o baixo valor inicial de investimento, o qual proporciona ao investidor maior diversificação imobiliária de sua carteira. Veja abaixo demais benefícios:

- A negociação da cota é realizada na BM&FBovespa, ambiente regulado;
- Gestão de recursos profissionalizados pelo gestor do fundo;
- Rendimentos mensais isentos do imposto de renda para PF.

Dentre os benefícios citados, a vantagem tributária foi uma fonte impulsionadora para captação de investimento pessoa física, à medida que são isentos de impostos como PIS, COFINS e CSLL, os quais permitem maior distribuição de resultados ao cotista.

Os anos de destaque no mercado imobiliário, 2010, 2011 e 2012 foram seguidos por uma taxa de desemprego estável, controle da inflação, queda da taxa de juros e crescimento no PIB, com exceção de 2012 que teve um crescimento de apenas 0.9%. O PIB fechou 2013 com crescimento de 2.3% em relação a 2012. No entanto, o Brasil entrou em recessão técnica no segundo trimestre de 2014, ou seja, dois trimestres consecutivos de queda de crescimento. Esse cenário refletiu no baixo crescimento do FII no Brasil, a partir de 2013.

O estudo de caso também contribuiu para evidenciar o comportamento negativo do aumento da taxa de juros Selic, com a queda do preço da cota do BC

Fund I. Dessa forma, o aumento da taxa de juros - (a partir do primeiro semestre de 2013) - refletiu na queda dos preços das ações de FII na BM&FBovespa.

O crescimento do BC Fund I e da indústria de FII, entre 2009 e 2012, deve-se ao acentuado processo de urbanização do Brasil, que resultou na necessidade de gerar condições para a intermediação de recursos financeiros nos setores de construção e habitação, através principalmente do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e do Sistema de Poupança e Empréstimo (SBPE), cujos recursos captados são gerados pela caderneta de poupança.

No entanto, a procura ascendente por crédito imobiliário fez com que os recursos fornecidos pela caderneta de poupança não fossem suficientes para atender a este setor em expansão. Assim, o mercado de FII e CRI vem se expandindo para atender o setor. Há um baixo aproveitamento no Brasil de crédito imobiliário.

O portfolio do BC Fund I está concentrado na cidade de São Paulo e Rio de Janeiro, a cidade de São Paulo possui 20.5% de vacância (2T2014) e a do Rio de Janeiro é de 17.1%. O BC Fund I apresentou 14% de vacância (1S2014), principalmente devido ao aumento de estoque imobiliário no mercado. O aumento da vacância no mercado imobiliário teve como estratégia os ajustes dos valores de mercado dos imóveis, os quais passaram a ter uma estabilização na valorização dos imóveis. Desse modo, o setor imobiliário está caminhando para um equilíbrio natural, contribuindo para uma maior segurança para os investidores.

Mesmo com a retração do setor, demonstrada pela queda de preço das cotas de FII e do BC Fund I, redução do volume de emissão de CRI, durante 2012 em relação a 2011, o mercado imobiliário se mostra forte, porém mais cauteloso em relação a prover uma maior segurança para o investidor. Também ocorreram novos atrativos comerciais por meio de novas políticas habitacionais voltadas especialmente à classe alta.

O crédito imobiliário é um indicador que representa oportunidade de crescimento para o segmento, pois, em 2012, correspondeu apenas a 6% do Produto Interno Bruto (PIB), considerado um dos menores percentuais do mundo. Dessa forma, tem-se trabalhado em melhorias desse índice através das Letras de Crédito Imobiliários, crédito de recebíveis imobiliários (CRI) e demais operações de securitização. Essa ascensão do crédito imobiliário teve como principal fator a exaustão da poupança em atender a crescente demanda por crédito.

O mercado imobiliário passa por uma readequação de planejamento, principalmente para amenizar riscos em relação a atrasos na entrega dos imóveis, aumentos de custos no empreendimento, redução brusca no fluxo de caixa e incertezas ligadas à estrutura da operação, entre outros fatores. Outro risco considerado alarmante, a partir de 2013, no setor imobiliário, foi o crescimento da vacância nos imóveis.

O BC Fund I foi criado, em 2007, e aberto seu capital na BM&FBovespa, em 2010. A Indústria de Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil apresenta um histórico de quase 20 anos no mercado de capitais. Esse mercado obteve modificações regulatórias ao longo de seu período de existência com a finalidade principal de fortalecer sua conexão entre o mercado imobiliário e de capitais, que apresentou um crescimento robusto nos últimos 5 anos.

O IFIX, índice da BM&F Bovespa, que mede o desempenho dos FII negociados em bolsa, é composto principalmente pela participação de 11.39% do BC Fund I, 8.54% do BB Progressivo II e 8.11% Kinea Renda Imobiliária, teve aumento de 50.1% de 2010 a julho de 2014, demonstrando o quanto os FII se destacaram no mercado de capitais. No entanto, a partir do segundo semestre de 2013, o IFIX iniciou um processo de retração quanto a rentabilidade dos FII de sua carteira, devido ao cenário de desaceleração. Assim, os FII já tiveram grandes valorizações nos últimos anos. Dessa forma, os preços das cotas começaram a cair em 2013. Cenário adverso ao de 2012, ano em que houve recorde na emissão de cotas de FII, R\$ 11,46 bilhões. Destaque para o FII BB Progressivo II, o qual captou a maior oferta secundária, em 2012, em R\$ 1,59 bilhão.

A atratividade em FII é devida a sua apresentação como uma alternativa menos volátil e mais palpável do que ações, à medida que possuem seu lastro diretamente ligado a imóveis ou indiretamente, através de títulos do mercado imobiliário. Também teve como estímulo a isenção de imposto de renda para pessoas físicas e a isenção de imposto de renda dos rendimentos auferidos em aplicações efetuadas pelos FII em CRI, LH, LCI e cotas de FII. Esse mercado se popularizou, a partir de 2011, devido à ascensão das ofertas públicas na bolsa de valores. Nesse sentido, o número de investidores aumentou significativamente seu tamanho.

O BC Fund I possui a maior fonte de captação de recursos pessoa física. Esse fato fez impulsionar o crescimento e aumentar o potencial e tamanho do fundo. A evolução de patrimônio líquido obteve destaque a partir de 2010, quando ocorreu uma forte movimentação de emissões primárias de cotas de FII negociáveis no mercado secundário da BM&FBovespa. Após o sucesso da oferta secundária do BC Fund I, em 2010, e 2012, realizou-se uma distribuição primária, que captou, em fev/2013, R\$ 1.3 bilhões de recursos para expansão de novos empreendimentos comerciais.

A evolução da receita do BC Fund I se deu, principalmente, pela renovação, renegociação e reajustes dos contratos de locação. O fundo também teve aumento significativo da receita de locação através de novas aquisições, feitas através de recursos provenientes de operações de securitização e de recursos provenientes da oferta primária na BM&FBovespa.

Devido ao destaque dos FIIs, o setor imobiliário passou a ter uma maior regulamentação em relação à divulgação de suas informações financeiras e não-financeiras. Dessa forma, em 2011, foi regulamentada, pela Instrução CVM n. 516, a divulgação das demonstrações financeiras. A principal mudança refere-se ao grupo de ativo permanente, o qual passa a ser registrado pelo valor justo na rubrica de Propriedade para Investimentos no Ativo Não Circulante. O mesmo critério foi utilizado para investimento em instrumentos financeiros, operações com cessões de recebíveis.

A variação de valorização dos ativos do BC Fund I é alocada no resultado, como se tivesse registrado uma venda. No entanto, como não foi realizada a venda e não ocorreu o financeiro, este resultado não é distribuído aos investidores e o efeito é evidenciado no patrimônio líquido.

Em setembro de 2009, havia um total de 89 fundos. No final de 2012, havia 183 fundos e, no segundo semestre de 2014, este número cresceu para 231. Isso demonstra a predileção dos investidores pelo setor imobiliário nos últimos anos. A carteira dos FIs está concentrada, principalmente, em escritórios e shopping centers. O mercado de hospedagem e logística apresenta uma participação pequena no setor. Este fato coloca em evidência o crescimento da intermediação do mercado de capitais nesta indústria de FI.

O risco no investimento de um FI (fundo de investimento imobiliário) está vinculado a perdas patrimoniais que estão diretamente relacionadas à volatilidade do mercado de capitais e, portanto, podem perder parcialmente ou totalmente seu investimento. Abaixo, algumas das principais exposições ao risco:

- Imóvel – Incerteza associada à exposição de imóveis;
- Mercado – Incerteza devido à exposição aos mercados imobiliário e financeiro;
- Crédito – Incerteza ao crédito vinculado aos ativos e prestadores de serviços;
- Estrutural - Incerteza à estrutura da operação;
- Jurídica – exposições a questões de natureza regulamentar ou jurídica.

Para finalizar este trabalho, analisou-se que o cenário de desaceleração econômica aumenta a turbulência no setor imobiliário, ou seja, deixa o futuro desse investimento incerto. Principalmente em relação aos riscos a que estes ativos são expostos. No entanto, esse cenário de instabilidade pode ser uma oportunidade para investidores buscarem novos tipos de rendimentos, como o de aluguéis. A maioria dos fundos tem visto crescer a taxa de vacância. Mas, este fato se deve a entrega de novos estoques no mercado.

Dessa forma, se o BC Fund I e a indústria de FII mantiverem a qualidade de seu portfólio em imóveis de qualidade e fizerem uma boa gestão dos recursos a serem aplicados em ativos financeiros, além de alavancarem de forma adequada os financiamentos de novas aquisições ou estruturas de securitização, será uma excelente oportunidade para agregar valor ao patrimônio do fundo e, com isso, realizarem-se distribuições maiores, ademais de agregar valor para o fundo e para os acionistas.

Esse trabalho sugere, como pesquisa futura, analisar a influência da taxa de juros e valorização dos imóveis na volatilidade do preço das cotas de FIIs.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRAMO, Pedro; FARIA, T.C. **Mobilidade Residencial na Cidade do Rio de Janeiro**: Considerações sobre os Setores Formal e Informal do Mercado Imobiliário. Rio de Janeiro: XI Encontro Nacional de Estudos Populacionais da ABEP, 1995. Disponível em: < http://inctpped.ie.ufrj.br/spiderweb/dymask_5/5.3-7S%20Abramo.pdf>. Acesso em: 10 set. 2014.

ADEMI-RJ: **Associação de Dirigentes de Empresas do Mercado Imobiliário**. Disponível em: < <http://www.ademi.org.br>>. Acesso em: 09 set. 2014.

ALENCAR, C. T. de. O Sistema de Classificação do Núcleo de Real Estate como Ferramenta de Gestão de Portfólios de Edifícios de Escritórios para Locação. São Paulo: **Revista Real Estate Market**, 2009. Disponível em: <http://www.realestate.br/images/File/arquivosPDF/REM_colunadeMarco_Abril>. Acesso em: 08 set. 2014.

AMATO, F.B. **Implantação de Empreendimentos de Base Imobiliária por meio de Fundos de Investimento Imobiliário**: Critérios de Governança dos Recursos Financeiros para Mitigação de Riscos Capaz de Potencializar a Captação de Investimentos Privados com Característica de Poupança. 2009. Tese. (Doutorado em Engenharia) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

ANBIMA: **Fundos de Investimento Imobiliário**. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estatisticas/fundos-de-investimento-imobiliario/.aspx>>. Acesso em: 15 set. 2014.

ARRUDA, D. R. de. **Análise de Risco e Efeitos da Incerteza na Carteira de Investimentos**. Brasília, 2005. Brasília. Universidade Católica de Brasília. Disponível em: <<https://www.ucb.br/sites/100/103/TCC/12005/DiogoRafaeldeArruda.pdf>>. Acesso em: 20 ago. 2014.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Mercado do Banco Central do Brasil**, 15 de setembro de 2014. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20140905.pdf>>. Acesso em: 20 set. 2014.

BM&BOVESPA. **Boletim do Mercado Imobiliário da BM&FBovespa**, 31 de julho de 2014.

BODIE et al. **Investments**. 8. ed. Boston: McGrawHill, 2010.

BRASIL. **Lei Ordinária n. 8.668, de 25 de junho de 1993.** Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e das outras providências.

BRASIL. **Lei Ordinária n. 11.196, de 22 de novembro de 2005.** Institui o Regime Especial de Tributação.

BRASIL. **Lei Ordinária n.12.024, de 27 de agosto de 2009.**

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. **Administração Financeira.** 10. ed. São Paulo: Thomson, 2006.

CARLOS ALESSANDRINI, A. F. A Metrópole de São Paulo no Contexto da Urbanização Contemporânea. São Paulo: **SciELO**, 2009, v. 23, n. 66. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0103-40142009000200021&script=sci_>. Acesso em: 09 set. 2014.

CARVALHO, F. J. C. et al. **Economia Monetária e Financeira.** 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2006.

CBRE: CB Richard Ellis Serviços de Consultoria Imobiliária. Disponível em: <<http://www.cbre.com/en/research/pages/globalreports.aspx>>. Acesso em: 11 set. 2014.

CORDEIRO FILHO, Antônio C. **Empreendedorismo no Mercado Imobiliário Habitacional.** São Paulo: Atlas, 2008.

CRESTANA, F. R.S. **Fundo de Investimento Imobiliário Multiproduto Comercial como Alternativa de Diversificação de Portfolio em Investimento Imobiliário – Estudo de Caso do BCFund I.** 2012. Monografia (Especialização em Real Estate: Economia Setorial e Mercados) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

CVM. **Caderno de Fundo de Investimento Imobiliário da CVM** - 31 de julho de 2014.

CVM. **Caderno da CVM de Fundos de Investimento Imobiliário** - Setembro de 2010.

CVM. **Guia CVM do Investidor – Fundos de Investimento Imobiliário**, 2012 e 31 de julho de 2014.

EPSTEIN et al. **IFRS - Interpretation and Application International Financial Reporting Standards.** 1. ed. United States: Wiley, 2008.

ERNEST YOUNG; FIPECAFI. **Manual de Normas Internacionais de Contabilidade**, Vol. 2, São Paulo: Atlas, 2010.

EXAME. São Paulo: Setembro, 2014. **Preço dos Imóveis Continua Perdendo Força**. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/noticias/preco-dos-imoveis-bate-inflacao-e-sobe-4-8-no-ano>>. Acesso em: 06 out. 2014.

EXAME. São Paulo: Setembro, 2012. **A Reurbanização da Área Portuária do RJ está saindo do Papel**. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/noticias/a-reurbanizacao-da-area-portuaria-do-rj-esta-saindo-do-papel>>. Acesso em: 06 out. 2014.

FAMÁ, R. et al. **Determinantes da Estrutura de Capital: Aplicação a Empresas de Capital Aberto Brasileiras**. São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp>>. Acesso em: 20 set. 2014.

_____. **Análise do Risco na Avaliação de Projetos de Investimento: Uma Aplicação do Método de Monte Carlo**. São Paulo, 1998. Disponível em: <<http://www.regeusp.com.br/arquivos/c6-Art7.pdf>>. Acesso em: 20 set. 2014.

FÁVERO, Luiz Paulo. **Mercado Imobiliário**. 2. ed. São Paulo: Saint Paul, 2010.

FERREIRA MARIA, F. **Fundos de Investimento Imobiliário – Governança Corporativa**. 2011. Dissertação (Mestrado em Engenharia) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

FIGUEIREDO, Carlos Antônio. **Introdução aos Derivativos**. 2. ed., São Paulo: Cengage Learning, 2011.

FIORINI, R. M. **Determinantes da Rentabilidade dos Fundos de Investimento Imobiliários no Brasil**. 2012. Dissertação (Mestrado em Economia) - Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2012.

FOLHA DE SÃO PAULO: Julho, 2014. **Mercado Imobiliário Esfria e Setor Reduz Projeções**. Disponível em: <<http://m.folhavoria.com.br/economia/noticia/2014/07/mercado-imobiliario-esfria-e-setor-reduz-projecoes.html>>. Acesso em: 15 set. 2014.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro**. 17. ed. Rio de Janeiro: QualityMark, 2010.

FRANCO, Hilário. **A Contabilidade na Era da Globalização**. São Paulo: Atlas, 1999.

GARRISON, Ray H. et al. **Contabilidade Gerencial**. 11. ed. São Paulo: Genio, 2011.

GOLDBERG, M. B. de. **A Securitização de Recebíveis e seu Impacto no Valor das Originadoras**: Evidências do Mercado Brasileiro. 2011. Dissertação (Mestrado em Economia) - Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011.

Guia de Fundos Imobiliários XP, 31 de julho de 2014.

Guia de Securitização e Financiamento Imobiliário Uqbar, 2014.

Guia Fundo de Investimento Imobiliário Uqbar, 2013.

HANSON, E.I. et al. **Financial Accounting**. 8. ed. San Diego: Harcourt Brace, 1997.

HATHERLY, D. **Accounting for Business Activity**. 1. ed. United States: Pitman, 1998.

HULL, John C., **Risk Management and Financial Institution**. Boston: Person Prentice Hall, 2007.

INFOMONEY, São Paulo, fev. 2014. **Emissões de Fundos Imobiliários batem Novo Recorde em 2013**. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/imoveis/fundos-imobiliarios/noticia>>. Acesso em: 15 abr. 2014.

INSTRUÇÃO COMISSÃO VALORES MOBILIÁRIOS – **CVM Nº 205** de 14 de janeiro de 1994.

_____. **CVM Nº 206** de 14 de janeiro de 1994.

_____. **CVM Nº 472** de 31 de outubro de 2008. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário.

_____. **CVM Nº 516** de 29 de dezembro de 2011. Critérios contábeis de reconhecimento, classificação e mensuração dos ativos e passivos, assim como o reconhecimento de receitas, apropriação de despesas e evidenciação das demonstrações financeiras dos Fundos de Investimento Imobiliário - FIL.

IUDÍCIBUS, Sérgio de et al. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

JLL: Jones Lang LaSalle Serviços de Consultoria Imobiliária. Disponível em: <<http://www.jll.com.br/brazil/pt-br/Research/>>. Acesso em: 11 de set. 2014.

KELLER, Gary. **The Millionaire Real Estate Investor**. New York: McGraw, 2005.

LIBONATI, J. J. **Beta Contábil Versus Beta CAPM: Uma Investigação Empírica no Mercado Financeiro Brasileiro**. Salvador, 2008. Disponível em: <<http://www.portalseer.ufba.br/index.php/rcontabilidade/article/view/2605/1839>>. Acesso em: 08 set. 2014.

LIMA JR., J. R. da. **Performance Adiante das Empresas de Real Estate de Capital Aberto no Brasil**. São Paulo, Congresso LARES, 2012. Disponível em: <<http://www.realestate.br/images/File/arquivosPDF/Lares2012>>. Acesso em: 08 set. 2014.

LIMA NETO, Lucas. **Securitização de Ativos-A: Era da Desintermediação Financeira**. São Paulo: Gainvest, 2007.

MANKIW, N. G. **Introdução à Economia**. 5. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

MATIAS, A. B. **O Mercado de Capitais como Alternativa para Financiamento da Infra-Estrutura e Saneamento: O Caso Brasileiro da Caixa Econômica Federal**. São Paulo, 2005, Congresso Internacional del CLAD, Universidade de São Paulo. Disponível em : <http://cepefin.org.br/publicados_pdf/o_mercado_capitais_como_alternativa_financiamento.pdf>. Acesso em: 10 jul. 2014.

MARCONI, M. A. de. et al. **Metodologia do Trabalho Científico**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

MARION, J. C. **Contabilidade Empresarial**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

MCLNISH, Thomas H., **Capital Markers.**, Massachusetts: Blackwell, 2000.

MENDONÇA, M. J.; MEDRANO, L. A.; SACHSIDA, A. Avaliando o Efeito de um Choque de Política Monetária sobre o Mercado Imobiliário. **REVISTA IPEA**, 2011.

MOTA, R. R. **A Evolução do Mercado de Fundos de Investimento Imobiliários no Brasil no Período de 1994 a Março/2013 e a Utilização dessa Alternativa de Investimento para o Investidor Pessoa Física no Brasil**. 2013. Dissertação (Mestrado Profissional em Economia) - Universidade de Brasília, Brasília, 2013.
PARRA FILHO, Domingos; SANTOS, João A. **Metodologia Científica**. 2. ed. São Paulo: Futura, 1998.

O GLOBO. São Paulo: Julho, 2014. **Brasil Continua com a Maior Taxa de Juros do Mundo**. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/brasil-continua-com-maior-taxa-de-juros-reais-do-mundo-13822251>>. Acesso em: 15 ago. 2014.

PAGGIOLI, Alexandre N. **Avaliação de Imóveis Residenciais Urbanos para Crédito Imobiliário**. 2007. Dissertação (Mestrado em Engenharia Civil) - Universidade Anhembi Morumbi de São Paulo, São Paulo, 2007.

PARRA FILHO, Domingos; SANTOS, João A. **Metodologia Científica**. São Paulo: Fapesp, 1999.

PEREIRA, Cesar R. **Análise de Dados Qualitativos**. 2. ed. São Paulo: Futura, 1999.

PHILLIPS, R. D. American Risk and Insurance Association. **Journal of Risk and Insurance**, 2000.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de Capitais**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ROSS, Westerfield Jordan. **Finanças Corporativas**. 10. ed. São Paulo: McGrawHill, 2010.

_____. **Administração Financeira**. 8. ed. São Paulo: McGrawHill, 2008.

SANTOS, Claudio G.; CALADO, Luiz R. **Securitização**. 1. ed. São Paulo: Saint Paul, 2011.

SANTOS, C. H. M. dos; CRUZ, B. O. De. A Dinâmica dos Mercados Habitacionais Metropolitanos: Aspectos Teóricos e Uma Aplicação para a Grande São Paulo. **Ciências Econômicas**, n. 713, 2000. Disponível em: <<http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/2532>>. Acesso em: 07 set. 2014.

SECOVI: Sindicato da Habitação. Disponível em: <<http://www.secovi.com.br/pesquisas-e-indices/>>. Acesso em: 11 set. 2014.

STEINERT, M.; MARTÍNEZ, J. P. T. General Equilibrium Existence with Asset-backed Securitization. **Ciências Econômicas**, n. 490, 2004. Disponível em: <<http://ideas.repec.org/p/rio/texdis/490.html>>. Acesso em: 05 set. 2014.

TOGNETTI, G. C. **Análise de Valor de Emissão da Cota de Fundos de Investimento Imobiliário com Empreendimentos de Base Imobiliária com Renda Comprometida**. 2013. Monografia (MBA em Real Estate) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

WILSON, P. E. C. M. **Influência das Taxas de Juros e do Canal de Crédito na Formação de um Mercado Secundário de Hipotecas no Brasil**. 2009. Dissertação (Mestrado em Economia) - Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2009.

YIN, R. K.. **Estudo de Caso: Planejamento e Métodos**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

Sites acessados:

<www.bcfund.com.br>. Acesso em : Jun. de 2014

<www.cvm.gov.br>. Acesso em: Maio 2014

<www.bancomundial.org.br>. Acesso em: Jul. 2014

<www.ibge.gov.br>. Acesso em: Jun. 2014

<www.uqbar.com.br>. Acesso em: Jun. 2014

<[www.cbre.com.br/CBRE Research 2T2013](http://www.cbre.com.br/CBRE%20Research%202T2013)>. Acesso em: Jun. 2014

<www.tradingeconomics.com>. Acesso em: Set.2014

<<http://www.cbic.org.br/>>. Acesso em: Jun.2014