

16ª Conferência Internacional da LARES

São Paulo - Brasil
29 e 30 de setembro de 2016



Geração de resultados e análise comparativa de Fundos de Investimento Imobiliários no Brasil com base nas diferentes categorias de ativos: Galpões Industriais e Escritórios Corporativos (2013-2016)

Rafael Bertazzi Costa Rosa¹

¹ Mestrando do Programa Construínova - Núcleo de Real Estate

Depto. de Engenharia de Construção Civil da Escola Politécnica da USP, Brasil

E-mail: rafabcr@yahoo.com.br

Orientador: Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar – Núcleo de Real Estate

Depto. de Engenharia de Construção Civil da Escola Politécnica da USP, Brasil

E-mail: claudio.alencar@poli.usp.br

RESUMO

O presente Artigo surgiu a partir do levantamento de dados publicados pelos Fundos de Investimento Imobiliários (FII), entre maio de 2013 e maio de 2016, em seus Informes e Relatórios Mensais, objetivando, com isto, um histórico de Resultados periódicos.

Os FII aqui trabalhados (dez no total) estão listados na BM&F Bovespa e possuem, em comum, a seguinte característica: ativos alvo “monotijolo” das categorias (a) Galpões Industriais ou (b) Escritórios Corporativos, sendo somente uma das duas opções para cada produto, independentemente da localização e se, adicionalmente, possuem também outros ativos “não tijolo”, tais como instrumentos de dívida ou mesmo outros FII em seus portfólios.

Apoiado no aplicativo MS/Excel, foram tabuladas as seguintes rubricas referentes a estes FII, agora divididos em dois grupos (cinco para cada categoria): (a) Valor dos Imóveis Acabados para Renda, (b) Valor das Contas a Receber de Aluguéis, (c) Valor Total Investido em Ativos, (d) Total dos Valores a Receber, (e) Taxa de Ocupação, (f) Número de Cotas, (g) Valor Médio das Cotas (h) Rendimentos a Distribuir, (i) Rentabilidade do Período e (j) Patrimônio Líquido. Estas rubricas coletadas, em conjunto, geraram Resultados, tais como (a) Rentabilidade Mensal da Locação, (b) Rentabilidade Mensal da Cota e (c) Variação Acumulada do Valor de Mercado das Cotas, entre outros.

Utilizando a Média Ponderada com base nos respectivos Patrimônios Líquidos dos FII, seus Resultados, agrupados, foram consolidados e, posteriormente, submetidos à Regressão Linear, possibilitando assim o processo de análise comparativa ao longo do tempo e o levantamento de hipóteses que eventualmente os justificassem.

Palavras-chave: Fundos de Investimento Imobiliários, Galpões Industriais, Escritórios Corporativos, Análise de Resultados e Levantamento de Hipóteses.

16ª Conferência Internacional da LARES

São Paulo - Brasil
29 e 30 de setembro de 2016



ABSTRACT

This Paper arose from the survey data published by the Real Estate Investment Trusts (REIT), between May 2013 and May 2016, in its monthly Reports, aiming, with this, a history of periodic Results. The REIT studied here (ten in total) are listed on the BM&F Bovespa (São Paulo Stock Exchange) have in common the following characteristics: target asset "monotijolo" (tijolo = brick) categories (a) Industrial Sheds or (b) Corporate Offices, being only one of two options for each product regardless of location and additionally also have other assets "not brick" such as debt instruments or other REIT in their portfolios. Supported in MS/Excel application, the following items were tabulated concerning these REIT, now divided into two groups (five for each category): (a) Value of Built Property for Income, (b) Accounts Amount Receivable Rentals, (c) Total Invested in Assets, (d) Total Receivables, (e) Occupancy Rate (f) Number of Shares, (g) Average Value of the Shares (h) Income Distributable, (i) Profitability Period and (j) Equity. These items collected together generated results such as (a) Monthly Lease Return, (b) Monthly Return of Shares and (c) Accumulated Variation of the Shares Market Value, among others. Using the Weighted Average based on their Equity of the REIT, its Results, grouped, were consolidated and later submitted to Linear Regression, thus enabling the process of comparative analysis over time and raising chances that eventually justified.

Keywords: Real Estate Investment Trusts, Industrial Sheds, Corporate Offices, Results Analysis and Hypothesis Survey.

1. INTRODUÇÃO

1.1. Considerações Iniciais

Esta publicação, de cunho acadêmico, mas aberta a quaisquer leitores que tenham interesse no assunto, não possui de forma alguma a intenção de esgotá-lo ou de ser utilizado como um relatório de mercado, “guia” ou qualquer instrumento de crítica ou recomendação, inclusive para investidores e proponentes investidores, principalmente se a sua leitura não for acompanhada também da leitura dos materiais produzidos pelos próprios Fundos de Investimento Imobiliários (FII), profissionais e instituições especializadas, preferencialmente aquelas já consolidadas no mercado.

1.2. Objetivo

O presente estudo tem como objetivo central (a) levantar dados, (b) consolidar históricos, (c) analisar comparativamente e (d) levantar hipóteses que justifiquem os Resultados das seguintes categorias “monotijo” de Fundos de Investimento Imobiliários (FII): Galpões Industriais e Escritórios Corporativos, independentemente se estes, adicionalmente, possuem outros ativos “não-tijolo” em seus portfólios. O recorte temporal para tal análise está compreendido entre maio de 2013 e maio de 2016.

A partir da tabulação, no MS/Excel, dos dados disponibilizados pelos próprios FII em seus Informes e Relatórios Mensais, tais como os valores (a) dos Imóveis para Renda Acabados, (b) das Contas a Receber de Aluguéis, (c) dos Rendimentos a Distribuir, (d) de Mercado das Cotas e (e) do Valor Total Investido em Ativos, assim como (f) das Taxas de Ocupação, entre outros, foram calculados e obtidos Resultados para análises comparativas por categoria, tais como (a) Rentabilidade Mensal da Locação dos Ativos “tijolo”, (b) Rentabilidade Mensal da Cota e (c) Variação Acumulada do Valor de Mercado das Cotas.

1.3. Justificativa

1.3.1. Definição e Relevância dos FII

Os FII foram criados no Brasil a partir da Lei Federal nº 8.668 de 1993. De acordo com a ANBIMA (2014) “considerando-se a participação das atividades imobiliárias e da construção civil no PIB, em torno de 12%, a criação dos FII originou mais uma importante fonte de financiamento para o setor imobiliário, que se soma às tradicionais operações de crédito e aos diversos instrumentos de mercado de capitais”. Segundo Rocha-Lima Jr. e Alencar (2004), existe um vínculo, em um nível intrínseco, entre o setor de edifícios de Escritórios e o crescimento macroeconômico. Uma das razões para esta afirmação dos autores possa talvez residir no fato de que o crescimento econômico possibilita, tanto às famílias quanto às empresas, a expansão de seus gastos, gerando com isto ganhos ainda maiores para o conjunto da sociedade, dentro um círculo virtuoso. Havendo, por exemplo, acréscimo nas receitas das empresas, estas se “encorajam” no sentido expandirem seus negócios, contratando mais pessoal, adquirindo novos equipamentos e buscando áreas adicionais ou então mais modernas e melhor localizadas. Ao mesmo tempo, o setor da Construção Civil, em linha com este cenário de expansão das empresas, investe na produção de novas unidades para venda e locação.

Rocha-Lima Jr. (2011) afirma que os Fundos de Investimento Imobiliários (FII) no Brasil são “condomínios de investimento, cujo propósito é aplicar recursos em produtos ou empreendimentos imobiliários, como em alguns dos seus derivativos”. Ainda segundo este autor,

“a maioria dos FII existentes respeita a tendência internacional, objetivando investimento imobiliário para renda de longo prazo gerada por imóveis comerciais”.

Estudos sobre investimentos com base em geração de renda via locação vem sendo realizados continuamente. Exemplos são as publicações realizadas pelo Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da USP – NRE-Poli. Na Carta do NRE-Poli nº 31-13, Alencar (2013) trata das razões que fazem com que as empresas que se dedicam a construir imóveis que produzem renda por meio de contratos da locação obtenham melhores resultados que aquelas que se dedicam ao desenvolvimento de empreendimentos residenciais. Rocha-Lima Jr. (2011), na Carta do NRE-Poli nº 24-11, analisa, por sua vez, o futuro dos FII no Brasil enquanto potenciais instrumentos de poupança. Já na Carta do NRE-Poli nº 41-15, o mesmo autor comenta sobre a estrutura das informações apresentadas nos prospectos privados de ofertas de investimentos, tendo em vista as “cargas” de marketing que podem ser identificadas. O autor trata também, neste estudo, sobre o que seria recomendável em documentos desta natureza.

Os FII podem aportar seus recursos tanto em empreendimentos imobiliários quanto em quaisquer outros bens ou direitos lastreados em imóveis, desde a simples compra de um lote de terreno até uma grande incorporação. Tais ativos encontram-se nos mais diversos setores da economia. São exemplos: Shoppings Centers, Salas Comerciais, Hotéis, Escritórios Corporativos, Hospitais, Prédios Industriais e Galpões, entre outros. É facultado também aos FII o direito destes aplicarem seus recursos em títulos de dívida com lastro imobiliário ou então em ativos financeiros, cujos emissores exerçam atividades essencialmente relacionadas ao setor imobiliário. Vale salientar também que os contratos de locação dos ativos dos FII, assim como ocorre em operações convencionais, estão sujeitos à Lei nº 8.245/91, a chamada Lei do Inquilinato, que regula os contratos de locação de imóveis residenciais e comerciais. Rocha-Lima Jr. (2011) afirma que “os FII são focados em: i. oferecer ao investidor (cotista do FII) um ambiente de investimento ancorado em ativos com expectativa de estabilidade de valor no longo termo e ii. Aplicar recursos em produtos capazes de produzir renda mensal regular no longo prazo”. O Quadro 1, a seguir, resume as principais modalidades de FII no Brasil:

Quadro 1 – Principais Modalidades de FII no Brasil

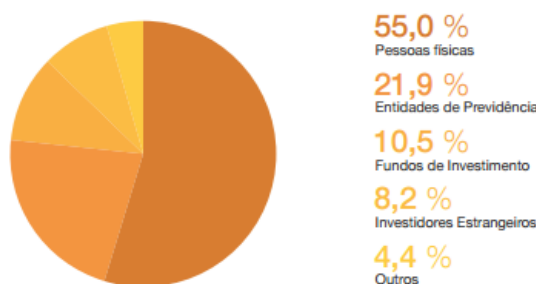
FII de Renda Fixa	FII de Renda	FII de Incorporação	FII de FII
<p>Objetivo: Preservação de capital</p>	<p>Objetivo: Geração de renda mensal (annuity/previdência)</p>	<p>Objetivo: Ganho de capital</p>	<p>Objetivo: Híbrido, geralmente superar um índice (IFIX)</p>
<p>Carteira Básica: CRIs e LCIs</p>	<p>Carteira Básica: Imóveis prontos – performados Lajes Corp, Shoppings, Ag. Bancárias, Varejo, Logística</p>	<p>Carteira Básica: Imóveis em desenvolvimento não-performados: Incorporação Residencial/Comercial</p>	<p>Carteira Básica: Cotas de Fundos Imobiliários Listados</p>
<p>Custo de Oportunidade do Investidor: Outros investimentos de RF isentos de IR</p>	<p>Custo de Oportunidade do Investidor: Carteira própria de imóveis</p>	<p>Custo de Oportunidade do Investidor: Private Equity / RV (Ações)</p>	<p>Custo de Oportunidade do Investidor: Carteira própria diversificada de FII</p>
<p>Riscos Principais: Risco de crédito / default Capacidade de alocação Pgto de IR do caixa do FII Desenquadramento</p>	<p>Riscos Principais: Mercado (valor dos aluguéis) Risco de crédito (locatários) Custos de condomínio Vacância / inadimplência</p>	<p>Riscos Principais: Desempenho de mercado Execução do Business Plan Repasse Custos de Obra</p>	<p>Riscos Principais: Capacidade de Alocação Capacidade de Research Valuation x Valor da Cota Liquidez dos FII da Carteira Timing do Gestor (Entrada/Saída)</p>

Fonte: Rodrigues (2013).

Sobre os FII, Souza (2012) destaca que “o volume de ofertas cresceu 160% em média, ao ano, desde 2008 até 2012”. Já com relação os valores movimentados pelo setor, dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, julho/2016) dão conta de que existem registrados, naquele órgão e, portanto, em funcionamento no país, 275 FII, sendo que estes, juntos, perfazem um Patrimônio Líquido (PL) total de R\$ 61,64 bilhões. A Instrução da CVM que dispõe sobre as regras de funcionamento destes FII é a de nº 472.

Com relação ao público investidor de FII, dados da Uqbar (2015) informam que a maioria das cotas emitidas em 2014 foi adquirida por Pessoas Físicas, conforme o Gráfico 1 a seguir:

Gráfico 1: Composição do Montante Emitido de FII em 2014 por Classe de Investidor (% do Montante)



Fonte: Anuário Uqbar (2015).

1.3.2. Critérios para Identificação dos FII e Categorias de Ativos que são Objeto do Trabalho

O trabalho procurou identificar FII e categorias de ativos que pudessem ser relativamente representativos dentro deste universo de R\$ 61,64 bilhões de PL, em especial entre aqueles listados na BM&F Bovespa e que pudessem, ao mesmo tempo, satisfazer uma premissa de análise comparativa com base no ativo “tijolo” como sendo o principal fator gerador de renda mensal aos cotistas. Ou seja, FII e categorias distintas de ativos que “operassem” dentro de “regras comuns entre si”, que fossem representativos e que tivessem, em seu “core business”, a receita mensal de locação de forma pura e simples, por meio de contratos “tradicionais” ou “convencionais” de locação, sendo, portanto, “susceptíveis” ao funcionamento da economia concorrencial e de mercado.

Do total de categorias de ativos “tijolo”, e, mais especificamente ainda, “monotijolo” disponíveis, foram selecionadas duas que atendiam a estas premissas de forma bastante satisfatória: Galpões Industriais e os Escritórios Corporativos. O Comitê de Mercado (CM) do NRE - Poli, de 20/06/13, cita que estas duas categorias de ativos são “empreendimentos cujo investimento é remunerado por meio de locação pura”. Para se uma ter ideia da relevância destes FII, sem detrimento aos demais, dos 128 FII que estão atualmente listados na BM&F Bovespa, e cujo montante do PL agregado perfaz R\$ 35,33 bilhões, os “monotijolos” de Galpões Industriais e Escritórios Corporativos, representados por 46 FII, perfazem em conjunto um PL que alcança R\$ 12,56 bilhões (dados da CVM, maio de 2016), seja, 35% do total.

Sobre estes 46 FII “monotijolo”, foi realizada uma filtragem adicional: foram verificados quais os cinco FII de maior PL para cada categoria. Chegou-se nos seguintes produtos:

FII de Galpões Industriais (PL total de R\$ 1 bilhão aproximadamente - CVM, maio/2016):

- SDI Logística Rio (SDIL11, PL de R\$ 136,1 milhões);
- CSHG Logística (HGLG11, PL de R\$ 359,6 milhões);
- Industrial do Brasil (FIIB11, PL de R\$ 241,6 milhões);
- TRX Realty Logística Renda I (TRXL11, PL de R\$ 142,2 milhões); e
- Europar (Euro11, PL de R\$ 124,2 milhões).

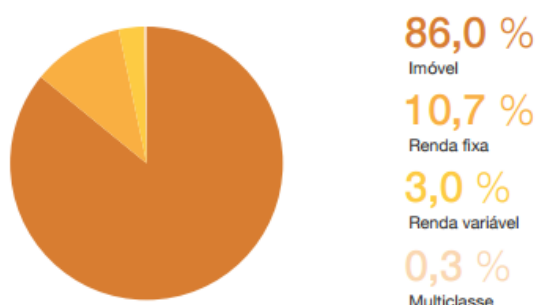
FII de Escritórios Corporativos (PL total de R\$ 5,26 bilhões aproximadamente – CVM, maio/2016):

- BTG Pactual Corporate Office Fund (BRCR11, PL de R\$ 2,27 bilhões);
- TB Office (TBOF11, PL de R\$ 726,9 milhões);
- CSHG Real Estate (HGRE11, PL de R\$ 1,11 bilhão);
- BB Progressivo (BBFI11, PL de R\$ 494,6 milhões); e
- Torre Norte (TRNT11, PL de R\$ 658,6 milhões).

Os dez FII identificados para a realização do trabalho perfazem, portanto, um PL de R\$ 6,26 bilhões aproximadamente, ou seja, quase 18% dos FII registrados na BM&F Bovespa, o que destaca a relevância da amostra dentro do universo disponível. Outra informação importante é o fato de, destes dez FII, nove pertencerem à carteira do IFIX Bovespa, ou seja, 90% pertence ao grupo dos FII de maior liquidez nos pregões desta instituição. Somente o FII Europar não pertence ao IFIX (dados da carteira vigente entre maio a agosto de 2016).

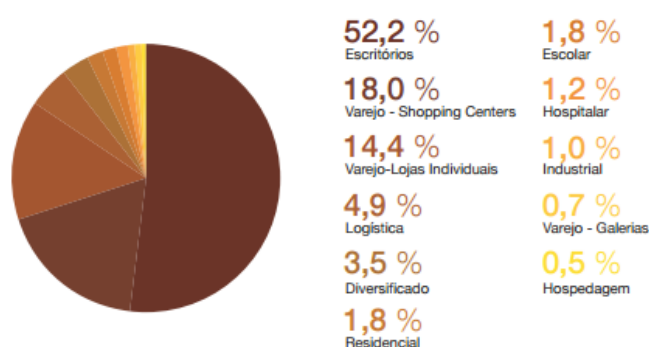
Os Gráficos 2, 3 e 4, a seguir, apresentam dados que corroboram para a relevância que os FII que são, ao mesmo tempo, (a) de renda, (b) “monotijolo” e (c) de Escritórios Corporativos ou Galpões Industriais, possuem no contexto do mercado:

Gráfico 2: Composição da Capitalização de Mercado dos FII por Tipo de Ativo (% do Montante)



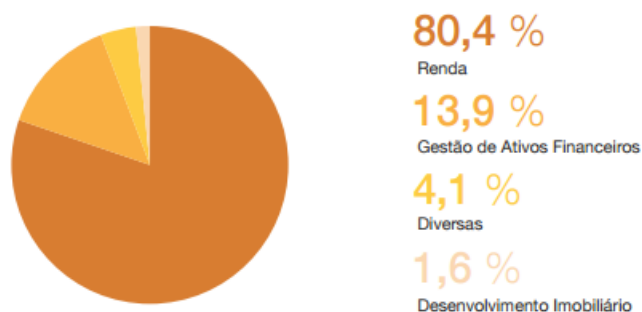
Fonte: Anuário Uqbar (2015).

Gráfico 3: Composição da Capitalização de Mercado dos FII por Tipo de Imóvel (% do Montante)



Fonte: Anuário Uqbar (2015).

Gráfico 4: Composição da Capitalização de Mercado dos FII por Tipo de Imóvel (% do Montante)

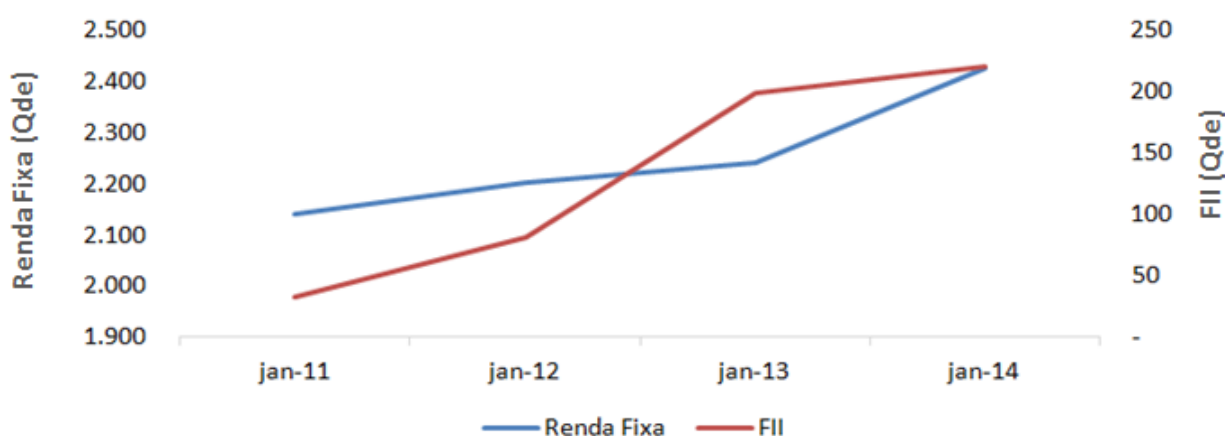


Fonte: Anuário Uqbar (2015).

1.3.3. Recorte Temporal: maio/2013 a maio/2016

Com relação ao período adotado pelo trabalho (maio/2013 a maio/2016), este deve-se, principalmente, em função de dois fatores: em primeiro lugar, porque a partir da 174ª reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central (Bacen), ocorrida em 17/04/2013, a Taxa Básica de Juros da Economia (Selic) voltou a subir, após observar um relativo período de sucessivas quedas, que vinham ocorrendo desde outubro de 2011, chegando em outubro de 2012 ao patamar de 7,25% ao ano. Desta forma, os FII, que até então estavam em franca expansão, passaram a sofrer novamente os efeitos, tanto da concorrência dos títulos indexados à Selic, quanto da própria economia, que voltou a retrair. Em 2013, o Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil ainda cresceu 3%, reflexo ainda da política econômica expansionista até então praticada, principalmente em função da oferta do crédito. Entretanto, já em 2014, o PIB cresceu somente 0,1% e, em 2015, houve um decréscimo de 3,8% (dados do IBGE, 2016). O Gráfico 5, a seguir, relaciona, entre 2011 e 2014, a evolução dos FII com os Títulos de Renda Fixa, sendo sua grande maioria é indexada à Selic. É possível notar que quando um está em situação favorável, o outro “corre” no sentido inverso.

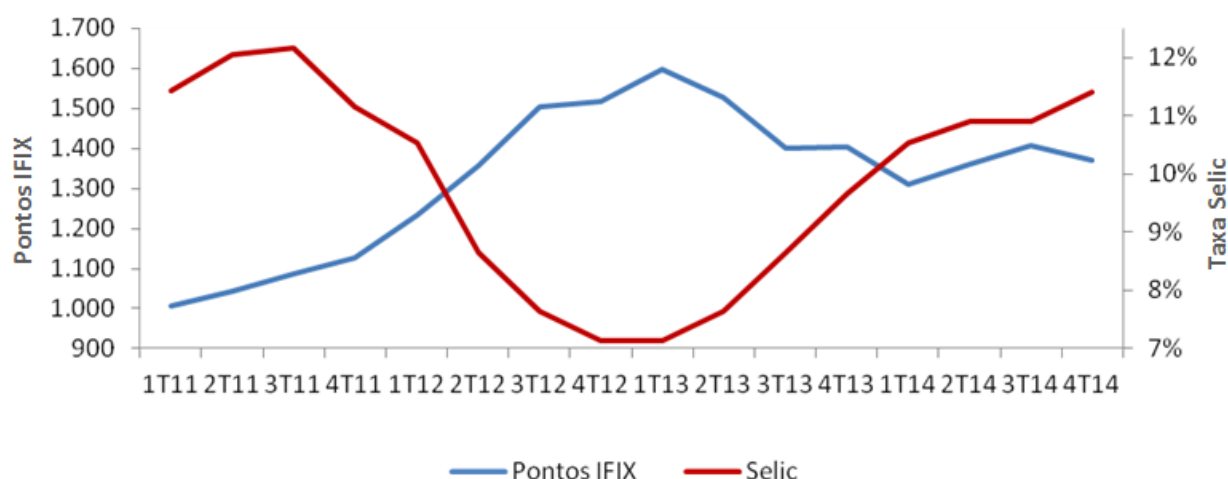
Gráfico 5: Evolução, em operações, dos Fundos de Renda Fixa e dos FII no Brasil (2011-2014)



Fonte: ANBIMA (2015). Gráfico elaborado pelo Autor.

O Gráfico 6, a seguir, também corrobora com a ideia de que “produtos Selic” e FII concorrem entre si.

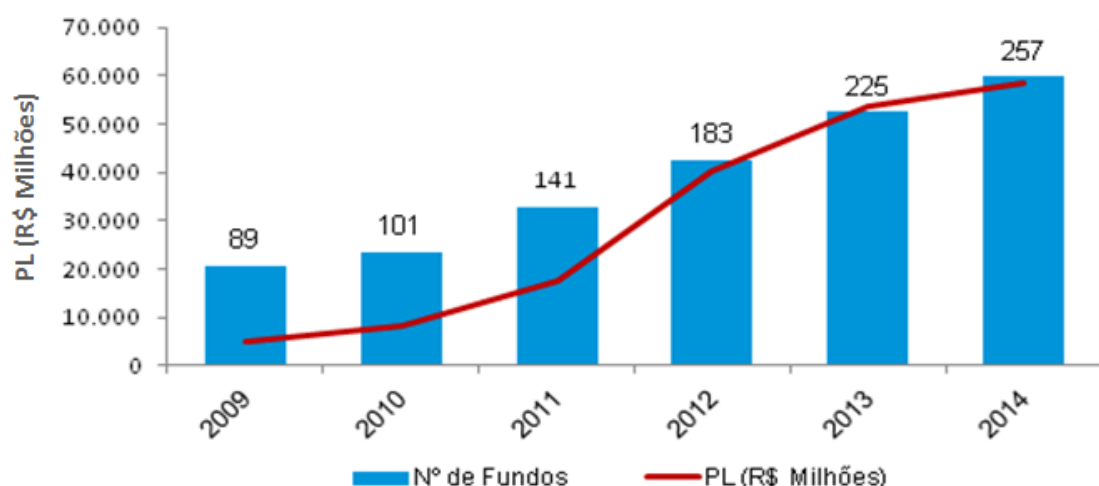
Gráfico 6: Relação entre IFIX Bovespa e Taxa Selic (2011-2014)



Fontes: BM&F Bovespa e Bacen (2015). Gráfico elaborado pelo Autor.

O Gráfico 7, a seguir, mostra a inflexão ocorrida no mercado de FII a partir de 2013, resultado, entre outros fatores, da retomada da Taxa Selic.

Gráfico 7: Evolução das operações e do PL dos FII no Brasil (2009-2014)



Fonte: CVM (2015). Gráfico elaborado pelo Autor.

Desta forma, 2013 passou a ser um ano de “reviravolta” e de novas perspectivas (menos otimistas) para os FII, o que faz do aprofundamento do seu estudo, a partir deste período até os dias atuais, um fator primordial para o seu aprimoramento e sua manutenção no mercado de forma competitiva. Ao mesmo tempo, a partir de maio de 2013, os FII passaram a divulgar seus Informes Mensais de forma mais padronizada e completa, conforme determinado pela CVM no Ofício-Circular nº 05 de 07/03/2013. Segundo este Ofício, “a padronização do Informe Mensal

dos fundos imobiliários visa à prestação adequada de informações sobre a composição da carteira aos investidores desses fundos. O formato único de apresentação também permitirá ao mercado maior comparabilidade entre os diversos tipos de FII e, conseqüentemente, a tomada de decisões em bases mais refletidas”.

2. METODOLOGIA

2.1. Pesquisa Explicativa

Segundo Barros e Lehfeld (2007) “a metodologia científica corresponde a um conjunto de procedimentos a serem utilizados na obtenção do conhecimento”. Almeida, Abreu e Varella (2015), por sua vez, afirmam que metodologia é “a aplicação do método, por meio de processos e técnicas que garantem a legitimidade do saber obtido”. Para eles, “a metodologia é, sobretudo, uma ferramenta analítica utilizada para descrever e discutir o objeto escolhido, e a teoria, uma espécie de fundamentação conceitual desse objeto, com algumas generalizações sobre o tema em espécie”. Os autores concluem que “não existe uma metodologia definitiva e apropriada para todas as pesquisas”. Ainda segundo estes, “ao contrário, os instrumentos conceituais e teóricos variam conforme o campo e a construção do objeto”.

O trabalho utilizou, como procedimento metodológico, a chamada Pesquisa Explicativa. Segundo Gil (1999), “a Pesquisa Explicativa tem como objetivo básico a identificação dos fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência de um fenômeno”. Ainda sobre a referida metodologia, Lakatos e Marconi (2001) estabelecem que “este tipo de pesquisa visa estabelecer relações de causa-efeito por meio da manipulação direta das variáveis relativas ao objeto de estudo, buscando identificar as causas do fenômeno”.

2.2. Fontes de Pesquisa: Dados Qualitativos e Quantitativos

Em linha, portanto, com a Metodologia em questão, foram identificadas quais fontes poderiam fornecer as informações necessárias para a obtenção, primeiramente, dos dados quantitativos, ou seja, dos valores que proporcionariam o alcance dos Resultados a serem analisados e, em um segundo momento, dos dados qualitativos, portanto, fontes que analisam os panoramas aos quais os FII e os mercados de seus ativos “tijolo” estão submetidos.

Tratando primeiramente dos dados quantitativos, foi pesquisado inicialmente o *site* da BM&F Bovespa na internet, tendo em vista que neste portal é possível encontrar, de forma bastante prática, todos os FII listados, assim como documentos por estes publicados. O endereço para acessar os FII listados na BM&F Bovespa é:

http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/fundos-de-investimentos/fii/fiis-listados/

Dentro das áreas destinadas a cada FII nesta página da internet, existe uma aba denominada “Dem. Financeiras e Relatórios”, na qual é possível encontrar os Informes Mensais e os Relatórios Mensais dos FII, assim como outros documentos lá disponibilizados. O trabalho focou os documentos aqui citados.

O trabalho contou com a consulta de aproximadamente 740 documentos, entre Informes e Relatórios Mensais, para a composição dos dados quantitativos. Considerando que cada conjunto de dois documentos, mais os dados sobre o Valor Mensal Médio das Cotas (VMM), obtido na Revista Exame Online, informa ao menos 10 dados, sem considerar os Resultados obtidos a partir destes, foi realizada uma tabulação inicial no aplicativo MS/Excel com 3.700 valores aproximadamente. E se considerarmos que, para cada FII e cada mês, foram acrescentados mais

seis Resultados, a tabulação do trabalho alcançou um total aproximado de 5.920 valores. O endereço da Revista Exame Online, para acessar os valores das cotas dos FII, é:

<http://exame.abril.com.br/mercados/cotacoes-bovespa/fundos/>

Outro *site* que, em muito, auxiliou o trabalho, é o FII'S, cujo endereço é: <http://fiis.com.br/>

2.2.1. Informes e Relatórios Mensais dos FII

Conforme disposto no Ofício CVM nº 05/2013, e já informado anteriormente, os FII tiveram que, a partir de maio de 2013, padronizar seus Informes Mensais, o que facilitou de forma significativa a obtenção de dados como:

- Patrimônio Líquido (PL);
- Rentabilidade do Período (RP);
- Valor Total Investido em Ativos (VTI);
- Valor dos Imóveis para Renda Acabados (VIR);
- Valores à Receber (VR);
- Contas a Receber por Aluguéis (CRA); e
- Rendimentos a distribuir (RD).

Já nos Relatórios Mensais dos FII é possível obter dados como:

- Taxa de Ocupação (TO), ou Vacância (TV), dependendo do Relatório;
- Número Atualizado de Cotas (NC);
- Número de Cotas Negociadas (NCN); e
- Volume Negociado (VN).

Quanto à “Rentabilidade do Período” (que consta no Informe) esta é, de modo geral, definida pelos FII como sendo o PL do mês, acrescido dos resultados de caixa (receitas, quando entram recursos e/ou despesas quando saem recursos) dividido pelo PL do mês anterior. Com relação à “Taxa de Ocupação” (ou de Vacância, como aparece em alguns Relatórios), esta apresentou-se, em alguns casos, em função da Área Bruta Locável (ABL), e, em outros, em função do potencial de receita de locação (chamado nos Relatórios de “Vacância Financeira”). Tais percentuais, quando apresentados em conjunto por algum FII, mostravam-se relativamente aproximados entre si, o que fez com que, para efeito de cálculo, no Resultado consolidado, estes fossem considerados iguais, quando da ausência de um ou de outro.

É possível obter também, nos Relatórios Mensais dos FII, assim como em outros documentos por estes publicados, informações qualitativas, tanto dos imóveis que compõem suas carteiras, quanto dos mercados aos quais estes estão atrelados.

2.2.2. Resultados a partir dos Dados Obtidos

Após a obtenção dos dados por meio dos documentos já mencionados, para cada FII, o trabalho promoveu o cálculo dos seguintes Resultados, em percentuais, a partir das seguintes equações:

$$\begin{aligned} &\text{Eq. 1 - Total Investido em Imóveis para Renda Acabados (IRA)} \\ &\text{IRA} = \text{VIR} / \text{VTI} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} &\text{Eq. 2 - Rentabilidade Mensal da Locação (RML)} \\ &\text{RML} = \text{CRA} / \text{VIR} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} &\text{Eq. 3 - Rentabilidade Mensal da Cota (RMC)} \\ &\text{RMC} = \text{RD} / (\text{VMC} * \text{NC}) \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} &\text{Eq. 4 - Variação Acumulada do Valor Mensal das Cotas (VAV)} \\ &\text{VAV}_{\text{mês 2}} = ((\text{VMC}_{\text{mês 2}} / \text{VMC}_{\text{mês 1}}) - 100\%) + \text{VAV}_{\text{mês 1}} \end{aligned} \quad (4)$$

Conforme anteriormente citado, a Rentabilidade do Período (RP), segundo cálculos dos próprios FII, já é disponibilizada pelo Informe Mensal. Já a Taxa de Ocupação (TO) é disponibilizada pelo Relatório Mensal. Em suma, foram obtidos os seguintes Resultados dos FII:

- Total Investido em Imóveis para Renda Acabados (IRA);
- Rentabilidade Mensal da Locação (RML);
- Rentabilidade Mensal da Cota (RMC);
- Variação Acumulada do Valor Mensal das Cotas (VAV);
- Rentabilidade do Período (RP); e
- Taxa de Ocupação (TO).

Estes Resultados foram obtidos individualmente, por FII, e cada um destes foi agrupado aos demais de sua categoria “monotijolo”. O passo seguinte foi calcular, ainda no aplicativo M/S Excel, as Médias Ponderadas de cada Resultado por grupo, no qual os fatores de ponderação foram os próprios PL dos FII.

Eq. 5 – Média Ponderada (MP) para dois FII de mesma categoria (exemplo utilizando dois FII):

$$\text{MP} = ((\text{Dado FII A} * \text{PL FII A}) + (\text{Dado FII B} * \text{PL FII B})) / (\text{PL FII A} + \text{PL FII B}) \quad (5)$$

O Quadro 2, a seguir, apresenta o modelo da planilha que foi utilizada no estudo para a inserção dos dados coletados para a realização dos cálculos que proporcionaram os Resultados (dados calculados). Posteriormente, na mesma planilha, foi realizado o cálculo das Médias Ponderadas.

Quadro 2 – Planilha de Tabulação de Dados e Resultados

		FII A e FII B		mai/14	jun/14	jul/14	ago/14	set/14	
		DADOS COLETADOS	DADOS CALCULADOS						
FII A	1	Imóveis para Renda Acabados - VIR (R\$)							
	2	Contas a Receber de Aluguéis - CRA (R\$/mês)							
	3	Rentabilidade Mensal da Locação - RML (%)							
	4	Total Investido em Ativos - VTI (R\$)							
	5	Total dos Valores a Receber - VR (R\$)							
	6	Total Investido Imóveis para Renda Acabados - IRA (%)							
	7	Taxa de Ocupação - TO (%)							
	8	Número de Cotas - NC (Qde)							
	9	Valor Médio das Cotas - VMC (R\$/mês)							
	10	Varição Acumulada do Valor Mensal das Cotas - VAV							
	11	Rendimentos a Distribuir - RD (R\$/mês)							
	12	Rentabilidade Mensal da Cota - RMC (%)							
	15	Rentabilidade do Período - RP (%)							
	16	Patrimônio Líquido - PL (R\$)							
	FII B	1	Imóveis para Renda Acabados - VIR (R\$)						
		2	Contas a Receber de Aluguéis - CRA (R\$/mês)						
3		Rentabilidade Mensal da Locação - RML (%)							
4		Total Investido em Ativos - VTI (R\$)							
5		Total dos Valores a Receber - VR (R\$)							
6		Total Investido Imóveis para Renda Acabados - IRA (%)							
7		Taxa de Ocupação - TO (%)							
8		Número de Cotas - NC (Qde)							
9		Valor Médio das Cotas - VMC (R\$/mês)							
10		Varição Acumulada do Valor Mensal das Cotas - VAV							
11		Rendimentos a Distribuir - RD (R\$/mês)							
12		Rentabilidade Mensal da Cota - RMC (%)							
15		Rentabilidade do Período - RP (%)							
16		Patrimônio Líquido - PL (R\$)							
MÉDIAS PONDERADAS (FII A e FII B)				mai/14	jun/14	jul/14	ago/14	set/14	
		DADOS COLETADOS	DADOS CALCULADOS						
MÉDIA PONDERADA (FII A e FII B) = ((DADO FII A * PL FII A) + (DADO FII B * PL FII B)) / (PL FII A + PL FII B)	1	Imóveis para Renda Acabados - VIR (R\$)							
	2	Contas a Receber de Aluguéis - CRA (R\$/mês)							
	3	Rentabilidade Mensal da Locação - RML (%)							
	4	Total Investido em Ativos - VTI (R\$)							
	5	Total dos Valores a Receber - VR (R\$)							
	6	Total Investido Imóveis para Renda Acabados - IRA (%)							
	7	Taxa de Ocupação - TO (%)							
	8	Número de Cotas - NC (Qde)							
	9	Valor Médio das Cotas - VMC (R\$/mês)							
	10	Varição Acumulada do Valor Mensal das Cotas - VAV							
	11	Rendimentos a Distribuir - RD (R\$/mês)							
	12	Rentabilidade Mensal da Cota - RMC (%)							
	15	Rentabilidade do Período - RP (%)							
	16	Patrimônio Líquido - PL (R\$)							

Quadro elaborado pelo Autor.

2.2.3. Dados a Coletar não Encontrados

Ao longo do processo de tabulação dos dados “a coletar”, alguns destes não foram, nos momentos em que foram procurados, aparentemente encontrados ou identificados (a) nas fontes então pesquisadas ou (b) nos documentos nestas disponibilizados. A busca pelos dados ocorreu com base nos critérios pré-estabelecidos da pesquisa, ou seja, de identificação exclusivamente nos Informes ou Relatórios Mensais (com exceção dada aos Valores Médios das Cotas - VMC), e considerando ainda, no caso dos Informes Mensais, os dados e o documento dentro do padrão do Ofício CVM nº 05/2013. Esta busca ocorreu essencialmente nas seguintes fontes: *site* da BM&F Bovespa e *site* fiis.com.br, dois portais na internet que congregam o conjunto de FII, e que são bastante organizados e completos, razão pela qual foram escolhidos para a pesquisa.

É importante destacar que a não identificação dos dados, no ato da consulta, não significa, de maneira alguma, que os mesmos não existem ou que não foram divulgados ou publicados, tanto pelos FII quanto pelos *sites* pesquisados. As ausências em questão podem ter sido resultado até mesmo eventual falha no processo de pesquisa e coleta dos dados que culminou neste estudo, tendo em vista, por exemplo, a quantidade de documentos a analisar e de dados a tabular, apesar de todo o empenho e atenção que foram dados ao longo do trabalho.

Feito este importante esclarecimento, do total que se pretendeu coletar, ou seja, de 3.700 dados, aproximadamente 341 não foram encontrados, o que representa uma ausência aproximada, na tabulação inicial, da ordem de 9,2%. Deste percentual, 306 (8,2%) fariam parte do grupo de Galpões Industriais, estando 64 (1,7%) no período entre maio e agosto de 2013, 32 (0,9%) entre setembro e dezembro de 2013 e 178 (4,8%) entre janeiro e novembro de 2014. Os demais dados “a coletar” (67 restantes, ou seja, 1,8%) ausentes na tabulação, e que estão tanto do grupo de Galpões Industriais quanto no de Escritórios Corporativos, estão mais bem distribuídos ao longo do período. É importante, neste caso, não confundir os percentuais de dados ausentes com o conceito estatístico de “Margem de Erro”, conceito este não trabalhado neste estudo.

Vale ressaltar também que não identificações, em especial, de Informes Mensais, acarretaram em não incluir nenhum dos dados (ou seja, dados deste documento e dos demais) do FII em questão nas médias ponderadas mensais do grupo ao qual este pertence nos referidos meses em que isto (não identificação) ocorreu. Isto pode, de certa forma, ter proporcionado, em maior ou menor grau (dependendo do percentual de ausências e do nível de concentração destas em grupos ou períodos) eventuais distorções nos resultados finais e, por conseguinte, nas análises e interpretações.

2.2.4. Diagnósticos do Mercado

De forma a auxiliar na interpretação dos Resultados obtidos quantitativamente, o trabalho contou com publicações acadêmicas e dos mercados correlatos, tais como os Anuários da Uqbar, trabalhos do NRE-Poli e dados da ANBIMA, entre outros.

3. DISCUSSÃO

3.1. Cronograma da Discussão

Esta etapa do trabalho procurou, primeiramente, estabelecer um panorama geral dos mercados de Galpões Industriais e Escritórios Corporativos. Na segunda parte, foi elaborado um breve resumo dos FII que compõem o estudo e, por fim, (terceira parte) feita uma análise comparativa entre os Resultados dos dois grupos de categorias de ativos.

3.2. Terceira Parte: Regressão Linear

De forma a simplificar, viabilizando assim a análise comparativa dos Resultados tabulados ao longo do tempo, o estudo utilizou a ferramenta estatística denominada Regressão Linear, na qual é possível estabelecer, no Plano Cartesiano, ou seja, nos gráficos de eixos “Resultados x tempo” (caso específico deste estudo), retas do tipo $a \cdot x + b - y = 0$, onde “x” é o “tempo” e “y”, por sua vez, os “Resultados” (sendo, portanto, $y = f(x)$). Estas retas, chamadas de Linhas de Tendência, são obtidas por meio de um cálculo conhecido como Método dos Mínimos Quadrados – MMQ, e que, no caso deste trabalho, foi executado automaticamente pelo MS/Excel, não tendo sido necessária, portanto, a aplicação de sua fórmula matemática.

O MMQ utiliza como “inputs” os pontos $P(x,y)$ dispersos sobre a forma de nuvem no Plano Cartesiano. Seu cálculo possibilita determinar quais são os valores de “a” e “b” da equação da reta que seja, representativamente, mais apropriada (onde “a” é o coeficiente angular e “b” o ponto em y quando $x = 0$). Ou seja, determina a reta, no Plano Cartesiano, cujas distâncias entre seus pontos e os pontos da nuvem são, mês a mês, e em conjunto, as menores possíveis dentre todas as possibilidades de retas existentes. A Linha de Tendência é, portanto, uma “simplificação” estatística do formato gráfico dos Resultados tabulados ao longo do tempo, ou seja, um “caminho”, em linha reta, que representa, de forma simplificada, a nuvem de pontos obtida a partir da coleta de dados e dos cálculos dos Resultados. Isto possibilitou verificar, visualmente, quais foram os “incrementos” nos Resultados (y) na medida em que os meses (x) avançavam.

3.3. Mercados dos Ativos do Estudo

3.3.1. Galpões Industriais

De acordo com o CM-NRE (20/06/2013) os mercados mais significativos para os Condomínios Industriais e Centros Logísticos destinados à renda de locação são São Paulo e Rio de Janeiro. O documento cita que, além destes estados, outros mercados têm destaque, em especial no segmento de locação: Regiões Metropolitanas de Curitiba e de Belo Horizonte, parte do interior de Minas Gerais, Distrito Industrial de Manaus e a Zona Portuária de Suape, em Pernambuco. O Comitê destaca ainda que no Rio de Janeiro, ao longo da Rodovia Presidente Dutra, observam-se as maiores concentrações de empreendimentos, e que, em São Paulo, os principais eixos do setor estão nas Rodovias Castelo Branco, Anhanguera, Bandeirantes, D. Pedro I, Fernão Dias e Presidente Dutra. Por fim, o documento informa que o entorno da Grande São Paulo é a região onde há maior concentração de consumidores e produtores, sendo esta a região onde se observam os maiores valores de locação e retorno.

3.3.2. Escritórios Corporativos

Ainda de acordo com o CM-NRE (20/06/2013), São Paulo é o estado onde se localiza o maior estoque de edifícios de Escritórios, e também onde estão os de melhores especificações técnicas. Atrás de São Paulo estão o Rio de Janeiro e Brasília, enquanto que os demais mercados apresentam estoques menores e de qualidade e valores inferiores. Ainda segundo o documento, os destaques de São Paulo e Rio de Janeiro ocorrem, possivelmente, devido à grande presença de sedes corporativas nestas cidades. A Tabela 1, a seguir, apresenta a distribuição do mercado nacional em 2013.

Tabela 1: Edifícios de Escritórios Comerciais para Locação (2013)

Municípios	Estoques Totais (milhões de m²)
São Paulo	12,3
Rio de Janeiro	6,3
Brasília	3,2
Belo Horizonte	2,5
Curitiba	1,7
Porto Alegre	1,7

Fonte: BR Properties (2013, apud CM-NRE, 20/06/2013). Tabela elaborada pelo Autor.

3.4. FII que Compõem o Estudo

3.4.1. FII de Galpões Industriais

3.4.1.1. SDI Logística Rio (SDIL11)

Objetivo: “O Fundo é proprietário do centro logístico Multi Modal Duque de Caxias, localizado no município de Duque de Caxias, Estado do Rio de Janeiro, e tem por objetivo principal proporcionar aos cotistas remuneração por meio de renda obtida da locação do empreendimento”. (Texto do Administrador do FII, retirado de Relatório Mensal de março/2016).

- CNPJ: 16.671.412/0001-93
- Administrador: Citibank DTVM S.A.
- Data de início do Fundo: 14/11/2012
- PL (maio/2016): R\$ 136,1 milhões

3.4.1.2. CSHG Logística (HGLG11)

Objetivo: “O CSHG Logística FII tem como objetivo auferir ganhos pela aquisição, para exploração comercial, de imóveis com potencial geração de renda, predominantemente Galpões logísticos e industriais”. (Texto do Administrador do FII, retirado de Relatório Mensal de março/2016).

- CNPJ: 11.728.688/0001-47
- Administrador: CSHG Corretora de Valores S.A.
- Data de início do Fundo: 30/04/2010
- PL (maio/2016): R\$ 359,6 milhões

3.4.1.3. Industrial do Brasil (FIIB11)

Objetivo: “O Fundo de Investimento Imobiliário Industrial do Brasil (FIIB) foi constituído em 29/07/2011, através da cisão parcial do patrimônio do FP. F Andrômeda Fundo de Investimento Imobiliário. O empreendimento em que o Fundo vem concentrando seus investimentos, denominado “Perini Business Park”, é um condomínio industrial idealizado na forma de Galpões industriais com áreas que podem ser locadas em módulos a partir de 509 m² (quinhentos e nove metros quadrados)”. (Texto do Administrador do FII, retirado de Relatório Mensal de março/2016).

- CNPJ: 14.217.108/0001-45
- Administrador: Coinvalores CCVM Ltda
- Data de início do Fundo: 29/07/2011
- PL (maio/2016): R\$ 241,6 milhões

3.4.1.4. TRX Realty Logística Renda I (TRXL11)

Objetivo: “Aquisição de direitos reais relativos a imóveis de natureza comercial, construídos e destinados à operação de armazéns logísticos e plantas industriais. Os imóveis adquiridos pelo fundo apresentam tendência de valorização de longo prazo e localização próxima a grandes centros, em importantes polos industriais e logísticos e principais vias de escoamento de cada região. Também devem estar locados para inquilinos aprovados após avaliação de risco de crédito, preferencialmente por meio de contratos de longo prazo”. (Texto do Administrador do FII, retirado de Relatório Mensal de março/2016).

- CNPJ: 11.839.593/0001-09
- Administrador: Oliveira Trust DTVM S.A.
- Data de início do Fundo: 04/08/2010
- PL (maio/2016): R\$ 142,2 milhões

3.4.1.5. Europar (Euro11)

Objetivo: O FII “foi constituído em dezembro de 2002 tendo como objetivo investir em imóveis comerciais e industriais destinados à locação. Atualmente o patrimônio do EUROPAR está composto 1 Torre de Teste de Elevadores e por 5 Galpões Logísticos, sendo 3 em São Paulo e 2 do Rio de Janeiro”. (Texto do Administrador do FII, retirado de Relatório Mensal de março/2016).

- CNPJ: 05.437.916/0001-27
- Administrador: Coinvalores CCVM Ltda
- Data de início do Fundo: 03/12/2002
- PL (maio/2016): R\$ 124,2 milhões

3.4.2. FII de Escritórios Corporativos

3.4.2.1. BTG Pactual Corporate Office Fund (BRCR11)

Objetivo: O BTG Pactual Corporate Office Fund “é o maior fundo de investimento imobiliário listado em bolsa do Brasil. O fundo foi constituído em junho de 2007 e, desde então, adota uma gestão ativa de sua carteira, com o objetivo primordial de investir em Escritórios comerciais de laje corporativa com renda no Brasil, estrategicamente localizados em grandes centros comerciais, por meio da aquisição de imóveis comerciais de Escritórios ou direitos relativos a imóveis, prontos ou em fase final de construção” (Texto do Administrador do FII, retirado de Relatório Mensal de março/2016).

- CNPJ: 08.924.783/0001-01
- Administrador: BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM
- Data de início do Fundo: 21/05/2007
- PL (maio/2016): R\$ 2,27 bilhões

3.4.2.2. TB Office (TBOF11)

Objetivo: “Investimento em empreendimentos imobiliários, inicialmente por meio da aquisição de até 100% do empreendimento comercial Edifício Tower Bridge Corporate. O Fundo poderá, ainda, adquirir outros imóveis comerciais, prontos ou em construção, terrenos, vagas de garagem, outros tipos de imóveis onde poderão ser desenvolvidos empreendimentos comerciais ou direitos relativos a imóveis todos com a finalidade de venda, locação típica ou atípica, arrendamento ou exploração do direito de superfície das unidades comerciais”. (Texto do Administrador do FII, retirado de Relatório Mensal de março/2016).

- CNPJ: 17.365.105/0001-47
- Administrador: BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM
- Data de início do Fundo: 07/06/2013
- PL (maio/2016): R\$ 726,9 milhões

3.4.2.3. CSHG Real Estate (HGRE11)

Objetivo: “O CSHG Real Estate FII tem como objetivo auferir ganhos pela aquisição, para exploração comercial, de imóveis com potencial geração de renda, predominantemente lajes corporativas”. (Texto do Administrador do FII, retirado de Relatório Mensal de março/2016).

- CNPJ: 09.072.017/0001-29
- Administrador: CSHG Corretora de Valores S.A.
- Data de início do Fundo: 28/04/2008
- PL (maio/2016): R\$ 1,11 bilhão

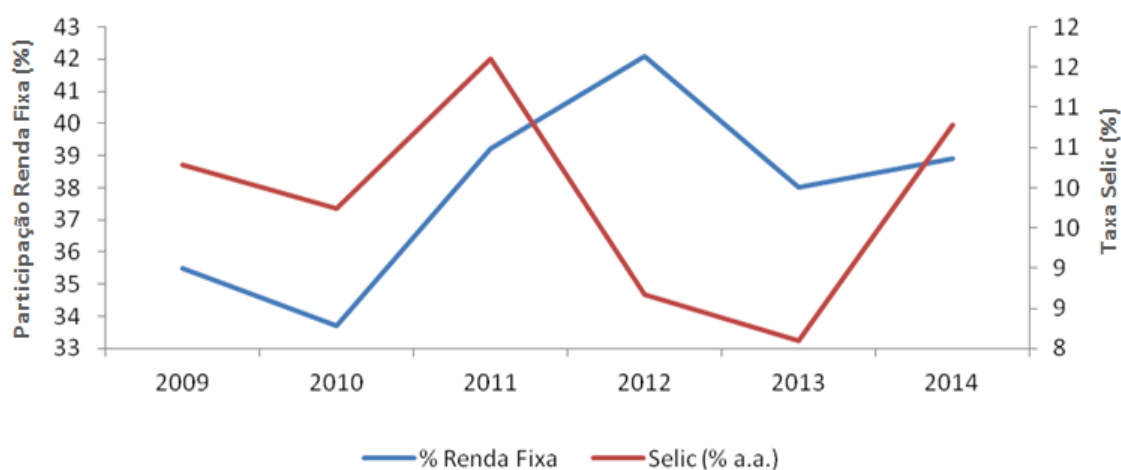
3.4.2.4. BB Progressivo (BBFI11)

“O Fundo é destinado a pessoas físicas e jurídicas com objetivo de investimento de longo prazo, remunerado a partir da locação de imóveis comerciais. Possui dois imóveis em seus ativos: um em Brasília, localizado no Setor Bancário Sul, Quadra 01, Bloco “A” (Edifício Sede I), e outro no Rio de Janeiro, localizado na Rua Gomes Braga, 65, com entrada suplementar pela Rua Barão São Francisco, 177 (Centro Administrativo do Andaraí)”. (Texto do Administrador do FII, retirado de Relatório Mensal de fevereiro/2016).

- CNPJ: 07.000.400/0001-46
- Administrador: Caixa Econômica Federal
- Data de início do Fundo: 26/07/2004
- PL (maio/2016): R\$ 494,6 milhões

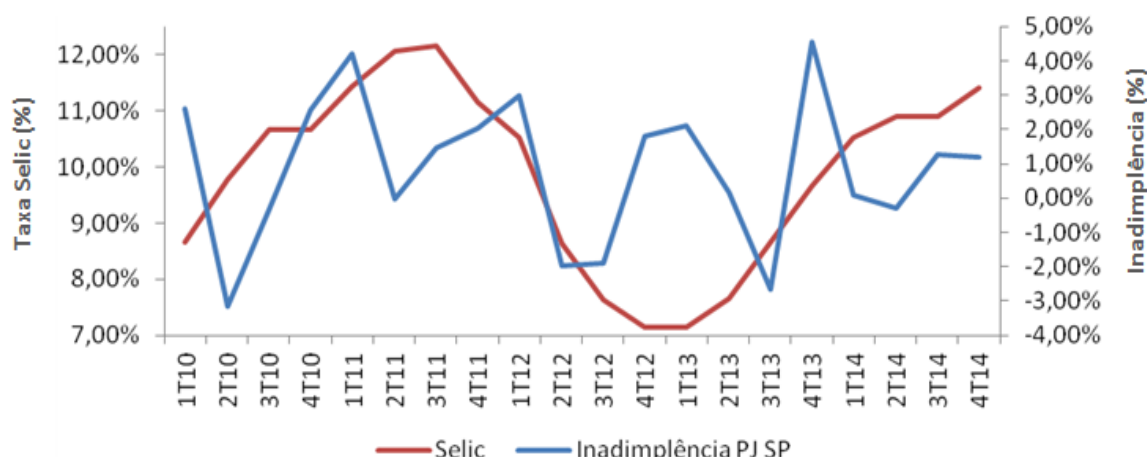
A partir do Gráfico 8 é possível constatar que, para ambos os grupos, vem ocorrendo uma tendência de redução dos percentuais destinados a imóveis acabados para renda, ou seja, ativos “tijolo”. Uma provável razão para tal ocorrência pode estar no fato de que ativos indexados à Selic, tais como os Fundos de Renda Fixa com lastro imobiliário (exemplos são as LCI) vêm se tornando mais atrativos no momento em que se procuram incrementos nas rentabilidades. Segundo a ANBIMA (2014), “uma alternativa utilizada por alguns FII para potencializar a rentabilidade da carteira é o emprego de estruturas de securitização na aquisição de imóveis, através da cessão dos recebíveis decorrentes dos pagamentos de aluguel pelo locatário para uma companhia securitizadora”. Ao mesmo tempo, a locação direta, em tempos de crise, se torna um risco, tanto no que diz respeito à vacância quanto em relação à inadimplência. Ou seja, a Selic em alta, ao mesmo tempo em que torna o crédito mais caro, barrando a expansão das empresas, inclusive na condição de locatárias, o que atinge diretamente ambos os setores analisados, remunera melhor quem detém títulos a ela indexados. Trata-se, portanto, de um duplo efeito. Certamente, uma “dosagem” entre “tijolo” e “papéis”, como fazem os FII que não aportam todos os recursos diretamente em imóveis, pode reduzir razoavelmente os riscos, ainda mais se considerarmos o histórico brasileiro de oscilação da Selic. Sobre esta oscilação, Paes (2014) afirma que “desde os anos oitenta a política monetária brasileira tem sido orientada por metas formais ou informais sobre a taxa de juros. Nos anos de 1980 a explicação de altas taxas de juros era voltada para a alta inflação, restrição externa e déficits fiscais. Após a estabilização com o Plano Real, as taxas de juros foram estimuladas para atrair o capital externo necessário à manutenção da “âncora cambial do Real” e a partir da crise cambial de 1999, com a adoção do tripé de política econômica baseado no câmbio flexível, superávit primário e metas para a inflação, o argumento para as altas taxas de juros têm sido a contração de demanda e, através dessa, o controle inflacionário”. O Gráfico 9, a seguir, mostra como variou a participação dos Fundos de Renda Fixa, no total de investimentos realizados, quando a Selic também variou. Já o Gráfico 10, em sequência, mostra como a inadimplência das pessoas jurídicas, público-alvo das categorias de FII aqui estudadas, variou em função da Selic.

Gráfico 9: Brasil: Participação dos Fundos de Renda Fixa e variação da Taxa Selic (2009-2014)



Fonte: EID Jr. (2014) e BACEN (2015). Gráfico elaborado pelo autor.

Gráfico 10: Variação da Taxa Selic e da Inadimplência de Pessoas Jurídicas – SP (1T10-4T14)



Fontes: BACEN (2015) e SERASA (2015). Gráfico elaborado pelo Autor.

Outro ponto importante, a se destacar ainda a partir do Gráfico 8, é a maior participação de ativos “tijolo” no grupo de FII de Galpões que no grupo de FII de Escritórios por todo o período analisado, mantendo a diferença, na média, em torno de 10%. E, ainda pelo Gráfico 8, é possível notar que esta diferença se manteve praticamente inalterada por todo o período.

3.5.2. Rentabilidade Mensal da Locação (RML)

A “Rentabilidade Mensal da Locação” (RML) é um percentual obtido a partir da razão entre o valor das “Contas a Receber de Alugéis” (CRA) e o valor dos “Imóveis para Renda Acabados” (VIR). Este dado mostra o quanto foi recebido mensalmente pela locação dos ativos “tijolo”.

Gráfico 11: Rentabilidade Mensal da Locação considerando a Vacância (2013-2016)

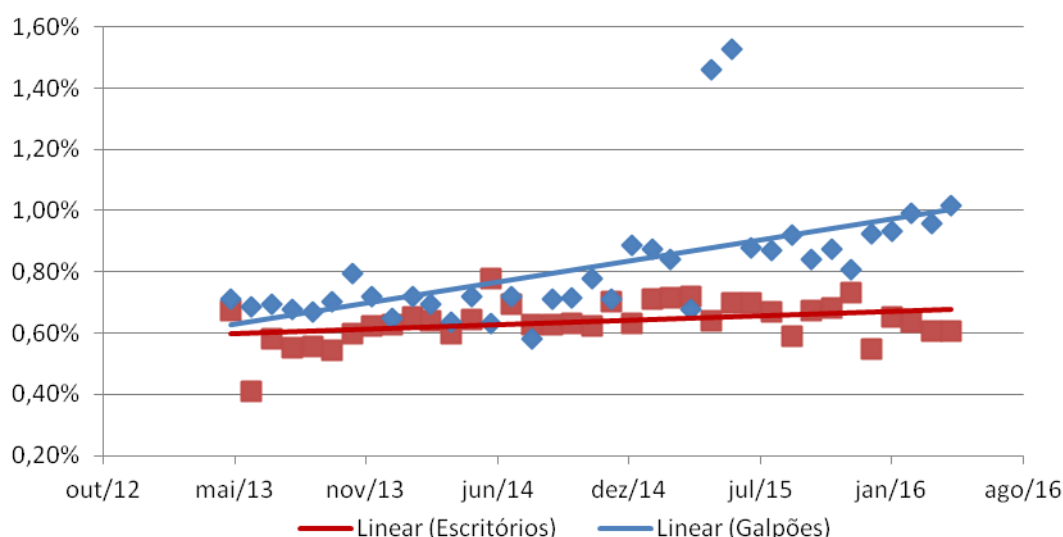


Gráfico elaborado pelo Autor.

A partir do Gráfico 11 é possível observar que, ao longo do período estudado, o grupo dos FII de Galpões teve uma tendência de rentabilidade, sobre os ativos locados, maior que o grupo de Escritórios, considerando, neste caso, os efeitos da taxa de ocupação. Ou seja, havendo um número maior de imóveis vazios, reduz-se ainda mais as receitas obtidas pelos FII e, por conseguinte, suas rentabilidades.

No início do período, as rentabilidades dos grupos estavam bem próximas umas das outras, mas, ao longo dos meses, foi havendo um distanciamento cada vez maior, no qual o grupo de Galpões alcançou um percentual em torno de 1% ao mês. Já o grupo de Escritórios manteve-se em patamar entre 0,6% e 0,8% ao mês. Uma possível explicação para o distanciamento entre as Linhas de Tendência ao longo do período pode estar no fato dos imóveis de Escritório serem de mais fácil substituição (substituição de imóveis locados para o pagamento de aluguéis mais baratos) e renegociação de preços de locação, em eventuais crises, que os Galpões Industriais. Entretanto, vale salientar que a quantidade e diversidade de locatários dos FII de Escritórios é, possivelmente, maior que a de Galpões, o que reduz consideravelmente os riscos de inadimplência, assim como de dependência de determinado ocupante. O Gráfico 12, a seguir, mostra, por sua vez, como teria sido a rentabilidade dos dois grupos, caso as ocupações dos seus imóveis estivessem em 100%. Para a obtenção destes Resultados, utilizou-se os dados do Gráfico 10, dividindo-os, mês a mês, pela respectiva Taxa de Ocupação.

Gráfico 12: Rentabilidade Mensal da Locação desconsiderando a Vacância (2013-2016)

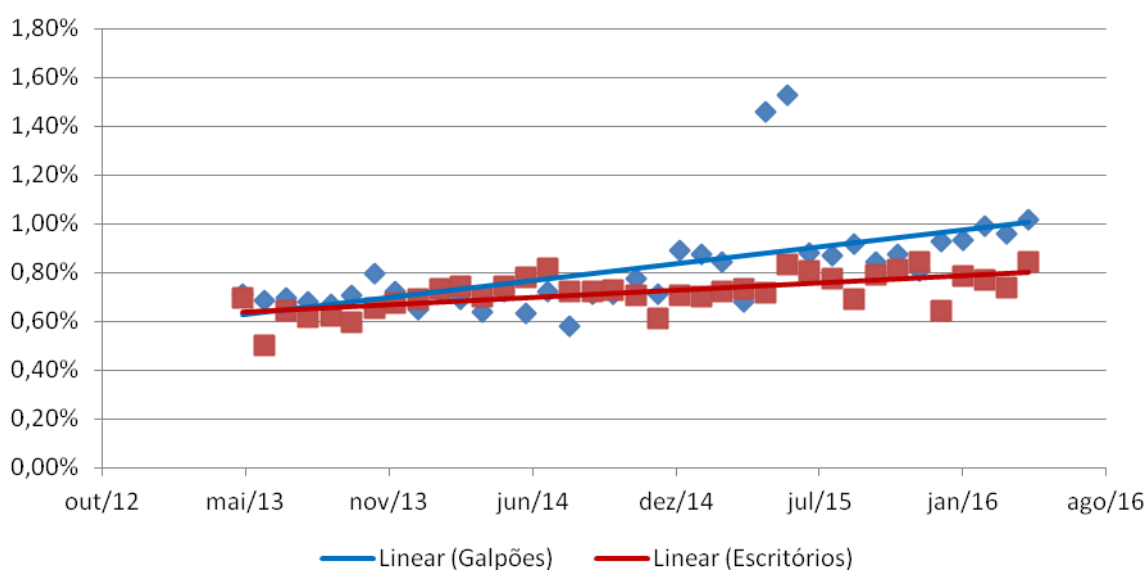


Gráfico elaborado pelo Autor.

Neste caso, é possível observar que os Resultados dos FII de Galpões permaneceram praticamente inalterados, ao passo que os FII de Escritórios elevaram sua rentabilidade. Isto pode ser explicado, conforme o Gráfico 13 a seguir, pelo fato dos FII de Galpões terem sua Linha de Tendência, da Taxa de Ocupação, praticamente paralela ao eixo das abscissas, diferentemente dos FII de Escritórios, que tiveram uma queda na Linha de Tendência deste Resultado.

A partir do Gráfico 14 é possível observar que houve uma elevação maior da Rentabilidade Mensal das Cotas dos FII de Escritórios que dos FII de Galpões. Este movimento pode ser resultado tanto de uma elevação na rentabilidade de outros ativos “não-tijolo”, distribuindo assim, aos cotistas, maiores rendimentos (destacando que o grupo de Escritórios possui um percentual de ativos, desta natureza, maior que o grupo de Galpões) quanto da desvalorização das cotas no mercado secundário.

3.5.4. Variação Acumulada do Valor Mensal Médio das Cotas (VAV)

Este Resultado percentual advém da soma das variações obtidas a partir dos valores médios mensais das cotas dos FII no mercado secundário.

Gráfico 15: Variação Acumulada do Valor Mensal Médio das Cotas (2013-2016)

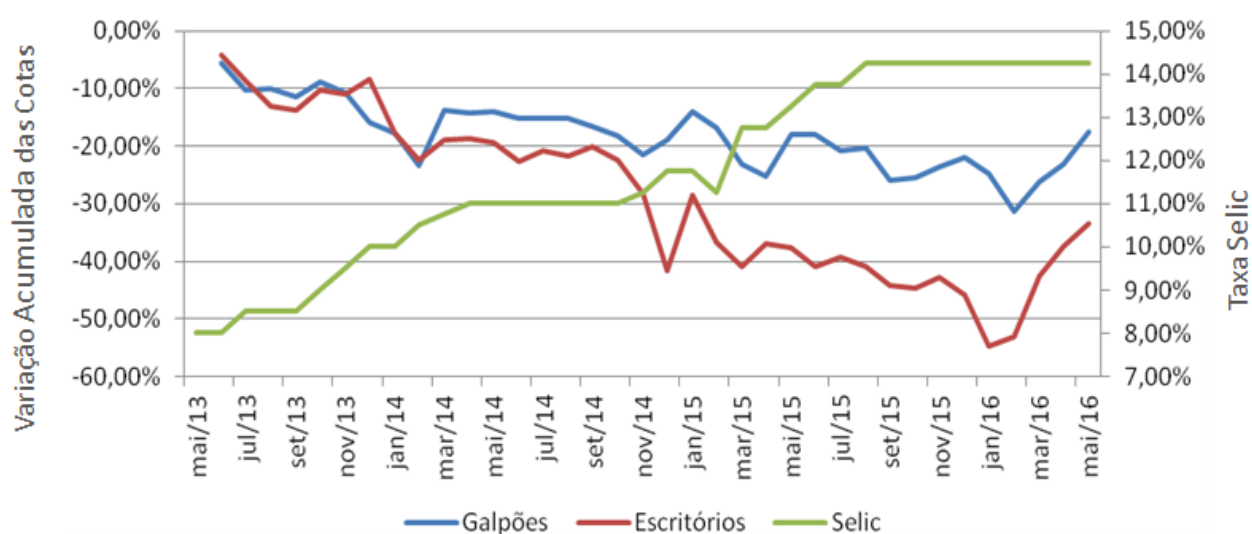


Gráfico elaborado pelo Autor.

A partir do Gráfico 15 é possível observar que, no período estudado, o grupo dos FII de Escritórios apresentou uma queda mais acentuada na variação acumulada do valor médio de suas cotas que o grupo dos FII de Galpões, apesar das curvas de ambos serem muito similares quanto aos “formatos”. Esta similaridade pode significar, por exemplo, que ambos os grupos “reagem” aos mesmos eventos, mas de forma distinta. O Gráfico mostra também a retomada da Taxa Selic aos patamares acima dos 10% ao ano. É importante notar como a Selic “concorre” com as demais curvas, o que pode sinalizar uma correlação negativa. Com relação a esta possível correlação, o CM-NRE (20/06/13) afirma que “o investimento imobiliário focando renda é criticamente impactado pela taxa de juros de referência e, portanto, se desenvolve rapidamente em épocas de estabilidade de inflação e juros e sofre em épocas de alta inflação e juros elevados”.

3.5.5. Rentabilidade do Período (RP)

De forma resumida, a Rentabilidade (RP) equivalente a um determinado mês, apresentada pelos FII, é calculada basicamente a partir dos PL presente e também passado (mês anterior), além do resultado (rendimentos) presente, da seguinte forma: adiciona-se, ao PL presente, o resultado mensal presente, que pode ser positivo ou negativo, devendo também, quando existentes, subtrair os valores referentes a novas emissões de cotas e somar os valores referentes a amortizações, ambos do referido mês, e divide-se o resultado deste cálculo (numerador) pelo PL do mês anterior (denominador). Desta razão subtrai-se 1 e multiplica-se tudo por 100 (resultado final em percentuais).

Gráfico 16: Rentabilidade do Período (2013-2016)

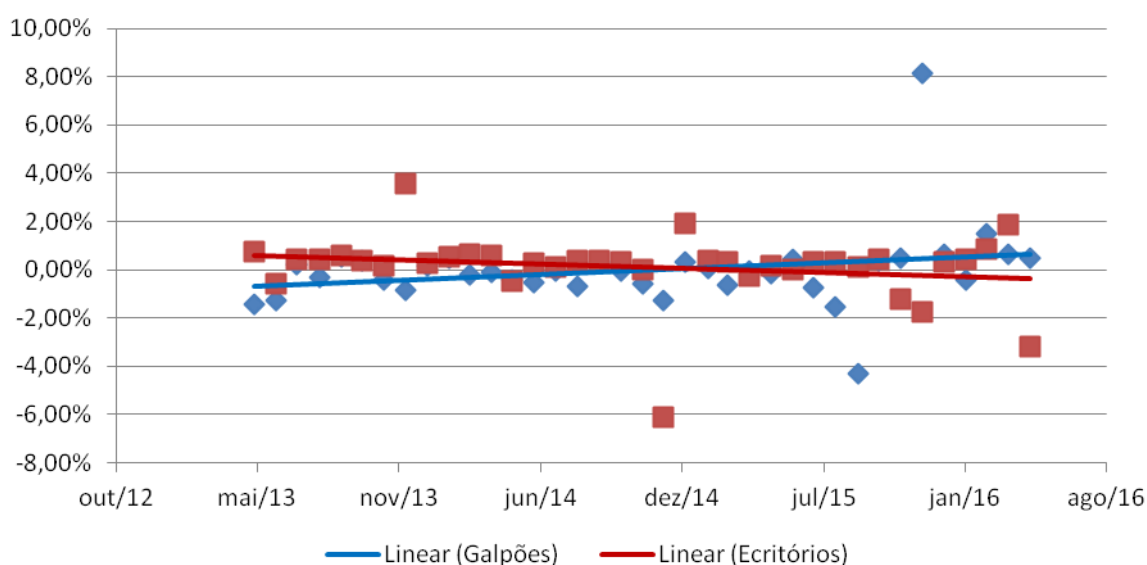


Gráfico elaborado pelo Autor.

A partir do Gráfico 16 é possível observar que ambos os grupos tiveram pouca variação em suas Rentabilidades (RP), sendo que ambas as Linhas de Tendência (LT) mantiveram-se próximas de zero e com variações, em módulo, entre 1% e 2% aproximadamente. A LT do grupo de Galpões apresentou uma variação ascendente no período, ao passo que, a LT grupo de Escritórios, uma variação descendente.

Considerando a definição de RP, acima apresentada, sua baixa variação pode ocorrer, por exemplo, por uma das duas razões a seguir: (a) conta de resultado próxima de zero ou igual à zero associada à baixa ou nula variação do PL ou (b) a variação negativa (ou positiva), em termos absolutos, da conta de resultado, ser muito próxima da variação positiva (ou negativa) do PL, também em termos absolutos. Ou seja, tanto em (a) quanto em (b) as razões que proporcionaram os Resultados estariam próximas de 1. Portanto: $(1 - 1) * 100 = 0$ (sem contar, é claro, valores referentes a novas emissões de cotas ou amortizações).

O PL depende da precificação de seus ativos e do seu passivo no balanço patrimonial, lembrando que ativos “tijolo” sofrem, periodicamente, processos de reavaliação. Já com relação à conta de resultados, ativos “tijolo” também geram impactos positivos ou negativos ao longo do tempo. Os positivos são, em geral, resultado das receitas de locação (ou seja, quando o imóvel está locado). Em tempos de vacância acentuada, pesam mais os resultados negativos, tendo em vista a geração de despesas adicionais, relativas, por exemplo, à IPTU e condomínio, além de despesas ordinárias (que são, em geral, pagas pelos ocupantes, quando estes existem). Quando o imóvel

está ocupado, as despesas ordinárias são arcadas pelos locatários, ao passo que as despesas extraordinárias, tais como *retrofit* e outras melhorias ou modernizações, arcadas pelos locadores, ou seja, os FII.

4. CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Antes que fossem levantados os dados dos FII, calculados, consolidados e apresentados os seus Resultados, assim como realizadas as análises comparativas pertinentes e o levantamento das hipóteses que os justificassem, o estudo procurou definir, conceitualmente, o produto FII no Brasil, ressaltando sua relevância e inserção no cenário econômico.

Foi também apresentada a metodologia adotada, procurando com isto demonstrar seu caráter científico, assim como foram também justificados os recortes temporal e amostral. Importante também, para a realização da pesquisa, foi a publicação do Ofício CVM nº 05/2013, que determinou que os FII apresentassem seus Informes Mensais de forma padronizada, o que tornou ainda mais clara a comunicação com os investidores e o entendimento destes.

4.1. Juros em alta: aportes em Selic

Com relação aos Resultados apresentados, foi possível, através do estudo, constatar que ambos os grupos de FII vêm promovendo uma redução dos percentuais de seus ativos destinados a imóveis acabados para renda, ou seja, seus ativos “tijolo”. Uma provável razão para que isto venha ocorrendo pode estar no fato de ativos indexados à Selic, tais como LCI, CRI e LH, estarem proporcionando, nos últimos anos, rentabilidades bastante atrativas. Além do fator “rentabilidade”, taxas de juros mais elevadas no mercado acabam também por reduzir a expansão das empresas, inclusive na condição de locatários, tanto em função da elevação dos custos para aquisição de capital fixo e de giro, como em função da redução da demanda agregada dos consumidores (famílias e outras empresas que adquirem seus produtos e serviços), comprometendo assim as receitas e elevando os riscos de inadimplência (falta de pagamento dos aluguéis).

4.2. Galpões: mais “tijolo” por Ativo

Outros dois pontos importantes, ainda com relação aos percentuais dos FII destinados a “tijolo” são: (a) o fato do grupo dos FII de Galpões manter, percentualmente, mais ativos desta natureza em seu portfólio que o grupo dos FII de Escritórios ao longo de todo o período analisado e (b) a diferença dos percentuais, de um para outro, ter sido mantida, também ao longo de todo o período, de maneira quase uniforme, na casa dos 10% (Linhas de Tendência).

4.3. Rentabilidade sobre os “tijolos” e Vacância: possível relação com a dependência do Imóvel

O estudo constatou também que o grupo dos FII de Galpões apresentou uma tendência de rentabilidade, sobre os ativos “tijolo”, maior que o grupo de Escritórios, tanto ao considerar os efeitos da taxa de ocupação quanto não os considerando. Vale ressaltar aqui que ambos os grupos tiveram elevação neste Resultado ao longo dos meses. Como a variação da Taxa de Ocupação (TO) do grupo de Galpões foi praticamente nula, em ambos os Gráficos (11 e 12, respectivamente com e sem os efeitos da TO), este grupo apresentou basicamente as mesmas inclinações em suas Linhas de Tendência. A diferença, por sua vez, nas inclinações das Linhas de Tendência do grupo de Escritórios, nos mesmos Gráficos, destacam sua variação positiva na TO. Quanto à maior inclinação do grupo de Galpões (Gráficos 11 e 12) esta talvez possa ser

explicada pelo fato de que, em momentos de crise, seja mais fácil para o ocupante de um imóvel de Escritórios Corporativos de alto padrão mudar-se para outro mais simples, mas que, em compensação, localiza-se nas mesmas imediações, ou mesmo ocupar somente parte do andar, até então utilizado na sua totalidade, do que para um locatário de Galpões.

Portanto, a maior possibilidade de substituição de imóvel, no caso dos Escritórios Corporativos, pode, sob esta hipótese, “pressionar” o locador deste grupo de ativos a aceitar eventuais renegociações dos valores dos aluguéis (para valores mais baixos). Já no caso dos Galpões Industriais, possivelmente, a mudança de local e imóvel envolverá muito mais prejuízos e custos, que vão além do chamado *fit-out* (custos de mudança e adaptação), do que ganhos, mantendo, portanto, mesmo em momentos de crise, seus locatários e os preços de locação em patamares iguais ou mesmo ascendentes. É importante, no caso dos Galpões, considerar também os aspectos geográficos e logísticos, como a proximidade de rodovias, áreas de carga e descarga de modais rodo-ferroviários e aéreos, além dos mercados consumidores e fornecedores, entre outros, o que pode, portanto, fazer dos ativos deste grupo, imóveis “únicos” para cada ocupante.

4.4. Rentabilidade das cotas: ganhos com Selic e desvalorização no mercado secundário

Quanto à rentabilidade das cotas, é possível observar que houve uma tendência de elevação maior no grupo dos FII de Escritórios que no grupo dos FII de Galpões, sendo que tal movimento pode ter sido Resultado tanto de uma elevação na rentabilidade de outros ativos “não tijolo”, tendo em vista que o primeiro grupo aporta mais recursos percentualmente neste tipo de investimento que o segundo, quanto da desvalorização das suas cotas no mercado secundário. Ou seja, neste contexto, a desvalorização das cotas dos FII de Escritórios acaba surgindo também como uma oportunidade para a aquisição de frações suplementares, proporcionando, assim, uma rentabilidade agregada mais elevada aos cotistas que as adquirirem.

4.5. Selic em alta: cotas dos FII em baixa

Mais uma vez é possível observar, no período estudado, que ambos os grupos vêm sofrendo, possivelmente, os mesmos efeitos dos cenários político-econômicos. O grupo dos FII de Escritórios apresentou, entretanto, uma queda mais acentuada na variação acumulada do valor médio de suas cotas no mercado secundário que o grupo dos FII de Galpões, apesar das curvas de ambos serem muito similares quanto aos “formatos”. Esta “coincidência” pode significar, por exemplo, que ambos os grupos estão sujeitos aos mesmos riscos de mercado, tais como desaceleração da economia, o que afeta, de maneira geral, o segmento de locações e impacta diretamente nos retornos aos cotistas. A diferença, entretanto, entre as desvalorizações, na forma de um distanciamento progressivo, pode, eventualmente, sugerir que os mercados destes grupos de reagem de maneiras distintas a estas “intempéries”, ou seja, os proprietários das cotas dos FII de Escritórios talvez tenham sentido, neste período, mais os efeitos das crises em seus ativos, desfazendo, portanto, mais de suas posições (venda de cotas) que os cotistas dos FII de Galpões. Uma ferramenta que pode ajudar na constatação desta hipótese é a análise dos volumes de negócios dos dois grupos ao longo do período.

4.6. Rentabilidade dos FII

Foi salientada também, no trabalho, a importância de se observar, nas rubricas da Rentabilidade, qual a relação entre o PL e a conta de resultado (rendimentos) dos FII, tendo em vista que estes fatores, em conjunto, as definem de maneira matemática.

Ativos “tijolo”, por si só, podem gerar grandes impactos na RP: a reavaliação de mercado de seus preços de compra e venda pode, por exemplo, impactar no PL. Já a presença ou a ausência

de receitas de locação, assim como as despesas extraordinárias (como melhorias nas edificações) e ordinárias (eventuais, relacionadas à vacância, tendo em vista que são custos correntes dos ocupantes) podem influenciar nos resultados de caixa.

4.7. Outras Análises

Os dados inicialmente tabulados permitem também a obtenção de outros indicadores que podem ser relevantes, como, por exemplo, a Capitalização de Mercado dos FII (resultado do produto entre número de cotas emitidas e o seu valor de mercado). A partir do momento em que se tem este Resultado, e o mesmo é confrontado, por exemplo, com o valor de mercado dos ativos imobiliários, é possível verificar se há grande “descolamento” entre um e outro. Desta forma, em uma situação hipotética em que, por exemplo, só existam ativos “tijolo” no portfólio de um FII, e valor do seu imóvel no mercado está mais elevado que a sua Capitalização de Mercado, a diferença do descolamento, dependendo da sua magnitude, pode levar os cotistas à conclusão de que é mais interessante encerrar o FII, vender o imóvel e partilhar o resultado da venda do que mantê-lo em funcionamento.

5. REFERÊNCIAS

ALMEIDA, P. R.; ABREU, L. E.; VARELLA, M, D.; *O que se espera de uma dissertação de mestrado?* Programa de Mestrado e Doutorado em Direito. Centro Universitário de Brasília. Brasília, 2009.

ALENCAR, Claudio Tavares de. *Por que as empresas de imóveis para renda tem apresentado melhor desempenho do que as residenciais?* Carta do NRE-POLI nº 31-13. São Paulo, 2013.

ANBIMA E FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. *Anuário de Fundos de Investimento*, disponível em:
<http://www.anbima.com.br/anuariodefundos/2015/arqs/anuario2015.pdf>

ANBIMA. *Estudos Especiais Produtos de Captação Fundos de Investimento Imobiliários*, disponível em:
<<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estatisticas/fundos-de-investimento-imobiliario/Documents/estudos-especiais-produtos-de-captacao-fundos-de-investimento-imobiliario.pdf>>.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Histórico da Taxa de Juros*, disponível em:
<<https://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp>>.

BARROS, Aidil Jesus da Silveira; LEHFELD, Neide Aparecida de Souza. *Fundamentos de Metodologia Científica*. 3.ed. São Paulo: Prentice-Hall, 2007.

BM&F BOVESPA. *Fundos de Investimento Imobiliários*, disponível em:
<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/fundos-de-investimento-imobiliario-fii.htm>.

BTG PACTUAL, disponível em: <<http://www.btgpactual.com>>.

CAIXA ECONÔMICA FEDERAL, disponível em <<http://www.caixa.gov.br>>.

CITIBANK, disponível em <<http://www.brasil.citibank.com/corporate/prospectos.html>>.

COINVALORES, disponível <<http://www.coinvalores.com.br>>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Consulta de Fundos de Investimento*, disponível em:
<<http://sistemas.cvm.gov.br/?fundosreg>>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. *Circular nº 05/2013*, disponível em:
<http://sistemas.cvm.gov.br/port/atos/oficios/Oficio-Circular_CVM-SIN-N%C2%BA05-2013.pdf>.

CREDIT SUISSE HEDGE-GRIFFO, disponível em:
<<http://www.cshg.com.br/site/publico/imob/imob.seam>>.

EID, William. *Tributação nos investimentos no Brasil: a questão da isonomia*, Working Paper GVCEF, 2014.

FII'S, disponível em <<http://www.fiis.com.br>>.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS - FGV. *Instituto Brasileiro de Economia*, disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92AF56810C57>>.

GIL, A. C. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 5.ed. São Paulo: Atlas, 1999.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE. *Indicadores*, disponível em: <<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/pib/defaultcnt.shtm>>.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. *Fundamentos da Metodologia Científica*. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2001.

NÚCLEO DE REAL ESTATE - NRE Poli-USP. Comitê de Mercado de 20/06/2013. *O Mercado dos Empreendimentos para Renda no Brasil: Edifícios de Escritórios Comerciais e Galpões Logísticos e Industriais*, disponível em: <http://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/Comite_de_Mercado/cm_notas_20jun13.pdf>.

OLIVEIRA TRUST, disponível em <<http://www.oliveiratrust.com.br>>.

PAES, Tânia Aparecida Gomes. *Análise da eficácia da política monetária brasileira sob o regime de metas para inflação (1999-2013)*. Dissertação de Mestrado apresentada no Instituto de Economia da UFRJ. Rio de Janeiro, 2014.

REVISTA EXAME ONLINE. *Cotações da Bovespa/Fundos*, disponível em <<http://exame.abril.com.br/mercados/cotacoes-bovespa/fundos/>>.

SERASA EXPERIAN. *Indicadores Econômicos*, disponível em: <<http://noticias.serasaexperian.com.br/indicadores-economicos/>>.

SOUZA, Vinícius S. de; *Análise da rentabilidade dos Fundos de Investimento Imobiliário*. Dissertação de Mestrado apresentada no IBMEC-RJ. Rio de Janeiro, 2012.

RIO BRAVO, disponível em <<http://www.riobravo.com.br>>.

ROCHA-LIMA JR, João da; *Fundos Imobiliários têm futuro no Brasil?* Carta do NRE-POLI n° 24-11. São Paulo, 2011.

ROCHA-LIMA JR, João da; *Ética na Oferta de Investimentos em Real Estate*. Carta do NRE-POLI n° 41-15. São Paulo, 2015.

ROCHA-LIMA JR João da; ALENCAR, Claudio Tavares de. *Conjuntura da Construção (separata da Conjuntura Econômica)*. Fundação Getúlio Vargas, v.1, n.2, p.10-11. São Paulo, 2004.

ROCHA-LIMA JR, João da; MONETTI, Eliane; ALENCAR, Claudio Tavares de; *Real Estate: Fundamentos para Análise de Investimentos*. Campus-Elsevier. São Paulo, 2011.

RODRIGUES, M. M.; *Fundos de Investimento Imobiliários*, disponível em: <http://www.fce.com.br/eventos/conf/invalterativo2/apresentacoes/15_Maximiliano%20Marques%20Rodrigues_Marca%C3%A7%C3%A3o%20dos%20im%C3%B3veis%20em%20Carteira%20import%C3%A2ncia%20na%20avalia%C3%A7%C3%A3o%20da%20performance%20do%20Fundo.pdf> Acesso em 08/01/2016.

UQBAR. *Anuário 2015*, disponível em: <<http://www.uqbar.com.br/download/UqbarAnuarioImobiliario2015.pdf>>.