

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DO OESTE DO PARANÁ
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE**

LEILA APARECIDA SCHERER WEISS

**O PAPEL DA GESTÃO NO DESEMPENHO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO
IMOBILIÁRIO NO BRASIL (2010-2016)**

CASCADEL

2017

Leila Aparecida Scherer Weiss

**O PAPEL DA GESTÃO NO DESEMPENHO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO
IMOBILIÁRIO NO BRASIL (2010-2016)**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade (PPGC) da
Universidade Estadual do Oeste do Paraná, como requisito parcial para obtenção do grau de
Mestre em Contabilidade.

Área de Concentração: Contabilidade Gerencial e Controle em Organizações

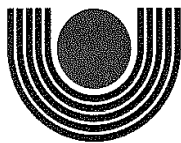
Orientador: Professor Doutor Claudio Antonio Rojo

CASCADEL

2017

(Sistema de Bibliotecas – UNIOESTE – Campus Cascavel)

W456p	<p>Weiss, Leila Aparecida Scherer. O papel da gestão no desempenho dos fundos de investimento imobiliário no Brasil (2010-2016) / Leila Aparecida Scherer Weiss. --- Cascavel: UNIOESTE, 2017. 89 f.</p> <p>Orientador: Professor Doutor Claudio Antonio Rojo</p> <p>Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Campus de Cascavel, 2017. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. Inclui Bibliografia</p> <p>1. Fundos de investimentos. 2. Investimentos imobiliários. 3. Investimentos - Análise I. Rojo, Claudio Antonio. II. Universidade Estadual do Oeste do Paraná. III. Título.</p> <p style="text-align: right;">CDD 20.ed. 657.48</p>
-------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------



unioeste

Universidade Estadual do Oeste do Paraná

Campus de Cascavel CNPJ 78680337/0002-65
Rua Universitária, 2069 - Jardim Universitário - Cx. P. 000711 - CEP 85819-110
Fone:(45) 3220-3000 - Fax:(45) 3324-4566 - Cascavel - Paraná



PARANÁ

GOVERNO DO ESTADO

LEILA APARECIDA SCHERER WEISS

O Papel da gestão no desempenho dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil
(2010-2016)

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade em cumprimento parcial aos requisitos para obtenção do título de Mestra em Contabilidade, área de concentração Controladoria, linha de pesquisa Contabilidade Gerencial e Controle em Organizações, APROVADA pela seguinte banca examinadora:

Orientador - Claudio Antonio Rojo Dr.

Universidade Estadual do Oeste do Paraná - Campus de Cascavel (UNIOESTE)

Delci Grapégia Dal Vesco Dr^a.

Universidade Estadual do Oeste do Paraná - Campus de Cascavel (UNIOESTE)

Osnir Hoss Dr.

Universidade Tecnológica Federal do Paraná - Campus de Pato Branco (UTFPR)

Cascavel, 10 de julho de 2017

Ao meu marido, Silvio, e às minhas filhas, Leticia e Natalia,
meu porto seguro e a quem eu amo de todo o coração e para
todo o sempre.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus por guiar-me no caminho, por todas as alegrias, pela cura e pela força que me concedeu, para conseguir chegar até aqui;

Aos meus pais, Judite e Mario David, que me mostraram a importância da determinação, a lutar por nossos sonhos e a sabedoria de saber esperar o momento certo para vencer todos os obstáculos no caminho;

Ao meu esposo, Silvio, por todo o amor e o companheirismo, por estar comigo nos momentos em que mais precisei, pela paciência, carinho e por compreender os momentos de ausência, bem como também por me incentivar e ajudar no decorrer de todo o mestrado;

À minhas filhas, Letica e Natalia, que foram peças importantes para me sentir segura e mostrar que não estava só nesta jornada;

Aos meus irmãos, sobrinhos, cunhadas e cunhados, sogro e sogra, por apoiarem meus sonhos. Aos meus primos Celso e Cintia, que considero como irmãos, pela acolhida em sua casa nos dias que precisei;

Agradeço a amizade, principalmente de Roberto Francisco de Souza e Sergio Moacir Fabriz. Vocês são, sem sombra de dúvida, um dos maiores tesouros que o mestrado poderia dar, pois vocês foram os alicerces e arrimos nos momentos mais difíceis desta caminhada. Aos demais colegas do mestrado, pelo apoio e a ajuda;

Muito especialmente, desejo agradecer ao meu orientador, Professor PhD. Claudio Antonio Rojo, pela sua atenção, disponibilidade e paciência, bem como pelos ensinamentos, me guiando e estimulando, dividindo seu saber ao longo deste período de trabalho, assim como pelas críticas, correções e valiosas sugestões feitas durante a orientação;

Aos professores que fizeram parte da banca de qualificação e defesa, que gentilmente aceitaram o convite de fazer parte dela. Obrigada pelas contribuições oferecidas;

Aos docentes do Mestrado em Contabilidade, por todos os momentos de aprendizagem e por todas as vezes que colocaram-se a disposição para ajudar-nos nas mais diversas situações;

A todos que contribuíram direta ou indiretamente na consecução deste trabalho, meu muito obrigada.

RESUMO

WEISS, Leila Aparecida Scherer. **O papel da gestão no desempenho dos fundos de investimento imobiliário no Brasil (2010-2016)**. Dissertação de Mestrado em Contabilidade da Universidade Estadual do Oeste do Paraná – Unioeste – 2017.

Dentre as diversas opções de investimentos existentes no mercado, destacam-se os fundos de investimento imobiliários, que possibilitam ao pequeno investidor o acesso a projetos de investimentos, antes restritos aos grandes investidores e grandes incorporadoras, representando, assim, uma alternativa interessante de financiamento no longo prazo, tornando-se assim acessível a todos os investidores. No entanto, a avaliação de desempenhos destes fundos, que leve em consideração a gestão destes, bem como a comparação com investimentos em imóveis para locação, é uma área pouco explorada no Brasil, exigindo maiores estudos. Assim, este estudo tem por objetivo identificar como a gestão influencia o desempenho dos FIIs se comparados aos imóveis de locação direta no período de 2010 a 2016. O marco teórico contempla os aspectos inerentes à Moderna Teoria do *Portfólio* e a Teoria da Agência. O estudo contempla ainda os investimentos imobiliários, com destaque para os Fundos de Investimento Imobiliário, tipos, vantagens e riscos de investimento. A metodologia utilizada é a hipotética-dedutiva, e quanto ao problema de pesquisa, quantitativa; quanto aos objetivos, exploratória e descritiva; e quanto aos procedimentos, bibliográfica e documental. Os resultados apontam que o desempenho dos fundos está diretamente ligado à gestão destes, devido às políticas adotadas por cada um dos gestores. Destaca-se, ainda, que, em comparação com o investimento direto em imóveis, os fundos de investimento imobiliário apresentam maiores retornos para os investidores.

Palavras-chave: controle em organizações; fundo de investimento imobiliário; análise de investimento; decisão de investimento.

ABSTRACT

WEISS, Leila Aparecida Scherer. **The role of management in the performance of real estate investment funds in Brazil (2010-2016)**. Master's Thesis in Accounting from the State University of Western Paraná – Unioeste – 2017.

Among the investment options available on the market, there is highlight to the real estate investment funds, which allow small investors to invest in projects previously restricted to large investors and large developers, thus representing an interesting alternative of long-term financing, making it accessible to all investors. However, performance assessment of these funds, which would take into consideration their management, as well as a comparison with for rental real state investment, is an area of study still underexplored, which requires more investigation. Therefore, the overall objective of this study is to identify how management influences the performance of IFIs, compared to direct leaseholds in the period from 2010 to 2016. The theoretical framework contemplates the aspects inherent in the Modern Theory of Portfolio and Agency Theory. The study also includes real estate investments with emphasis on Real Estate Investment Funds, types, advantages, and risks of investment. The methodology used is the hypothetical-deductive, and it is classified, regarding the research problem as, quantitative; as for the objectives, it is exploratory and descriptive and as for the procedures, it is bibliographical and documentary. The results indicate that the performance of the funds is directly linked to the management of these funds, due to the policies adopted by each of the managers. It is also noteworthy that, in comparison to direct investment in real estate, real estate investment funds present higher returns for investors.

Keywords: control in organizations; Real estate investment fund; Investment analysis; Investment decision.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Estrutura da dissertação.....	19
Figura 2 – Principais linhas teóricas que orientam a dissertação	21
Figura 3 – Processo de investimento segunda a Teoria Moderna de <i>Portfólio</i>	23
Figura 4 – Antecedentes Teoria da Agência.....	25
Figura 5 – Objetivo/Risco dos acionistas x gerentes x debenturistas.....	29
Figura 6 – Estrutura de um fundo de investimento imobiliário no Brasil	37
Figura 7 – Estrutura de um fundo de investimento imobiliário de renda	38
Figura 8 – Estrutura de um fundo de investimento imobiliário de desenvolvimento.....	39
Figura 9 – Estrutura de um fundo de investimento imobiliário de renda fixa.....	40
Figura 10 – Volume anual de Negociação.....	72

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Abordagens econômica e institucional da Teoria da Agência.....	26
Quadro 2 – Conceitos principais da Teoria da Agência	28
Quadro 3 – Relações principal/agente	29
Quadro 4 – Vantagens dos fundos de investimento imobiliários	41
Quadro 5 – Fatores de risco dos FIIs	42
Quadro 6 – Obrigações dos administradores	44
Quadro 7 – Vedações dos administradores	48
Quadro 8 – População da pesquisa	53
Quadro 9 – Constructo de pesquisa	54
Quadro 10 – Os FIIs com melhor desempenho	67
Quadro 11 – Gestores e Administradores dos 14 FIIs com melhor desempenho.....	70

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Variação do valor cota nos últimos anos	58
Tabela 2 – Principais indicadores analisados referentes a dados de 2010 a 2016.....	60
Tabela 3 – Preço da ação e valor patrimonial por cota.....	62
Tabela 4 – Rendimento médio dos últimos anos.....	64
Tabela 5 – Variação da cota e distribuição dos últimos anos.....	65
Tabela 6 – Os FIIs mais negociados nos últimos anos	66
Tabela 7 – Administradores dos FIIs.....	68
Tabela 8 – Gestores dos FIIs	68
Tabela 9 – Média dos últimos 7 anos dos imóveis residenciais e comerciais.....	73
Tabela 10 – Simulação de investimentos	75

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	14
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA	15
1.1.1	Questão de Pesquisa	16
1.2	OBJETIVOS	16
1.2.1	Objetivo Geral	16
1.2.2	Objetivos Específicos	17
1.3	DELIMITAÇÃO PARA O ESTUDO	17
1.4	JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÃO DO ESTUDO	17
1.5	ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	19
2	BASE TEÓRICA	21
2.1	TEORIA MODERNA DE <i>PORTFÓLIO</i>	21
2.2	TEORIA DA AGÊNCIA	25
2.3	INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS	32
2.4	FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	34
2.4.1	Tipos de Fundos de Investimento Imobiliários	38
2.4.2	Vantagens dos Fundos de Investimento Imobiliários	40
2.4.3	Riscos do Investimentos em FIIs	42
2.4.4	Administração e Gestão dos Fundos de Investimento Imobiliários	43
2.4.5	Principais estudos desenvolvidos no Brasil sobre Fundos de Investimento Imobiliários	45
2.5	HIPÓTESES DA PESQUISA	49
3	MÉTODO E PROCEDIMENTOS DA PESQUISA	51
3.1	DELINEAMENTO DA PESQUISA	51

3.2	UNIDADE DE ANÁLISE, POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	52
3.2.1	Unidade de análise.....	53
3.2.2	População e Amostra.....	53
3.3	CONSTRUCTO DA PESQUISA.....	54
3.4	PROCEDIMENTOS DE COLETA DOS DADOS.....	55
3.5	PROCEDIMENTOS E ANÁLISE DE DADOS.....	56
4	DISCUSSÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	57
4.1	ANÁLISE DO DESEMPENHO DOS FIIS	57
4.2	ANÁLISE DA GESTÃO E PERFORMANCE DOS FIIS	67
4.3	ANÁLISE DOS INVESTIMENTOS DE IMÓVEIS PARA LOCAÇÃO	73
4.4	ANÁLISE DE PERFORMANCE DOS INVESTIMENTOS	75
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	79
	REFERÊNCIAS	83

2 INTRODUÇÃO

Dentre as diversas opções de investimento existentes no mercado financeiro, destacam-se os Fundos de Investimento Imobiliários (FII), sendo estes associados a bens e direitos imobiliários, regulados e fiscalizados pela Comissão de Valores Imobiliários (CVM) (Mugnaini, 2007). Os FII são conhecidos como formas de investimento coletivo, sendo seus recursos aplicados no desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, na construção ou aquisição de imóveis prontos, ou ainda no investimento em projetos que viabilizem o acesso a habitação e serviços, para futuras alienações, locações ou arrendamentos.

No mercado imobiliário brasileiro, os fundos permitem ao pequeno investidor o acesso a projetos de investimentos, antes restritos aos grandes investidores e grandes incorporadoras, representando assim uma alternativa interessante de financiamento de longo prazo, permitindo a aplicação dos recursos em construções ou aquisições de imóveis residenciais, comerciais, industriais, além de uma pequena parte poder ser aplicada também em renda fixa. Para as empresas torna-se uma opção de desmobilização de ativos, mas mantendo a utilização destes (Calado, Giotto & Securato, 2001).

A avaliação de desempenho destes fundos, por ser relevante, vem despertando interesse, não somente para os investidores, mas também para os gestores de carteiras, sociedades gestoras, governos e acadêmicos, além de ser um mercado que vem apresentando um crescimento na oferta dos fundos e de existir uma assimetria intrínseca sobre as informações do potencial de cada imóvel e assim de cada investimento. Mais ainda, é acessível a todos os investidores, com cotas com valores relativamente baixos, que podem ser negociadas diretamente no *home broker*, tal qual uma ação.

Além do cotista, ou investidor, os fundos de investimento imobiliário, dispõem de dois agentes principais, o administrador e o gestor. Os fundos são administrados por instituições financeiras fiscalizadas pela CVM, que detém a propriedade fiduciária dos bens e direitos que integram o patrimônio do fundo (Silva, Maia & Souza, 2015). Estas instituições gerenciam os fundos sob sua responsabilidade, de forma a beneficiar os cotistas, pagando-lhes os rendimentos decorrentes das atividades do fundo, e são diretamente responsáveis pelos resultados de sua administração, devendo praticar todos os atos necessários à gestão do fundo, sob a responsabilidade direta de um diretor, ou gestor, indicado para este fim (Mota, 2013).

O gestor é responsável pela gestão profissional, de acordo como o estabelecido no regulamento, e dos ativos financeiros que integram a carteira do fundo. De acordo com a Instrução CVM nº 558 (2015), o gestor dos fundos está relacionado ao exercício profissional de atividades que estão relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, manutenção e gestão de carteiras, podendo ser pessoa física ou jurídica, autorizadas pela CVM, devendo este exercer sua função com boa fé, transparência, diligência e lealdade para com seus clientes, buscando atender aos objetivos destes e evitando, assim, ferir a relação fiduciária entre eles, cumprindo fielmente o regulamento ou contrato previamente firmado.

Assim a gestão torna-se um aspecto importante a ser considerado na seleção dos investimentos, pois as decisões dos gestores influenciam diretamente o desempenho dos fundos e, conseqüentemente, o seu retorno.

2.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Ao longo das últimas décadas, os fundos de investimentos imobiliários tornaram-se uma forma de investimento muito significativa. No cenário mundial esta classe de investimento tornou-se a terceira maior classe de ativos disponível para investidores, atrás somente de títulos e ações (Jackson, 2009). Os FIIs são intermediários financeiros que facilitam os investimentos em imóveis, desempenhando um papel fundamental para este setor, além de fornecer uma maneira para os investidores individuais ganharem uma parcela da renda produzida através da participação em imóveis, sem realmente ter que sair e comprar imóveis (Islamoglu, Apan & Oztel, 2015).

Apesar de serem mercados com características semelhantes, por partilharem o mesmo tipo de ativo, os fundos de investimento imobiliário, assim como o mercado imobiliário para locação direta, apresentam cenários incertos, com oportunidades e riscos de investimentos diversos, tendo características diferentes quanto à liquidez de seus ativos (Scolese, Bergmann, Silva & Savoia, 2015). Segundo os mesmos autores, a escolha do tipo de ativo que compõe o fundo é fundamental para o seu desempenho, devido à diferença dos tipos de imóveis selecionados. Assim, as cotas dos fundos sofrem a influência de diversos fatores do mercado onde atuam, como a estabilidade econômica, aumento ou redução de investimentos no setor imobiliário, inflação e mudanças em taxas de juros e incentivos governamentais ao setor.

Para diminuir os riscos destes investimentos, os FIIs investem na diversificação de seus ativos sem perder os retornos financeiros, aproveitando as oportunidade existentes no mercado, servindo, assim, como alicerce para as atividades ligadas à gestão, que, por sua vez,

influenciam, por meio das formas de atuação, pelas estratégias adotadas, as habilidades dos executivos envolvidos, a rentabilidade e a estrutura da empresa responsável pela gestão, a rotatividade e os retornos dos fundos, que podem variar de acordo com estes fatores, impactando diretamente no desempenho dos FIIs (Milan & Eid Junior).

Apesar de sua importância, a avaliação de desempenho destes fundos imobiliários, que envolvam a gestão destes, é uma área pouco explorada no Brasil, exigindo maiores estudos, pois com sua avaliação será possível fazer classificação e mensuração dos riscos envolvidos com os tipos dos investimentos associados aos fundos, além de permitirem uma análise da capacidade de geração de recursos e, conseqüentemente seu retorno para o investidor.

2.1.1 Questão de Pesquisa

A partir do exposto, tem-se o problema de pesquisa, que pode ser percebido da seguinte maneira: **Como a gestão influencia o desempenho dos investimentos em FII comparado ao investimento direto em imóveis?**

2.2 OBJETIVOS

Os objetivos são definidos com a finalidade de auxiliar na pesquisa, de modo a explicitar o que se pretende alcançar com a realização do estudo. Segundo Creswell (2007), os objetivos procuram estabelecer a direção da pesquisa, além de conduzir o leitor para o propósito central. Neste estudo, o objetivo foi elaborado de acordo com estes propósitos. O objetivo geral define, de modo geral, o que se pretende alcançar com a realização do estudo, respondendo à questão de pesquisa, já os objetivos específicos auxiliam na definição das etapas a serem desenvolvidas para alcançar o objetivo geral.

2.2.1 Objetivo Geral

Identificar como a gestão influencia o desempenho dos investimentos em FIIs se comparados aos imóveis de locação direta no período de 2010 a 2016.

2.2.2 Objetivos Específicos

- Levantar o desempenho dos diferentes fundos de investimento imobiliários do Brasil;
- Analisar a gestão e a performance destes fundos de investimento imobiliários;
- Levantar o desempenho de diferentes tipos de imóveis para locação;
- Relacionar a gestão com os resultados obtidos por meio das simulações de investimentos.

2.3 DELIMITAÇÃO PARA O ESTUDO

O presente estudo consiste em identificar como a gestão influencia o desempenho dos investimentos em FIIs se comparados aos imóveis de locação direta, no âmbito dos investimentos.

Esta pesquisa, portanto, possui como delimitação estudar os Fundos de Investimentos Imobiliários listados na BM&FBOVESPA de janeiro de 2010 a dezembro de 2016. Ainda para fins desta pesquisa, foram analisados especificamente investimentos em imóveis de locação direta que possuem valor de investimento inferior a R\$500.000,00.

2.4 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÃO DO ESTUDO

A justificativa deste estudo é para a contribuição e desenvolvimento da ciência, uma vez que se propõe a investigar como a gestão influencia o desempenho dos investimentos em fundos de investimento imobiliários, com base em um referencial teórico constituído sobre a Teoria Moderna do Portfólio, Teoria da Agência e aspectos ligados ao investimento em imóveis para locação e em FIIs.

Contudo, na academia, no que tange aos estudos sobre os fundos de investimento imobiliários, sob a ótica da Teoria do Portfólio e da Teoria da Agência, aliados à gestão dos FIIs e ao desempenho dos investimentos em imóveis não se discute.

Este estudo é importante não somente para investidores individuais, mas também para os gestores dos portfólios, uma vez que o conhecimento das variáveis que podem exercer influência no retorno dos FIIs possibilitam uma melhor compreensão do comportamento do Fundo Imobiliário, além de possibilitarem aos investidores uma ferramenta de comparação de investimento.

Apesar de serem usados em várias situações como sinônimos, gestor e administrador, figuram com particularidades nas suas funções e, portanto, são usados de forma muito própria para a semântica dos FIIs. Como figura central na estruturação dos FIIs, os administradores são responsáveis pela constituição do fundo, bem como mantê-lo por funcionamento, representando-o perante terceiros, sendo, por sua vez, responsável solidariamente, com os gestores por ele contratados. Já os gestores são responsáveis pela gestão dos fundos, negociando a aquisição, venda, ou a transferência de valores e investimentos. Ao gestor compete, ainda, observar as políticas de investimento do fundo, escolher, adquirir, vender e negociar os ativos financeiros do FIIs.

Assim, os retornos financeiros aos investidores estão diretamente relacionados com a expertise e o conhecimento dos gestores dos fundos, que buscam, por meio de estratégias, um maior desempenho destes investimentos, abrindo um espaço para a discussão no meio acadêmico e profissional sobre o papel da gestão no desenvolvimento e na rentabilidade dos FIIs.

O estudo empírico tem como fundamento verificar se e como a gestão pode intervir no desempenho dos investimentos em fundos de investimento imobiliário, uma vez que os gestores, através da diversificação das carteiras de ativos, visa gerar uma rentabilidade superior e decorrente retorno aos cotistas.

Portanto, o resultado deste estudo buscou contribuir para o meio acadêmico e para o público em geral, uma vez que poderá auxiliar aos investidores, ou mesmo aos interessados em investir e conhecer este mercado, servindo como base nas decisões sobre investimentos no setor imobiliário, que encontra-se em franca expansão, bem como também para futuras consultas, principalmente por tratar-se de uma categoria ainda pouco explorada no Brasil. Neste sentido, surge a necessidade de pesquisas desenvolvidas pela academia, fazendo-se necessários estudos científicos e investigações sobre o tema.

2.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Este trabalho encontra-se estruturado em cinco capítulos, que podem ser sumarizadas conforme disposto na Figura 1.

Capítulo 1 INTRODUÇÃO	<ul style="list-style-type: none"> •Problema de Pesquisa •Objetivos •Delimitação •Justificativa e Contribuição do Estudo •Estrutura da Dissertação
Capítulo 2 REFERÊNCIAS TEÓRICAS	<ul style="list-style-type: none"> •Teoria Moderna do Portfólio •Teoria da Agência •Investimento Imobiliário •Fundos de Investimento Imobiliário
Capítulo 3 MÉTODO E TÉCNICAS DE PESQUISA	<ul style="list-style-type: none"> •Delineamento da Pesquisa •Procedimentos de Coleta dos Dados •Procedimentos e Análise de Dados •Limitações dos Métodos e Técnicas de Pesquisa
Capítulo 4 DISCUSSÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	
Capítulo 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	

Figura 1 – Estrutura da dissertação

Fonte: Elaborado pela autora.

No Capítulo introdutório estão distribuídos os elementos de contextualização e delimitação do estudo, iniciando com uma breve contextualização do tema, seguida do problema de pesquisa, os objetivos, a delimitação e a justificativa do estudo e, por último, apresenta-se a estrutura do trabalho.

O Capítulo 2 apresenta a revisão teórica sobre a literatura inerente à Teoria Moderna de *Portfólio*, à Teoria da Agência, incluindo na sequência as operações do mercado imobiliário convencional do Brasil e um resumo da evolução dos fundos de investimento no cenário internacional e nacional, suas vantagens, seus riscos e os tipos de FIIs listados no Brasil, elencando as principais pesquisas efetuados no Brasil.

O terceiro capítulo compreende a descrição da metodologia adotada na pesquisa, bem como da população, da amostra e como os dados foram coletados, além de descrever os procedimentos adotados na análise dos dados.

O quarto capítulo contempla a discussão e a análise dos resultados, e o quinto capítulo abrange as considerações finais sobre o estudo, resgatando os tópicos pontuais sobre o estudo,

a questão de pesquisa e os objetivos, bem como apresentam-se as recomendações para pesquisas futuras sobre o tema.

3 BASE TEÓRICA

Neste capítulo são abordados os principais conceitos relacionados ao tema do estudo, contextualizados teoricamente a partir de trabalhos existentes e já publicados nesta área.

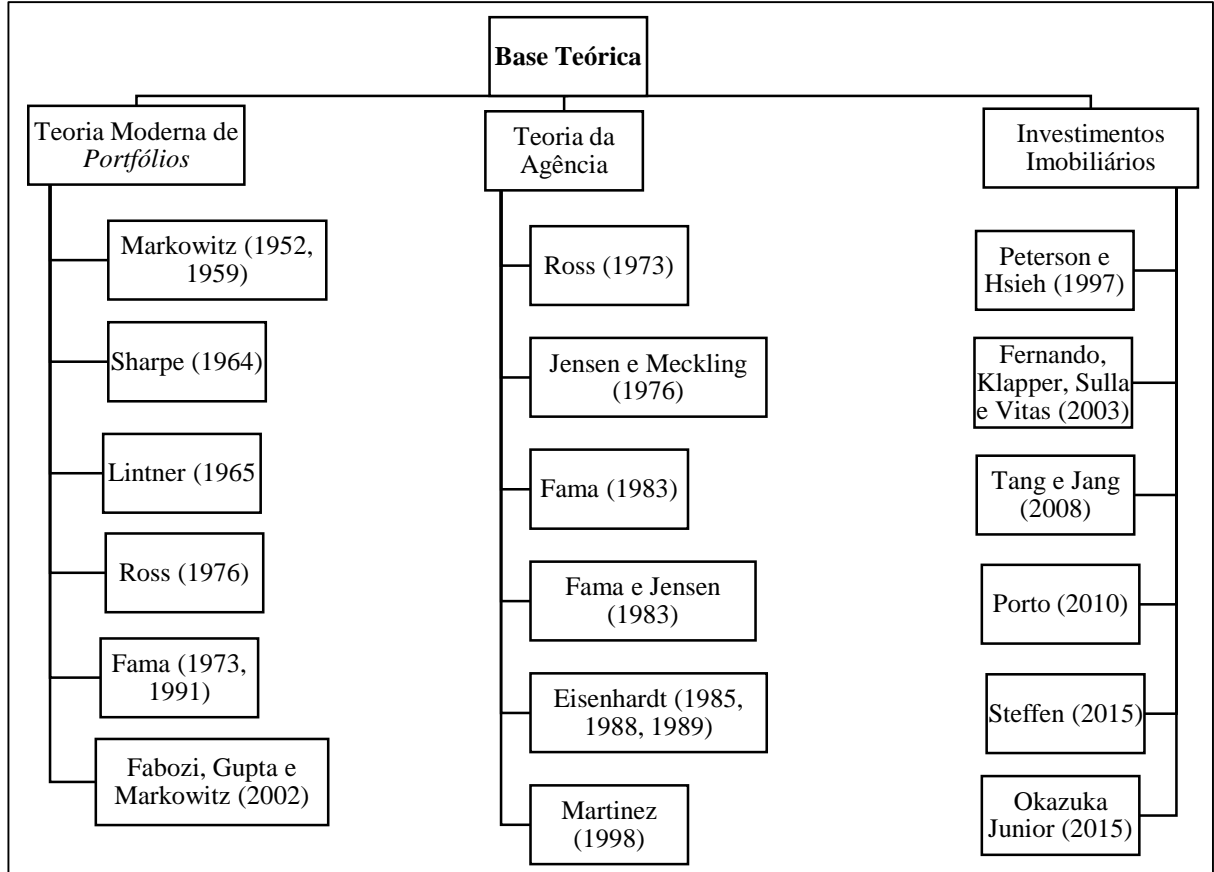


Figura 2 – Principais linhas teóricas que orientam a dissertação

Fonte: Elaborado pela autora.

A revisão teórica incorporou aspectos inerentes a: Teoria Moderna de *Portfólios*, Teoria da Agência, descrevendo as características destas teorias e Investimentos Imobiliários apresentando um resumo sobre os investimentos imobiliários e ainda sobre fundos de investimento imobiliário, suas características, vantagens, riscos e tipos de FIIs listados no Brasil.

3.1 TEORIA MODERNA DE *PORTFÓLIO*

Harry Markowitz é considerado como o pioneiro por suas contribuições teóricas para a economia financeira e finanças corporativas. Seu trabalho inovador formou a base do que hoje é popularmente conhecida como a Teoria Moderna de *Portfólio* (TMP), teoria esta que se expandiu em 1964 com William Sharpe, com seu estudo sobre a teoria da formação de preços

dos ativos financeiros (Mangram, 2013). Essencialmente, a TMP é um quadro de investimento para a seleção e a construção de carteiras de investimento com base na maximização do retorno esperado da carteira e a minimização simultânea de risco de investimento (Fabozzi, Gupta & Markowitz, 2002).

Os estudos desenvolvidos por Markowitz (1952, 1959) acabaram por influenciar diversos trabalhos futuros voltados para a seleção de carteiras e a precificação de ativos, como Sharpe (1964), Litner (1965), Mossin (1966), Ross (1976), Roll e Ross (1980), Fama (1970, 1991) e Brow (2011), dentre muitos outros autores.

Markowitz (1952) rejeitou a hipótese de que o investidor deveria alocar seus recursos num grupo de investimentos que oferecessem os maiores retornos esperados, defendendo que os investidores deveriam ponderar a escolha de seu *portfólio* segundo os retornos esperados e a variância destes retornos, tornando assim a relação entre risco e retorno uma regra a ser utilizada pelo investidor no momento de decisão de alocação dos seus recursos financeiros.

Embora amplamente aplicável, a TMP teve a maior influência na prática de gestão de carteiras. A teoria fornece uma estrutura para construir e selecionar carteira com base no desempenho esperado dos investimentos e o risco de mercado (Fabozzi, Gupta & Markowitz, 2002). Para a TMP, os investidores devem preocupar-se não somente com o retorno, mas também com o risco do investimento, incorporando assim técnicas de otimização de carteiras (Cavalcante, Crisóstomo, Matos & Correia Neto, 2016).

Para desenvolver a moderna teoria de *portfólios*, Markowitz (1952) assumiu algumas premissas, entre as quais: a) os investidores avaliariam *portfólios* apenas com base no valor esperado e na variância das taxas de retorno sobre um período; b) os investidores nunca estariam satisfeitos, pois se tivessem que escolher entre dois *portfólios* de mesmo risco, sempre escolheriam o de maior retorno; c) os investidores seriam avessos ao risco, escolhendo sempre a carteira que oferecesse menor risco; d) os ativos individuais seriam infinitamente divisíveis, assim um investidor poderia comprar a fração de ação sempre que desejasse; e) existiria uma taxa livre de risco, na qual o investidor poderia emprestar ou tomar emprestado; f) custos de transação e impostos seriam irrelevantes; e g) os investidores estariam de acordo quanto à distribuição de probabilidades das taxas de retorno dos ativos, o que asseguraria a existência de um único conjunto de carteiras eficientes.

O ponto chave da teoria moderna do *portfólio* é que um investidor não é indiferente ao risco e procurará algum meio termo ótimo entre o risco e o retorno (Mc Vean, 2000). Segundo o autor, são três as ideias principais que servem como base para esta teoria: a) um investidor racional preferirá um maior retorno a um menor retorno, mas também levará em consideração

um menor risco a um maior risco; b) cada investimento racional deve ser considerado, pois ele contribuiu para a carteira, assim o risco e o retorno de uma carteira pode ser maior ou menor que a soma de suas partes, dependendo dos ativos e de como este interagem entre si; e c) existem mais de um *portfólio* ótimo, pois é possível ganhar um maior valor aceitando um maior risco.

Markowitz (1952) tratou do risco de uma forma quantitativa e não somente qualitativa, propondo que, para um determinado retorno esperado de um ativo, o investidor deverá minimizar a variância desse retorno. Dessa maneira, o investidor para satisfazer seus anseios maximiza o retorno esperado e minimiza o risco associado a um determinado investimento (Elton & Gruber, 1997). Assim, pelo uso da TMP os investidores podem escolher um conjunto de oportunidades de investimento que minimizem os riscos para um nível de retorno, ou ainda maximize o retorno a um determinado nível de risco (Mc Vean, 2000).

Neste contexto, o processo de investimento passa por algumas etapas, como ilustrado na Figura 3.

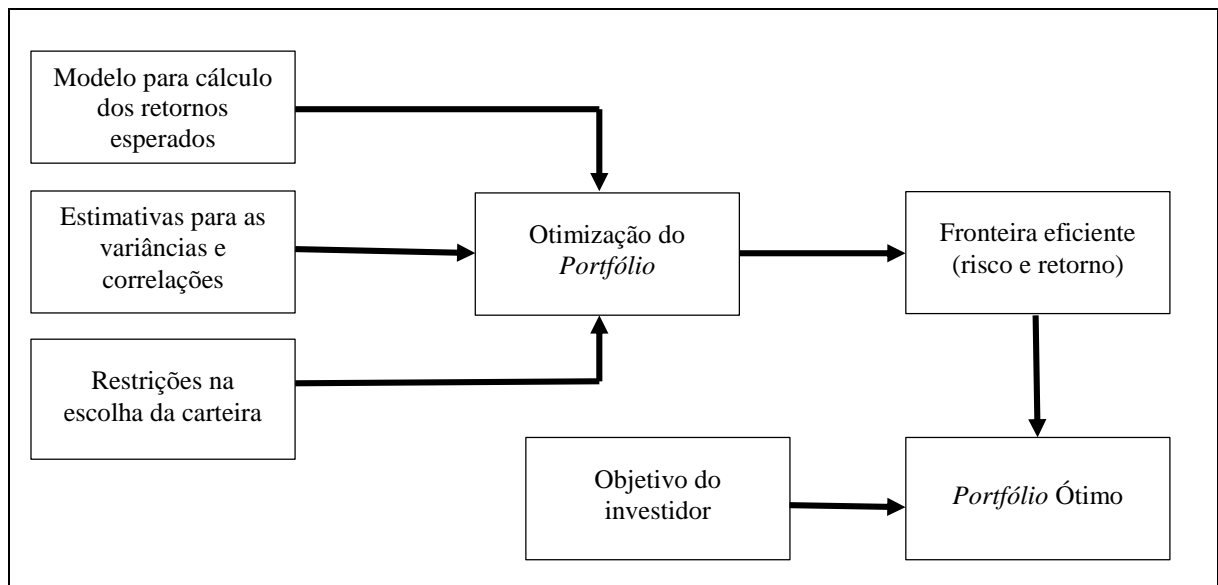


Figura 3 – Processo de investimento segundo a Teoria Moderna de *Portfólio*

Fonte: Fabozzi, Gupta e Markowitz (2002).

Primeiramente os agentes estimam os retornos esperados e o riscos dos ativos individuais, bem como a estrutura de correlações entre as rentabilidades das carteiras escolhidas. Nesta etapa do processo podem ser consideradas as restrições, dentre as quais a inexistência de vendas a descoberto ou algum tipo de limitação de participação de certo tipo de ativo (Fabozzi, Gupta e Markowitz, 2002). Segundo os autores, com os resultados e as considerações, são obtidos a rentabilidade esperada e o risco da carteira. Em seguida são realizadas técnicas de otimização, construindo, desta maneira, para a fronteira eficiente de

investimentos. Assim, a partir do objetivo do investidor e de seu grau de aversão ao risco, obtém-se a carteira ótima, a qual maximizará a utilidade esperada desse agente.

Markowitz (1952) incorpora em seus estudos a correlação existente entre os títulos, sendo este um elemento importante a ser considerado quando da formação da carteira de investimentos, uma vez que um portfólio composto por ações que são fortemente correlacionadas oferecem um risco um pouco inferior ao de uma única opção. Desta maneira, a diversificação dos investimentos nas carteiras como também uma baixa correlação entre estes títulos é recomendável como forma de redução do risco.

Tido como um aspecto importante do modelo de Markowitz, a sua descrição do impacto na diversificação da carteira pelo número de títulos dentre um *portfólio* e suas relações de covariância, torna-se muito importante (Mangram, 2013). Os achados de Markowitz contribuíram, portanto, para ressaltar a importância da diversificação, uma ideia muito contestada por diversos autores, como Keynes (1939) e Loeb (1935). No entanto, a teoria moderna dos *portfólios* demonstrou que uma diversificação dos investimentos bem feita, pode reduzir ou até mesmo eliminar os riscos únicos (Bruni, Fuentes & Famá, 1998).

Neste sentido, diversificação é um método significativo que as empresas usam para manter a sua competitividade e aumentar a sua rentabilidade, procurando, assim, estratégias de diversificação, a fim de conseguirem a criação de valor ou poder de mercado (Chen & Yu, 2012). No entanto, estratégias de composição de carterias devem levar em consideração o rendimento pretendido, possuindo em contrapartida um nível de risco suportado pelo investidor (Cavalcante et al., 2016)

Segundo Markowitz (1952), a diversificação quando bem feita, pode reduzir, ou até mesmo eliminar os riscos dos investimentos. No entanto, o autor acaba com a ideia de colocar os ovos em vários cestos diferentes, e quanto maior os cestos, maior a segurança. Assim, para reduzir o risco total, os investidores deveriam manter carteiras diversificadas, em vez de concentrá-las em poucos ativos. Contudo, esta redução do risco dependerá da correlação existentes entre os ativos (Bruni, Fuentes & Famá, 1998).

Segundo Elton e Gruber (1997), um resultado importante encontrado no estudo de Markowitz (1952, 1959) é a constatação de que na presença de incerteza ou risco, os ativos devem ser selecionados apenas com base em suas características únicas, devendo o investidor considerar como cada um dos ativos se movimentam, em termos de rentabilidade ao longo do tempo, ou seja, o modo como os ativos se correlacionam.

De acordo com Fee e Thomas (2002), investimentos e empresas diversificadas enfrentam de problemas de informação mais graves do que empreendimentos com focos únicos,

sofrendo assim maiores problemas de agência, principalmente com relação à assimetria de informação, pois gestores podem exercer um poder discricionário considerável na alocação de receitas, custos e ativos em todos os segmentos.

Portanto, considerando a possibilidade de ocorrerem problemas de agência, o tópico a seguir destina-se a discorrer sobre os princípios da Teoria da Agência.

3.2 TEORIA DA AGÊNCIA

Estudiosos da firma como Coase (1937), Alchian e Demsetz (1972), entre outros, abordaram de forma pioneira a natureza da firma, nos aspectos internos da empresa. Alchian e Demsetz (1972) estabeleceram que a noção das atividades internas da empresa está fundamentada em um conjunto de atividades e relações contratuais.

Estudos voltados para separação de propriedades e controle foram contemplados por Coase (1937), com uma abordagem da empresa como um conjunto de relações e contratos, principalmente voltados para as seleções contratuais sob incerteza. Jensen e Meckling (1976) seguem a corrente iniciada por Coase (1937), estendendo suas análises para as implicações comportamentais provenientes dos contratos entre proprietários e administradores das empresas, surgindo, assim, o modelo da teoria da agência. No entanto, os primeiros a abordar e proporem a Teoria da Agência foram Ross e Mitnick em 1973, de forma simultânea, mas independentes. Ross (1973) é o responsável pela teoria econômica da agência e Mitnick (1973) pela teoria institucional da agência. A Figura 4 ilustra os principais antecedentes teóricos do desenvolvimento da Teoria da Agência, até sua formação na década de 1970.

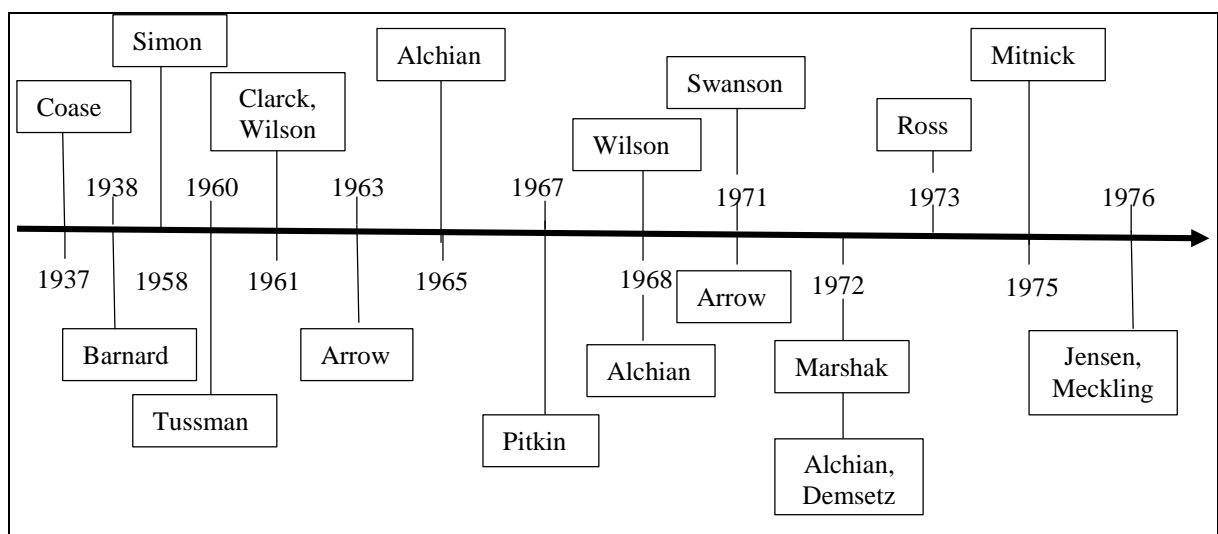


Figura 4 – Antecedentes Teoria da Agência

Fonte: Adaptado de Dal Vesco (2013).

Após os anos 80, destacam-se os autores Fama (1983), Fama e Jensen (1983), Kosnik (1987) e Eisenhardt (1985, 1988, 1989), que contribuíram para o desenvolvimento e a consolidação da Teoria da Agência (Dal Vesco, 2013)

Na teoria econômica da agência preconizada por Ross (1973), o enfoque é dado ao sistema de remuneração, que acaba por influenciar o comportamento dos agentes. Desta maneira, o foco volta-se para os sistemas de incentivos e dos sistemas de contratação que orientam os sistemas dos incentivos, bem como as informações que condicionam as escolhas dos atores (Mitnick, 1973). Já a teoria institucional da agência possui seu foco voltado para a análise das estruturas institucionais e as relações sociais entre os atores (Mitnick, 1973).

Premissas Básicas da Teoria Econômica da Agência	Premissas Básicas da Teoria Institucional da Agência
<p>Supõe que os indivíduos são racionais e agem em seu próprio interesse</p> <p>As ações individuais são endogenamente derivadas, com base nas preferências e crenças;</p> <p>Os indivíduos têm capacidade computacional ilimitada; é maximizador da utilidade esperada;</p> <p>Os indivíduos podem antecipar e avaliar a probabilidade de todas as possíveis contingências futuras;</p> <p>Os contratos podem ser menos dispendiosos e podem ser precisamente aplicados pelos tribunais;</p> <p>Os contratos são abrangentes e completos, ou seja, para cada situação, ações verificáveis são claramente especificadas;</p> <p>Assume que o mercado de capitais é eficiente;</p> <p>O modelo de Rochester enfatiza a necessidade de compreender como surgem os problemas de agência e a utilização de meios contratuais e desenho organizacional para reduzir o comportamento maximizador de auto interesse;</p> <p>A seleção de um sistema de remuneração irá produzir um comportamento pelo agente de acordo com as preferências do principal;</p> <p>O foco é sobre a natureza do sistema de incentivos e do sistema de contratação, que orienta a distribuição desses incentivos, as condições de risco e de informação que condicionam as escolhas dos atores</p>	<p>Supõe que os indivíduos são racionais e agem em seu próprio interesse;</p> <p>Estudos nesta justificativa compartilham os pressupostos da Teoria Institucional;</p> <p>O problema do agente é selecionar o que o principal quer, sem saber as preferências do principal. As instituições e os mecanismos sociais existem para orientar tais comportamentos;</p> <p>As pessoas tomam decisões baseadas em normas, informações com origens sociais. Em essência, as informações podem ser obtidas indiretamente;</p> <p>As instituições se formam em torno da agência e evoluem para lidar com a agência. Em resposta à imperfeição das relações de agência, a sociedade cria instituições;</p> <p>A tipologia da Agência tem por base um acordo consensual entre as partes. A Agência é apresentada como definição dos termos “consentimento” e “contrato”;</p> <p>Comportamentos comuns da Agência podem ser caracterizados como: a) a natureza da autorização; b) a fonte da especificação de atos do agente; c) a margem de discricionariedade do agente; e d) características idiossincráticas e condicionais.</p>
<p>Foco:</p> <p>Análise formal de um modelo consistente explícito internamente ou desenho de um contrato de trabalho ideal. Fatores que afetam a compreensão dos contratos, as mudanças no emprego e contratos de financiamentos afetam o comportamento gerencial (decisões de investimento e financiamento).</p>	<p>Foco:</p> <p>O foco de análise são as estruturas institucionais e relações sociais.</p>

Quadro 1 – Abordagens econômica e institucional da Teoria da Agência

Fonte: Dal Vesco (2013).

Segundo Martinez (1998), a teoria da agência vem sendo utilizada em estudos das mais variadas áreas do conhecimento, principalmente nas ciências sociais e comportamentais, como economia, finanças, marketing, ciências políticas, psicologia, sociologia e contabilidade, constituindo um referencial e instrumento de valor para o desenvolvimento do conhecimento, uma vez que vem sendo amplamente investigada e estudada em pesquisas empíricas.

Enquanto pequenas as empresas são controladas e administradas pelo proprietário, sendo todas as decisões centradas apenas neste único tomador de decisão, que faz o papel de gestor e único acionista da empresa. No entanto, à medida que a empresa vai crescendo e ganhando mercado, o seu funcionamento se torna complexo, fazendo com que o proprietário contrate gerentes de sua confiança, remunerando-os de acordo e, assim, as decisões antes centradas no proprietário, agora passam para as mãos destes administradores, surgindo a Teoria da Agência (Nascimento & Reginato, 2008).

As relações de agência é um dos modos mais antigos de interação social. Segundo Ross (1973), estas relações de agência surgem entre duas ou mais pessoas, quando uma delas concede poderes para a outra atuar em seu nome. Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato entre uma ou mais pessoas, o principal envolve outra pessoa (o agente) para realizar algum serviço em seu nome que envolve a delegação de alguma tomada de decisão para o agente; ambas as partes são maximizadoras da utilidade e, assim, existe uma boa razão para acreditar que o agente não irá sempre agir no melhor interesse do principal. Os autores destacam ainda que a relação entre os acionistas e os gerentes de empresas se encaixam na definição de uma relação de agência pura.

Desde os estudos de Jensen e Meckling (1976), a literatura vem se movendo em direção a teorias que rejeitam o modelo clássico de empresas, mas assumindo formas clássicas de comportamento econômico por parte dos agentes dentro da empresa (Famá, 1980). Para os autores, a empresa passou a ser vista como um conjunto de contratos entre os fatores de produção, em que cada fator é motivado pelo seu interesse próprio.

De fato, Jensen e Meckling (1976) apresentam uma visão em que as empresas são vistas como um conjunto de contratos entre os fatores de produção, como uma equipe cujos membros agem em função de seu próprio interesse, mas percebem que seus destinos dependem em certa medida, na sobrevivência da equipe e em sua competição com outras equipes.

Assim, a teoria da agência envolve as relações contratuais que abrangem a delegação e algum grau de decisão entre uma ou mais partes dos contratos. Na área das finanças empresariais, a mais importante relação ocorre entre os gerentes (agentes) e os diversos

investidores (outorgantes), sendo que os agentes possuem certa autonomia nas decisões (Carnaúba, 1993).

A Teoria da Agência dedica-se a identificar as relações e os conflitos entre o principal e o agente, apontando os pontos fracos deste relacionamento (Duarte, 2015). Eisenhardt (1989) apresenta os principais conceitos sobre a teoria da agência, conforme salientado no Quadro 2:

Ideias Chaves	As relações entre Principal-Agente devem refletir uma organização eficiente (equilíbrio) de informações e de riscos entre as partes
Unidades de análise	Contratos entre o Principal e o Agente
Hipóteses Humanas	Interesses Pessoais Racionalidade Aversão ao Risco
Hipóteses Organizacionais	Conflito de metas parciais entre os participantes Eficiência como critério de efetividade Assimetria de informações entre o principal e agente Agente responsável pelas atividades delegadas pelo principal
Hipóteses Informacionais	Informação como uma <i>commoditie</i> comprável (valor)
Problemas Contratuais	Agência (perigo moral e seleção adversa) Compartilhamento de riscos
Problema dominante	Relação em que o principal e o agente possuem objetivos e preferências ao risco distintas
Custos de Agência	Despesas de monitoramento Despesas de cobertura de seguros Custos de oportunidade Despesas de Estruturação
Restrições a Atividades do Agente	Altruísmo Reputação Controles burocráticos e do cliente

Quadro 2 – Conceitos principais da teoria da agência

Fonte: Adaptado de Eisenhardt (1989)

Jensen e Meckling (1976) identificaram dois tipos de conflitos dentro das empresas: em primeiro lugar o conflito entre os gestores e os acionistas, devido a decisões que são tomadas nas empresas, e em segundo lugar provado pelo conflito entre os acionistas e os credores. Martinez (1998) destaca que a relação entre agente e principal não refere-se apenas à relação entre proprietários e administradores, envolvendo também, gerentes e acionistas, debenturistas, credores, clientes, governo e comunidade, conforme destacado no Quadro 3:

Relações		O que o Principal espera do Agente
Principal	Agente	
Acionistas	Gerentes	Maximização da riqueza (ou do valor das ações)
Debenturistas	Gerentes	Maximização do retorno
Credores	Gerentes	Que assegurem o cumprimento dos contratos de financiamento
Clientes	Gerentes	Que assegurem a entrega de produtos de valor para o cliente. Qualidade (maior), Tempo (menor), Serviço (maior) e Custo (menor)

Continua...

Continuação.

Governo	Gerentes	Qua assegurem o cumprimento das obrigações fiscais, trabalhistas e previdenciárias da empresa
Comunidade	Gerentes	Que assegurem a preservação dos interesses comunitários, a cultura, os valores, o meio ambiente, etc.
Acionistas	Audidores Internos	Que atestem a validade das demonstrações financeiras (foco na rentabilidade e na eficiência)
Credores	Audidores Internos	Que atestem a validade das demonstrações financeiras (foco na liquidez e no endividamento)
Gerentes	Audidores Internos	Avaliação das operações na ótica de sua eficiência e eficácia, gerando recomendações que agregem valor
Gerentes	Empregados	Que trabalhem para os gerentes com o melhor de seus esforços, atendendo às expectativas dos mesmo
Gerentes	Fornecedores	Suprimento das necessidades de materiais dos gerentes no momento necessário, nas quantidades requisitadas

Quadro 3 – Relações principal/agente

Fonte: Adaptado Martinez (1998) e Rocha, Pereira, Bezerra & Nascimento (2012)

Na gestão clássica das organizações não haviam conflitos de interesses, sendo o proprietário da empresa o único interessado na empresa. No entanto, com o surgimento das corporações modernas, surgem também os conflitos de agência entre os vários interessados nas atividades da instituição, sendo estes interesses muito distintos entre si, uma vez que o interesse do acionista é diferente do interesse do administrador da empresa ou das outras partes envolvidas (Verstengen, 2001).

Segundo Martinez (1998), o problema central da teoria da agência está voltado para a possibilidade dos comportamentos oportunistas por parte dos agentes, visando sua satisfação pessoal e orientado pelos próprios interesses, submetendo o principal e o agente a riscos distintos e adotando diferentes posturas frente a este risco, como destacado na Figura 5.

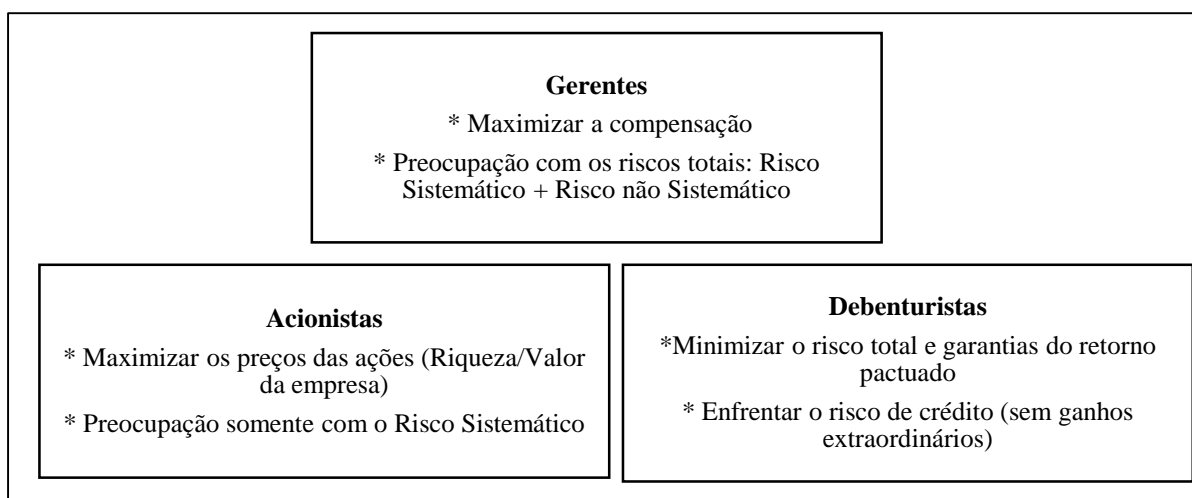


Figura 5 – Objetivo/Risco dos acionistas x gerentes x debenturistas

Fonte: Martinez (1998).

Segundo Famá e Jensen (1983), os problemas de agência surgem porque os contratos não são sem custo. Estes custos incluem os custos de estruturação e monitoramento de um conjunto de contratos entre os agentes com interesses conflitantes, além de incluírem o valor da produção perdida. Jensen e Meckling (1976) enfatizam a separação de propriedade e controle, fazendo uma conexão com a estrutura de propriedade das empresas, pressupondo que é impossível manter a relação de agência sem incorrer em custos.

Jensen e Meckling (1976) os custos de agência são representados pela somatória de:

- Custos de elaboração de contratos entre o principal e o agente;
- Desembolsos efetuados pelo principal para o monitoramento das atividades desenvolvidas pelo agente;
- Custos arcados pelo próprio agente visando demonstrar ao principal que as atividades desenvolvidas não prejudicam o principal;
- Perdas residuais, representadas pela redução de riqueza do principal, especialmente em função das decisões não eficientes tomadas pelo agente, contra decisões de melhor eficiência que poderiam ser tomadas pelo agente para maximizar a riqueza do principal.

A teoria da agência analisa os conflitos que resultam da separação entre propriedade e controle do capital, uma vez que com a propagação do mercado de ações, essa possibilidade passa a ganhar força, onde a participação do acionista no gerenciamento das organizações passa a ser efetuada por outro agente. Com isso, o investidor tem a opção de criar uma carteira de investimentos em diferentes segmentos, permitindo a diversificação e minimizando os riscos.

Entretanto, ao manter os investimentos em diversos fundos, o mantenedor individual geralmente não se preocupa com as atividades detalhadas de qualquer um dos fundos, delegando a responsabilidade pela gestão (Fama, 1980). Assim, a possibilidade de investir em diversos segmentos do mercado de ações, comprando e vendendo suas participações, acaba por desvincular o investidor da administração. No entanto, a existência de uma gestão ou administração contratada pode conduzir a um problema de agência, com a separação entre a propriedade e o controle (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen 1983).

Segundo Fama e Jensen (1983), os métodos utilizados para separar o gerenciamento e o controle de decisões incluem: a) hierarquias de decisão; b) conselhos de administração que ratificam e acompanham as decisões mais importantes da organização e remuneração dos gestores; e c) estruturas de incentivos que encorajem mútuo monitoramento dos agentes.

Embora não haja nenhum modelo geral de teoria da agência, pode-se identificar algumas de suas características: em primeiro lugar, a teoria da agência lida com arranjos implícitos e explícitos entre um ou mais diretores e agentes em uma situação assimétrica de informação; em segundo lugar, esta teoria é baseada no comportamento de escolha racional por agentes e diretores que dependem uns dos outros, mas que lutam por objetivos divergentes (Verstengen, 2001).

Estudiosos como Ross (1973) e Jensen e Meckling (1976) apresentam as bases da teoria da agência, afirmando que existem conflitos de interesses nas empresas, principalmente entre acionais e administradores. No entanto, um dos pioneiros a tratar sobre o problema da assimetria da informação foi Akerlof (1973). Na sequência dos trabalhos de Akerlof (1973), economistas como Spence e Zeckhauser (1971), Spence (1973) e Stiglitz (2000) desenvolveram implicações e aplicações de informação assimétrica, fornecendo modelos que poderiam explicar com sucesso muitos dos fenômenos econômicos e sociais (Izquierdo & Izquierdo, 2007).

Arrow (1963) trata a existência de incerteza, informação e conhecimento como mercadorias, como outras *commodities*, que possuem um custo de produção e um custo de transmissão, em que a demanda se concentra entre os que podem lucrar mais com a informação. Segundo Pires (2008), a assimetria passa a ser inerente à própria segregação entre a administração e a propriedade das empresas e, neste sentido, a informação detida pelo acionista pode ser diferente da possuída pelo administrador.

Diante dos pressupostos da teoria da agência, da separação entre empreendedores e financiadores, investidores e administradores, surgem os problemas de assimetria da informação, pois os provedores dos recursos não possuem as mesmas informações do que os administradores (Petacchi, 2015). Hendriksen e Van Breda (1999) mencionam que a assimetria de informação é um problema que é causado pela informação incompleta, onde nem todos os fatos são conhecidos por todos os envolvidos, podendo, assim, certas informações não serem consideradas. A assimetria da informação, segundo Dal Vesco (2013), pode levar a dois problemas de agência:

- a) Risco Moral: relaciona-se com a falta de esforço por parte do agente de agir de acordo com o principal, que pratica ações ocultas, devido principalmente à capacidade do principal de observar as ações do agente;
- b) Seleção Adversa: manifesta-se quando o principal consegue observar o comportamento do agente, mas é incapaz de determinar se este é o comportamento mais adequado.

O risco moral é visto como uma forma de oportunismo, efetivado após a assinatura do contrato, uma vez que o indivíduo pode buscar seus próprios interesses, ao custo dos interesses do principal, tornando-se um fenômeno muito comum nas organizações. Já a seleção adversa ocorre muitas vezes devido ao fato de que a disponibilização das informações ocorre de forma não uniforme entre o principal e o agente (Nascimento & Reginato, 2008)

A assimetria informacional vem sendo tratada na literatura organizacional centrando-se principalmente nos estudos de análise econômica de mercado (Bertolin, Santos, Lima & Braga, 2008). Segundo Calhau (2012), estudos desensolvidos na área de finanças procuram analisar as consequências econômicas advindas na precificação dos ativos, ou em razão de vantagens que uma parte tem sobre a outra, decorrentes do acesso a informações sobre o bem ou o serviço a ser negociado.

Um fator a ser levado em consideração no caso dos investimentos em fundos é o fato que os administradores e gestores são diretamente responsáveis pelo rendimento dos acionistas, uma vez que estes são os responsáveis pelo investimento e a manutenção dos fundos (Scolese, 2014). Assim, ao adquirir cotas dos FIIs, os cotistas delegam a decisão do investimento para os gestores, que passam a ter mais informações do que o investidor, podendo, assim, afetar a probabilidade de investimentos em projetos de maior qualidade (Grenadier & Wang, 2004).

Outro fator a ser levado em consideração quando o assunto é assimetria de informação é o fato de que o investidor, para efetuar uma análise do processo de investimento, e para que esta seja bem feita, depende do acesso a informações sobre as opções existentes (Mugnaini, Silva, Souza & Del Corso, 2008).

3.3 INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS

Diante das diversas possibilidades de investimentos existentes, o segmento imobiliário vem ganhando cada vez mais destaque, tornando-se uma opção para aplicação de recursos (Scolese, 2014). O segmento imobiliário é tido como um dos principais vetores da economia mundial, uma vez que movimenta uma quantidade de recursos considerável, gerando empregos e incentivando o desenvolvimento econômico local e mundial (Steffen, 2015).

Segundo Andrade (2008), o investimento imobiliário abrange uma parte da construção civil, que é responsável pelas obras de edificações, e um conjunto de serviços imobiliários, tais como o desenvolvimento de empreendimentos imobiliários com intuito de venda, corretagem, administração de imóveis próprios ou de terceiros, administração de condomínios e outros serviços ligados ao setor.

Investimentos imobiliários tornam-se atrativos aos olhos dos investidores por possuírem características próprias diferentes de outros tipos de investimento, como ações, pois este setor torna possível a geração de riquezas por meio de locação de propriedades, preservando e valorizando o capital a longo prazo (Steffen, 2015). A locação de imóveis é uma relação jurídica, na qual o proprietário (locador) permite ao locatário o uso de seu imóvel por um período de tempo, determinado ou indeterminado, sendo recompensado financeiramente (Okazuka Junior, 2015).

No Brasil, a locação de imóvel é regida pela Lei nº 8.245/91, também conhecida como Lei do Inquilinato, na qual pode-se encontrar três tipos de locação: a) residencial, destinada ao uso de moradias, e celebradas com pessoas físicas; b) Para temporada, destinadas à residência temporária do locatário, por prazo não superior a noventa dias; e c) Não residencial, aquela que não se destinado à habitação, celebradas para fins comerciais (Okazuka, 2015).

Devido a sua ampla gama de serviços e produtos, o setor imobiliário desempenha um importante papel econômico no cenário internacional e nacional, sendo que o mercado imobiliário brasileiro encontra-se em expansão (Andrade, 2008). Segundo Rebouças (2011), a expansão do mercado imobiliário no Brasil é perceptível, devido principalmente pelo *déficit* habitacional do país, tornado o investimento neste setor presente no portfólio dos grandes investidores.

O setor de investimentos imobiliários apresenta benefícios altamente atrativos para os investidores, com rentabilidade tidas como estáveis e com possibilidades reais de valorização dos ativos, permitindo uma renda mensal satisfatória. No entanto, investimentos ligados ao mercado imobiliário podem apresentar problemas de liquidez, ou melhor, converter o investimento em capital circulante com mobilidade e aplicações distintas, além de apresentarem problemas gerados por investimentos de alto valor, o que geralmente se torna inviável pela falta de cursos necessários para a concretização dos projetos de longo prazo (Mugnaini et al., 2008).

Diante deste cenário o setor imobiliário manteve-se inacessível para o investidor comum durante muitos anos, principalmente pelo alto investimento inicial necessário para a aquisição dos imóveis e a reduzida liquidez destes ativos no mercado. Neste contexto surgem os Fundos de Investimento Imobiliários (Sousa, 2016). O investimento em imóveis diretos envolvem um alto valor de aplicação, possuindo, assim, poucos investidores que se dispõem em investir neste setor, o que estimulou o surgimento dos valores mobiliários, possibilitando a aliança entre o interesse de aplicação no mercado imobiliário e a chance de realizar a aplicação no mercado imobiliário (CVM, 2010).

Os investimentos em fundos imobiliários apresentam vantagens, com relação à compra de imóvel, que permite a possibilidade de se desfazer apenas de parte do investimento, no caso de ser necessário, ao contrário da aquisição de um imóvel, que permite apenas a venda integral do bem (Mugnaini et al., 2008). Os FIIs são também uma alternativa interessante de investimento para pequenos e médios investidores, que desejam investir no ramo imobiliário, uma vez que se comparado ao mercado tradicional de imóveis, este tipo de investimento não demanda de uma grande quantidade de recursos, permitindo a diversificação por meio da aquisição de diferentes cotas de diversos fundos, e que podem ser facilmente negociados no mercado (Silva Maia & Souza, 2015).

3.4 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

O conceito de fundo de investimento imobiliário surgiu nos Estados Unidos, no ano de 1960, com a criação do *Real Estate Investment Trusts* (REITs), idealizado primeiramente para servir de veículos de repasses administrativos para evitar a tributação nos níveis corporativos, além de possibilitar aos investidores a oportunidade de investir em grande escala em imóveis (Manganotti, 2014). Segundo Tang e Jang (2008), a criação dos REITs deu-se com a aprovação no Congresso Americano de uma legislação que inseria benefícios fiscais para este mercado. No entanto, somente a partir do ano de 1986, com a criação da *Tax Reform Act*, que este modelo de investimento ficou mais atrativo para os investidores do mercado imobiliário.

Assim, a indústria de fundos de investimento passou a ser conhecida como uma das principais fontes de captação e investimento de recursos do mundo. No Brasil, houve um aumento significativo desta modalidade de investimentos, a partir da liberação da economia, nos anos 90, promovendo a criação de diversos fundos e permitindo o aumento dos investimentos em fundos já existentes, dentre eles os fundos de investimento imobiliários (Matos & Nave, 2012).

As mudanças propostas pela *Tax Reform Act* acabou por direcionar os investimentos imobiliários para a obtenção de receitas e resultados econômicos, fazendo com que os fundos de investimento imobiliários passassem a um formato mais adequado de investimentos, além de permitir aos fundos a administração de imóveis de sua propriedade, com exceção dos que requerem serviços especializados, como hotéis, hospitais e *shopping centers* (Peterson & Hsieh, 1997).

Os fundos de investimento imobiliários oferecem oportunidades aos pequenos investidores a ter acesso ao mercado imobiliário com portfólios diversificados, permitindo

assim superar as dificuldades referentes ao grande investimento inicial necessário, além de superarem a necessidade de *expertise* gerencial, os altos custos de transação e a falta de liquidez de imóveis físicos, que acabavam por desencorajar os pequenos investidores (Porto, 2010).

Segundo Fernando, Klapper, Sulla e Vittas (2003), o desenvolvimento dos fundos imobiliários apresentam verdadeiro desenvolvimento a partir dos anos noventa, devido, principalmente, à crescente globalização financeira, com a expansão dos grupos financeiros internacionais, o forte crescimento dos mercados de ações e o surgimento de novos fundos que vão ao encontro das necessidades dos investidores. Conhecidos como oportunidades de investimento imobiliários indiretos e especializados, os Fundos de Investimento Imobiliários são o principal instrumento utilizado mundialmente para investir no setor imobiliário, sendo intermediários deste setor, captando o dinheiro dos acionistas, ou cotistas, para investir no mercado imobiliário (Mattarocci, 2014).

No mercado americano, os REITs podem ser de três tipos: a) fundos abertos registrados na *Securities and Exchange Commission* (SEC), órgão similar à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e com suas cotas listadas e negociadas na bolsa; b) fundos abertos, registrados na SEC, mas não listados e negociados em bolsa; e c) fundos fechados, sem registro na SEC, não sendo listados e nem negociado na bolsa (NAREIT, 2016). De acordo com a NAREIT (2016), os REITs são divididos em duas categorias principais:

- *Equity REITs* – compondo 90% dos fundos listados na bolsa, são fundos que adquirem propriedades comerciais como prédios comerciais, residenciais e *shopping centers*, obtendo grande parte da receita por meio da locação destes imóveis; e
- *Mortgage REITs* – representam cerca de 10% dos fundos negociados na bolsa, possuindo em seus investimentos títulos hipotecários vinculados a uma determinada propriedade, funcionando como financiador e cobrando juros sobre os valores, sendo os juros deste financiamento sua principal receita.

Este modelo de investimento espalhou-se por diversos países. Na Europa, o primeiro país a permitir o investimentos em REITs foi a Holanda em 1969. No entanto, somente a partir da década de 80 outros países – como Luxemburgo em 1988, Espanha em 1994, Itália em 1994, Bélgica em 1995, França em 2003, Reino Unido em 2007 e Alemanha em 2007 –, passaram a adotar tal estrutura de investimentos (Porto, 2010).

O mercado de REITs também se desenvolveu na Austrália, sendo implementado em 1971 com estrutura idêntica ao mercado americano, sendo responsável pelo crescimento do mercado imobiliário do país. Já no mercado asiático, o desenvolvimento dos fundos de investimento imobiliário começou a progredir recentemente, sendo o Japão o precursor

implementando seu modelo de REITs no ano de 2000, também seguindo o modelo norte americano (Steffen, 2015).

No Brasil, os Fundos de Investimentos imobiliários, conhecidos como FIIs, foram criados em 1993, por meio da Lei 8.668 de junho de 1993, passando posteriormente regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em janeiro de 1994 e atualmente regida pela Instrução Normativa CVM nº 472 de 31 de outubro de 2008 (Mugnaini et al., 2008). Segundo Steffen (2015), no Brasil o desenvolvimento dos FIIs se deve, principalmente, à criação de uma forma de financiamento do setor imobiliário, permitindo o crescimento do mercado imobiliário, que provocou um impacto direto na estrutura de capital dos grandes empreendedores do setor.

A Comissão de Valores Mobiliários (2010, p.8) define os fundos de investimento imobiliários como: “comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários. É constituído sob a forma de condomínio fechado, no qual o resgate de cotas não é permitido”.

Por meio dos FIIs os investidores passaram a investir seus recursos em ativos do setor imobiliário destinados à renda, no desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, construção ou aquisição de imóveis ou ainda no investimento de projetos para posterior alienação, locação ou arrendamento (CVM, 2010). Segundo Frade (2015), os valores arrecadados pelos fundos de investimentos imobiliários compõem o patrimônio líquido dos fundos, sendo divididos em frações ideais na forma de cotas, e aos cotistas são conferidos direitos iguais. No entanto, estes não possuem qualquer direito real sobre os imóveis, o que difere dos investimentos diretos em imóveis. Assim, por não possuir direito legal sobre os imóveis e empreendimentos dos fundos, os cotistas não possuem qualquer obrigação legal ou contratual relativa a estes imóveis (Scolese, 2014).

Por ser um investimento de condomínio fechado, o resgate do valor investido em cotas somente será realizado por meio das vendas, parcial ou integral, das cotas para outro investidor, assim, o ganho ou perda de capital se dará em função da variação do valor das cotas (Orru Neto, 2015).

Na Figura 2 é apresentada uma estrutura simplificada de um fundo de investimento imobiliário brasileiro.

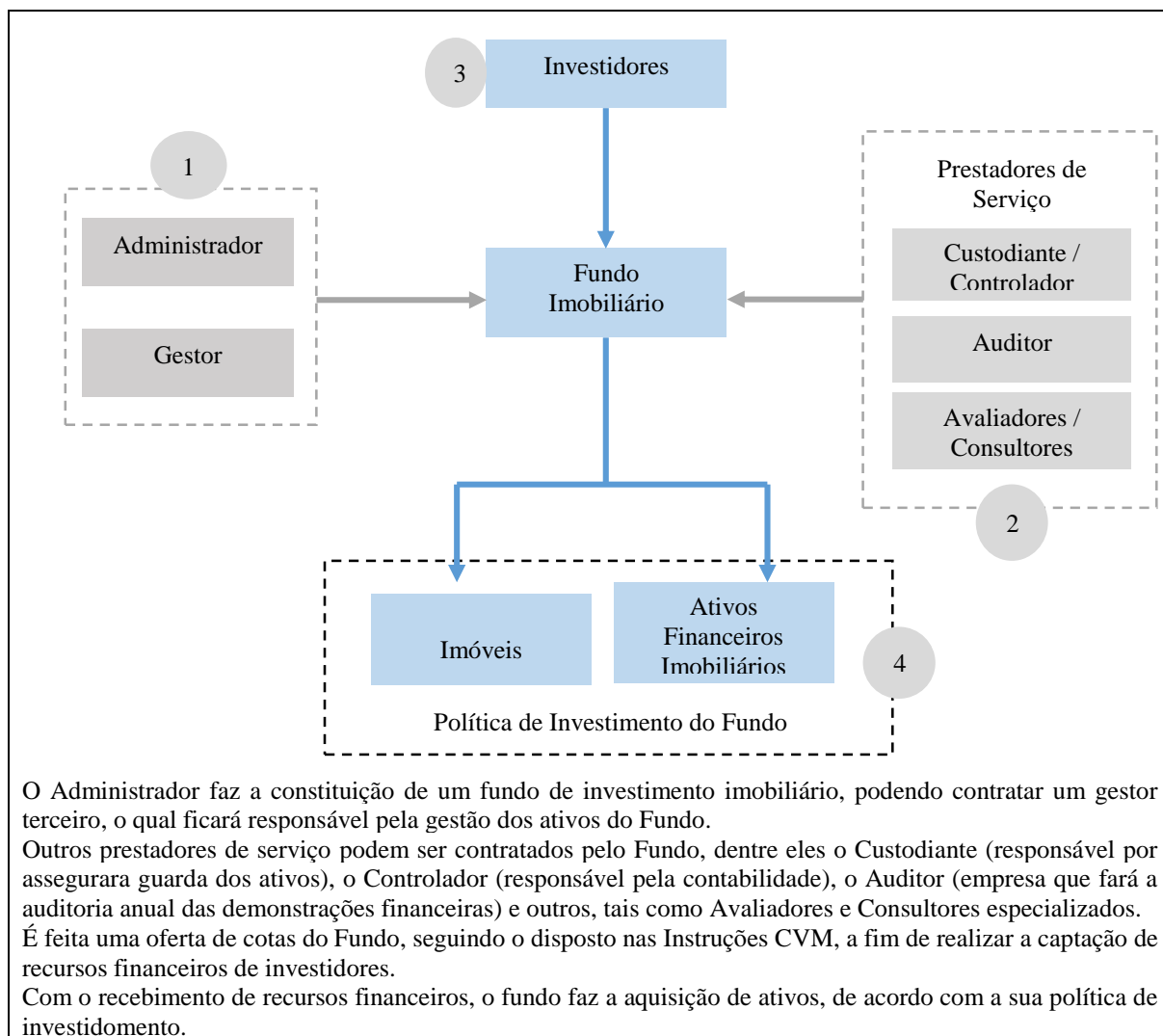


Figura 6 – Estrutura de um Fundo de Investimento Imobiliário no Brasil

Fonte: Okazuka Junior (2015)

Os FIIs possuem um administrador, que é responsável pela manutenção, funcionamento e investimentos, e suas cotas são negociadas no mercado de balcão organizado ou bolsa de valores, o que traz maior liquidez para os ativos, sendo que os fundos negociados na bolsa apresentam a vantagem para as pessoas físicas, pois nesta condição existe a injeção do imposto de renda dos rendimentos mensais (Frade, 2015).

A Lei 11.196/05 estipula que os rendimentos recebidos por investidores pessoas físicas sejam isentos de imposto de renda, quando seguidas cumulativamente as seguintes condições: a) o cotista deve possuir menos do que 10% das cotas do fundo; b) o fundo ter no mínimo 50 cotistas; e c) as cotas dos FIIs forem negociadas exclusivamente em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado.

Para que os FIIs sejam reconhecidos pelos CVM e possam ser negociados são necessários o cumprimento de todos os requisitos legais, como destaca Terpins (2014):

- a) Os Fundos de Investimento Imobiliários devem ser organizados sob forma de condomínio fechado;
- b) Os FIIs devem distribuir aos cotista, a cada seis meses, pelo menos 95% dos seus resultados de caixa;
- c) Pelo menos 75% de sua carteira deve ser composta por títulos ou propriedades relacionada no art. 45 da Instrução Normativa CVM nº 472/2008;
- d) Os FIIs não podem aplicar seus recursos em empreendimentos imobiliários que tenha como incorporador, construtor ou sócio, um cotista que possua, isoladamente ou em conjunto, mais de 25% das cotas do Fundo.

Para que um fundo possa existir no Brasil, é necessária a autorização para sua constituição concedida pela CVM após uma análise da documentação, além do envio de todos os documentos complementares para a obtenção do registro de funcionamento (Manganotti, 2014).

3.4.1 Tipos de Fundos de Investimento Imobiliários

Embora não exista uma classificação oficial dos fundos de investimento no Brasil, é possível classificar os fundos em três grupos, de acordo com seu principal objetivo de investimento

- Fundos Imobiliários de Renda: tida como a principal categoria de fundos imobiliários, abrangendo as estruturas que investem em imóveis prontos e os locam para diversos tipos de público. Os investidores deste tipo de fundo procuram o recebimento periódico das locações (Scolese, 2014).

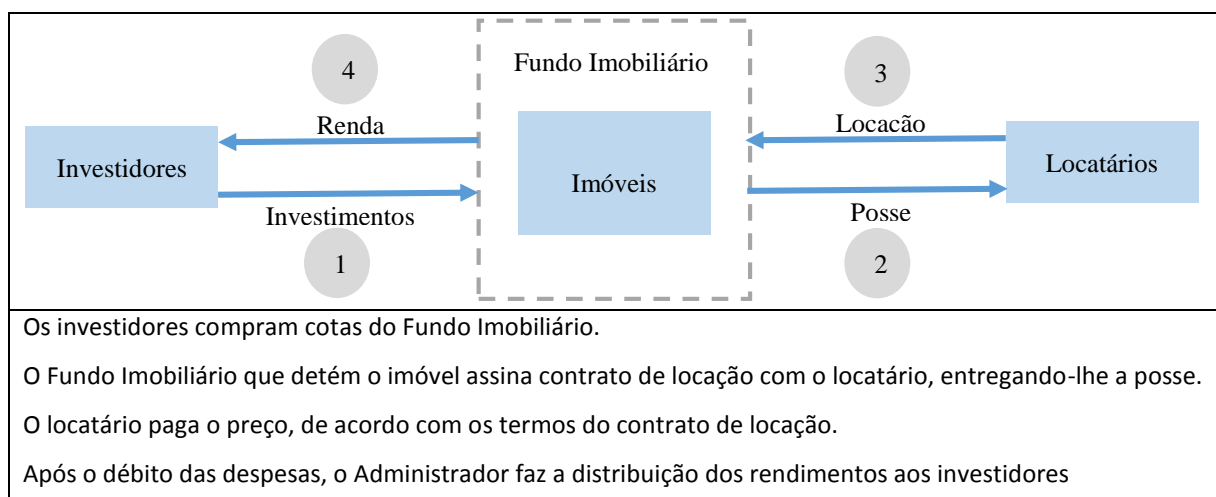


Figura 7 – Estrutura de um Fundo de Investimento Imobiliário de Renda

Fonte: Okazuka Junior (2015).

Esta modalidade de fundo é de perfil mais conservador, pois o risco pertence ao inquilino. No entanto, existe risco da análise do crédito do locatário e as variações de oferta e demanda do imóvel pertencente ao fundo (Orru Neto, 2015)

- Fundos Imobiliários de Desenvolvimento: nesta categoria fazem parte fundos que possuem como investimento a incorporação imobiliária e o seu ganho de capital na comercialização dos imóveis (Okazuka, 2015).

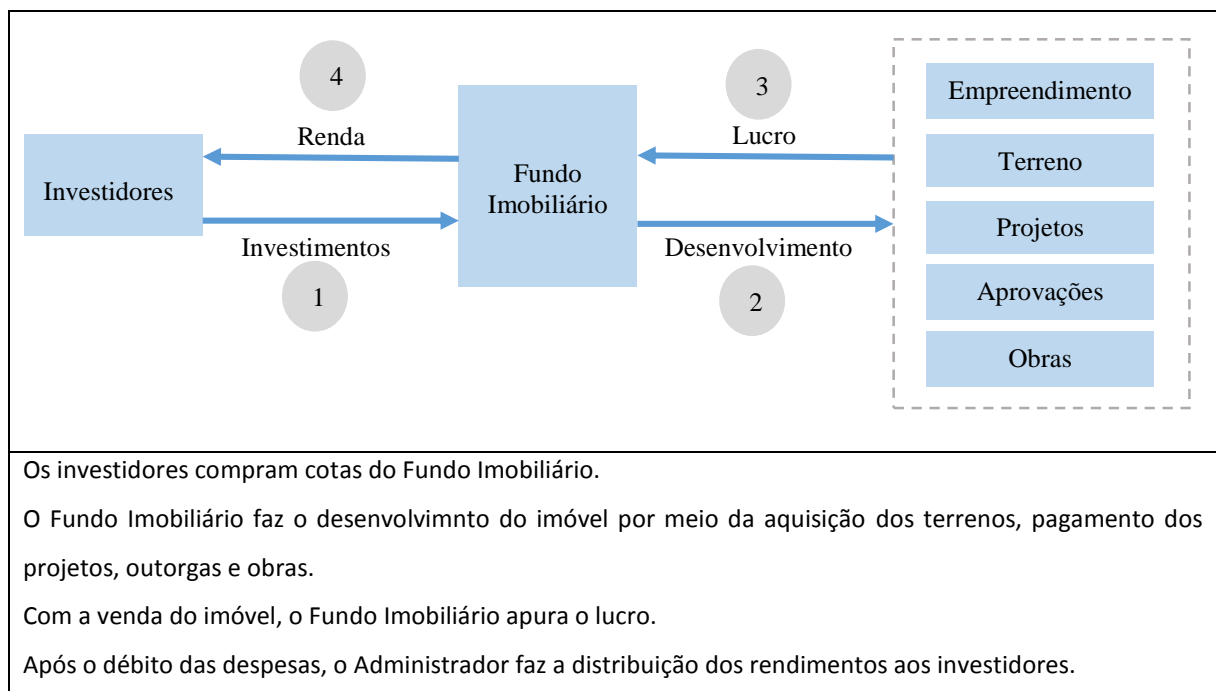


Figura 8 – Estrutura de um Fundo de Investimento Imobiliário de Desenvolvimento

Fonte: Okazuka Junior (2015)

São fundos que possuem como objetivo principal captar recursos para desenvolver empreendimentos imobiliários, de qualquer natureza e em qualquer estágio de incorporação, e o lucro, se houver, se dará pela venda do imóvel ou empreendimento (Orru Neto, 2015). Segundo os autores, este tipo de fundo é indicado para investidores que possuem um perfil mais arrojado e que aceitam o risco associado à incorporação, que pode ser desde atraso na obra, aumento do custo de construção, desempenho de vendas, entre outros.

- Fundos Imobiliários de Renda Fixa: são fundos que possuem o foco no investimento em ativos financeiros imobiliários, que são emitidos por bancos ou companhias securitizadoras, como as letras de crédito imobiliário (LCI) ou certificados de recebíveis imobiliários (CRI) (Scolese, 2014).

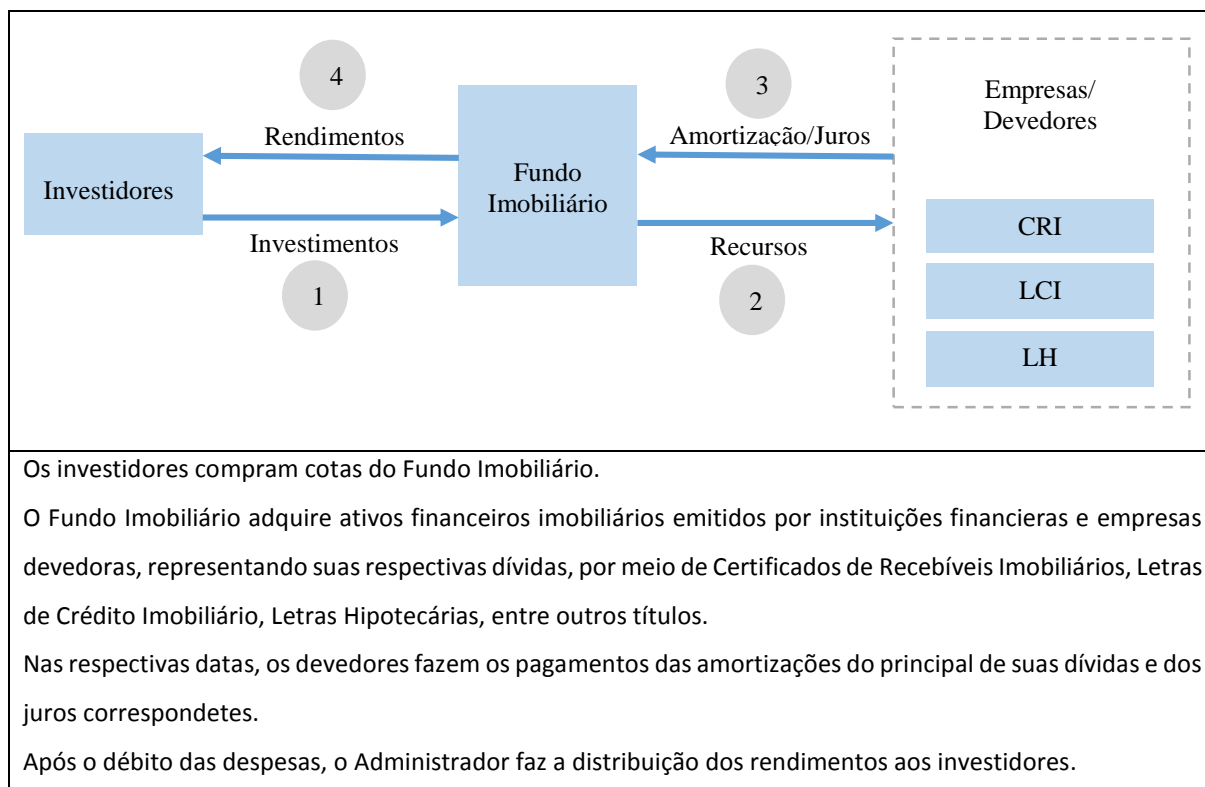


Figura 9 – Estrutura de um Fundo de Investimento Imobiliário de Renda Fixa

Fonte: Okazuka Junior (2015).

Estes fundos são compostos por diversos títulos, o que requer análises minuciosas e especializadas (Orru Neto, 2015).

De acordo com Scolese (2014) os fundos também podem ser classificados por finalidade, como: a) Renda regular: agupa os fundos que buscam proporcionar a geração de renda regular por meio do pagamento de aluguel ou pelos juros dos títulos de renda fixa; b) Ganho de capital: são fundos que tem por objetivo remunerar o investidor por meio do aumento do valor patrimonial das cotas, através da valorização dos bens ou da sua negociação no mercado; c) Investimentos gerais: são fundos que combinam investimento que geram renda regular e ganho de capital; e d) Securitização: fundos que possuem como ativo um contrato de operação que gera fundo de caixa proveniente de aluguel ou equivalente de um ou mais imóveis adquiridos pelos fundos.

3.4.2 Vantagens dos Fundos de Investimento Imobiliários

A participação do investimento indireto do setor imobiliário cresceu, devido principalmente ao fato de os investimentos direto em imóveis demandarem um elevado desembolso de capital; já os FIIs proporcionam ao pequeno investidor a participação com

valores relativamente baixos, além de permitir a diversificação simultânea dos investimentos (Scolese, 2014). Os autores ainda destacam outro aspecto que torna os FIIs atrativos aos olhos dos investidores, que é a possibilidade de rápida liquidação das cotas, podendo estas serem negociadas total ou parcialmente. No entanto, o que torna os Fundos Imobiliários atrativos aos pequenos investidores são os benefícios e incentivos fiscais.

Os investimentos em FIIs apresentam como principais vantagens:, diversificação, flexibilidade, retorno, menor custo e transparência, que permitem uma maior acessibilidade ao mercado imobiliário, uma vez que a compra de um imóvel envolve uma aplicação de um capital significativo e muitas vezes não acessível para investidores individuais (CVM, 2010).

Peyton, Park e Lotito (2008) destacam cinco razões para o investimento em ativos imobiliários: a) ótimos retornos absolutos; b) servem como instrumento de diversificação de portfólios; c) possuem poder de hedge contra a inflação; d) excelente gerador de fluxo de caixa; e e) ser um componente do universo global de investimento.

Segundo a CVM (2010), os fundos de investimento imobiliários apresentam diversas vantagens, entre elas:

Acesso ao Mercado Imobiliário:	Os FIIS permitem uma formação de carteira que envolvem empreendimentos imobiliários ou ativos ligados a este setor, que, devido ao alto valor envolvido, não estariam disponíveis a investidores individuais, ou de menor capacidade financeira, o que faz com que a possibilidade de investimento no setor sejam aumentadas.
Ganhos de Escala	A aplicação de recursos nos fundos de investimento imobiliário permite ao pequeno investidor o acesso a todas as condições oferecidas aos grandes investidores, o que proporciona ao fundo maior poder de negociação, além de permitir a diluição dos custos de administração entre todos dos cotistas.
Diversificação	Os FIIs consistem numa oportunidade de diversificação de aplicações para o investidor, além de agregar vantagens do mercado de valores mobiliários ao investimento no mercado imobiliário,.
Simplificação	O investidor não precisa se ocupar pessoalmente dos procedimentos, assim como não cabe ao investidor a adoção de providências relativas a manutenção, conservação ou reparos dos imóveis pertencentes aos fundos, pois isto é de responsabilidade dos administradores dos fundos.
Possibilidade de Fracionar o Investimento	Os fundos de investimentos imobiliários permitem aos cotistas a venda parcial de suas cotas, podendo vender no mercado secundário apenas a quantidade de cotas suficientes para suprir a necessidade de vendas.

Quadro 4 – Vantagens dos fundos de investimentos imobiliários

Fonte: Adaptado CVM (2010)

Segundo Frade (2015), os FIIS possibilitam aos investidores vantagens interessantes, principalmente sobre investimentos diretos em imóveis, sobretudo ao pequeno investidor, uma vez que possuem benefícios fiscais para pessoas físicas, como a isenção do imposto de renda sobre os rendimentos, além de permitirem uma maior diversificação dos investimentos, uma vez que o cotista pode investir valores menores em diferentes empreendimentos, regiões ou

perfis de risco. Outro fator que caracteriza uma vantagem aos FIIs é o fato de os investidores possuírem uma assessoria especializada para a administração destes ativos, fazendo com que os investidores consigam melhores condições de negociação (Frade, 2015). As desvantagens dos FIIs são tratadas como riscos, abordados no tópico a seguir.

3.4.3 Riscos do Investimentos em FIIs

Assim como qualquer investimento, os Fundos de Investimento Imobiliário apresentam riscos que necessitam ser previamente analisados pelo investidor. Visando delimitar os tipos de riscos envolvidos na aquisição de cotas dos FIIs, a CVM (2010), por meio de seu guia, lista os principais riscos decorrentes dos investimento neste setor, didivindo-os em três categorias:

Riscos de mercado	Mercado Financeiro	Os FIIs podem ser afetados pelos mesmos tipos de riscos que atingem o mercado financeiro e que podem afetar determinados fundos.
	Fatores Macroeconômicos Relevantes	Fatos extraordinários e situações especiais de mercado ou ainda eventos de natureza política, econômica ou financeira podem modificar e influenciar o mercado financeiro afetando negativamente os preços dos ativos integrantes das carteiras dos fundos.
Riscos Relativos ao Mercado Imobiliário	Taxa de ocupação imobiliária	A retração da economia pode ocasionar a redução na ocupação dos imóveis, o que pode não só reduzir a receita dos fundos mas também a gerar a redução nos valores dos aluguéis
	Desvalorização dos imóveis	Um fator que deve ser levado em consideração é o potencial econômico das regiões onde estão localizados os imóveis escolhidos para integrar o patrimônio do fundo, uma vez que podem ocorrer desvalorizações.
Riscos relativos ao investimento no fundo	Liquidez reduzida	Uma vez que os fundos de trabalham na forma de condomínios fechados com vendas de cotas, e sem o resgate de cotas, os titulares dos fundos podem ter dificuldades em realizar a venda de suas cotas no mercado secundário

Quadro 5 – Fatores de risco dos FIIs

Fonte: Adaptado de CVM (2010).

No entanto, para proporcionar aos investidores maior segurança é obrigatório que os regulamentos dos FIIs descrevam os objetivos do fundo, determinando os segmentos em que irão operar, assim como qual a natureza dos investimentos ou empreendimentos que poderão ser realizados. O regulamento deve conter também a política de investimento deste fundo, com os requisitos e parâmetros de diversificação que serão utilizados pelo administrador ou gestor (Scolese, 2014)

3.4.4 Administração e Gestão dos Fundos de Investimento Imobiliários

A qualificação e a experiência dos administradores e gestores dos Fundos é um aspecto muito importante na seleção dos investimentos, uma vez que estes são os responsáveis pelo investimento e pela manutenção dos fundos, além do administrador ser o proprietário fiduciário dos imóveis e direitos integrantes do patrimônio do fundo, exercendo todos os direitos e obrigações em benefício dos cotistas (Scolese, 2014).

A administração dos fundos é responsável direta e indiretamente pelo funcionamento e pela manutenção dos fundos, estes serviços podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, desde que estes estejam devidamente habilitados. No entanto, cabe ao administrador, dentre as funções, controlar e supervisionar as atividades inerentes à gestão dos ativos do fundo, fiscalizando os serviços prestados pelos gestores, além de fornecer informações periódicas e eventuais, conforme a legislação (Scolese, 2014).

Segundo a Instrução Normativa CVM nº 472/2008, art. 28, “A administração do fundo compete, exclusivamente, a bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, bancos de investimento, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores mobiliários, sociedades de crédito imobiliário, caixas econômicas e companhias hipotecárias”.

De acordo com o art. 30 da Instrução Normativa CVM nº 472/2008, cabe ao administrador:

1. Realizar todas as operações e praticar todos os atos que se relacionem com o objeto do fundo;
2. Exercer todos os direitos inerentes à propriedade dos bens e direitos integrantes do patrimônio do fundo;
3. Abrir e movimentar contas bancárias;
4. Representar o fundo em juízo e fora dele;
5. Solicitar quando necessário, a admissão à negociação em mercado organizado das cotas do fundo; e
6. Deliberar sobre a emissão de novas cotas, dentre dos limites e condições estabelecidos no regulamento.

O administrador poderá contratar, em nome do fundo, serviços que lhe auxiliem, tais como consultorias especializadas, que tenham com objetivo dar suporte ao administrado e ao gestor, na análise, seleção e avaliação de empreendimentos e ativos integrantes ou que possam integrar a carteira do fundo, ou, ainda, contratar empresas especializadas para administrar as

locações ou arrendamento de empreendimentos integrantes do seu patrimônio (CVM, 2008).

São obrigações do administrador dos fundos:

1. Selecionar os bens e direitos que comporão o patrimônio do fundo, de acordo com a política de investimento prevista no respectivo regulamento;
2. Providenciar a averbação, no cartório de registro de imóveis;
3. Manter, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem: a) os registros de cotistas e de transferência de cotas; b) os livros de atas e de presença das assembleias gerais; c) a documentação relativa aos imóveis e às operações do fundo; d) os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo; e e) o arquivo dos relatórios do auditor independente e, quando for o caso, dos representantes de cotistas e dos profissionais ou empresas contratados;
4. Celebrar os negócios jurídicos e realizar todas as operações necessárias à execução da política de investimentos do fundo, exercendo, ou diligenciando para que sejam exercidos, todos os direitos relacionados ao patrimônio e às atividades do fundo;
5. Receber rendimentos ou quaisquer valores devidos ao fundo;
6. Custear as despesas de propaganda do fundo, exceto pelas despesas de propaganda em período de distribuição de cotas que podem ser arcadas pelo fundo;
7. Manter custodiados em instituição prestadora de serviços de custódia, devidamente autorizada pela CVM, os títulos e valores mobiliários adquiridos com recursos do fundo;
8. No caso de ser informado sobre a instauração de procedimento administrativo pela CVM, manter a documentação referida no inciso III até o término do procedimento;
9. Dar cumprimento aos deveres de informação previstos no Capítulo VII da Instrução 472/08 e no regulamento do fundo;
10. Manter atualizada junto à CVM a lista de prestadores de serviços contratados pelo fundo;
11. Observar as disposições constantes do regulamento e do prospecto, bem como as deliberações da assembleia geral; e
12. Controlar e supervisionar as atividades inerentes à gestão dos ativos do fundo, fiscalizando os serviços prestados por terceiros contratados e o andamento dos empreendimentos imobiliários sob sua responsabilidade.

Quadro 6 – Obrigações dos administradores

Fonte: Adaptado Instrução Normativa CVM nº 472/2008

É dever dos administradores e gestores exercerem suas atividades com boa fé, transparência, diligência e lealdade com o fundo e cotistas, não utilizando em benefício próprio as oportunidades de negócios oferecidos pelos fundos, nem deixar de aproveitar oportunidade de negócio que sejam do interesse do fundo, transmitindo ao fundo qualquer benefício ou vantagem que por acaso possam alcançar em decorrência de sua condição. São vedados aos administradores, no exercício das funções de gestor dos fundos e utilizando os recursos do fundo:

1. Receber depósito em sua conta corrente;
2. Conceder empréstimos, adiantar rendas futuras ou abrir créditos aos cotistas sob qualquer modalidade;
3. Contrair ou efetuar empréstimo;
4. Prestar fiança, aval, bem como aceitar ou co-obrigar-se sob qualquer forma nas operações praticadas pelo fundo
5. Aplicar no exterior recursos captados no país

Continua...

Continuação.

6. Aplicar recursos na aquisição de cotas do próprio fundo;
7. Vender à prestação as cotas do fundo, admitida a divisão da emissão em séries e integralização via chamada de capital;
8. Prometer rendimentos predeterminados aos cotistas;
9. Realizar operações do fundo quando caracterizada situação de conflito de interesses entre o fundo e o administrador, entre o fundo e o gestor, entre o fundo e os cotistas, entre o fundo e o representante de cotistas ou entre o fundo e o empreendedor, ressalvada a hipótese de aprovação em assembleia geral;
10. Constituir ônus reais sobre os imóveis integrantes do patrimônio do fundo;
11. Realizar operações com ativos financeiros ou modalidades operacionais não previstas nesta instrução;
12. Realizar operações com ações e outros valores mobiliários fora de mercados organizados autorizados pela CVM, ressalvadas as hipóteses de distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão de debêntures em ações, de exercício de bônus de subscrição e nos casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização;
13. Realizar operações com derivativos, exceto quando tais operações forem realizadas exclusivamente para fins de proteção patrimonial e desde que a exposição seja sempre, no máximo, o valor do patrimônio líquido do fundo;
14. Praticar qualquer ato de liberalidade.

Quadro 7 – Vedações dos administradores

Fonte: Adaptado Instrução Normativa CVM nº 472/2008

A remuneração dos gestores pelos serviços prestados ao fundo deverão constar no regulamento do fundo, podendo incluir uma parcela variável, sendo esta calculada sobre o desempenho do fundo ou por algum indicador relevante para o mercado imobiliário, desde que esta atenda aos critérios estabelecidos pelos fundos além do fundo poder prever no regulamento um valor mínimo para a remuneração do administrador ou do gestor, a fim de assegurar que sejam cobertas todas as despesas incorridas com os serviços prestados para o fundo (CVM, 2008).

3.4.5 Principais estudos desenvolvidos no Brasil sobre Fundos de Investimento Imobiliários

O interesse sobre os FIIs no Brasil é recente, com o primeiro estudo desenvolvido no ano de 2007, com um crescente aumento dos estudos ao longo dos anos, a medida que os fundos de investimento imobiliário passam a assumir um papel de destaque no setor de investimentos.

Mugnaini (2007) procurou analisar o nível de eficiência informacional e a performance de sete fundos de investimentos imobiliários negociados na Bolsa de Valores, no período compreendido entre janeiro de 2003 até agosto de 2005, chegando à conclusão de que existe a possibilidade de existirem mecanismos de negociação que possam ser mais lucrativos para o investidor do que a estratégia de simplesmente comprar e guardar cotas dos fundos. No entanto, esta aparente ineficiência pode ser parcialmente justificada pelo fato de os gestores não se

utilizarem de todas as informações disponíveis no mercado, ou ainda de não terem acesso a esta, baseando sua tomada de decisão apenas nos fatores de natureza política ou econômica.

Amato (2009) teve como objetivo estabelecer um modelo de estruturação e critérios de governança dos recursos aplicados pelos investidores em fundos imobiliários durante a implantação do empreendimento. Para tanto, construiu-se um modelo matemático, baseando-se em protótipo de um *shopping center*, sendo possível, por meio deste, exemplificar os impactos nos indicadores de qualidade do investimento para os empreendedores. Além de permitir produzir uma análise de risco por meio de algumas variáveis, através deste modelo de critérios de governança os empreendedores poderão identificar quais os instrumentos mais adequados para atrair os investidores.

Porto (2010), por meio de sua Tese de Doutorado em Engenharia, procurou desenvolver um método para orientar a gestão dos portfólios de investimento em edifícios de escritórios para locação no Brasil, por meio da abordagem quantitativa, com análise documental e estatística multivariada, e chegou à conclusão de que a concentração de renda do portfólio em determinados segmentos pode não representar um fator de risco significativo, no qual estruturas contratuais podem proteger o portfólio de oscilações de renda e o indicador de rentabilidade proposto, permitindo identificar o quão próximo ou não está o comportamento dos ativos do portfólio em relação ao comportamento médio do segmento de referência.

Ferreira (2011) analisou as alterações no ambiente de investimentos dos FIIs, tendo como base seus prospectos e, regulamentos, e identificou como os critérios de governança corporativa estão atualmente, comparando-os com critérios presentes em outros ambientes de investimento, concluindo que as alterações destes critérios influenciam o posicionamento dos FIIs no mercado, e quais alterações ainda podem ser feitas para aumentar a flexibilidade.

Rodrigues (2012) em seu estudo composto por quatro tipos de ativos, sendo eles: fundos de renda variável, fundos de renda fixa, imóveis e a taxa livre de risco CDI, procurou verificar se a inserção de imóveis no portfólio de longo prazo traz diversificação e qual deveria ser a proporção ideal de investimento deste tipo de ativo na carteira e qual o custo de não investir neles. A análise dos dados deu-se por meio de modelos econométricos de previsibilidade e estatística multivariada com o Software E-views, chegou-se à conclusão de que investir em imóveis traz diversificação, aumento de retorno esperado e redução de risco do portfólio. Verificou-se que os ativos imobilizados utilizados neste trabalho são agentes diversificadores do portfólio.

Castro (2012) estudou a evolução das cotas de FII e dos indicadores de mercado, verificou se existem tendências estacionárias e ainda procurou entender se os mesmos

apresentam tendências conservadoras. Por meio de uma abordagem quantitativa e utilizando-se de estatística multivariada, pesquisou 15 fundos de investimentos listados na BMF&Bovespa. Como resultado, apontou que os FIIs podem ser considerados investimentos conservadores que apresentam duas rentabilidades e possuem características de valoração acima dos *benchmarks* do mercado.

Fiorini (2012) teve o objetivo de auxiliar o investidor a identificar quais informações este deve procurar em um prospecto de um fundo de investimento a fim de selecionar o fundo a investir, buscando, assim, identificar as características indicativas de desempenho superior dos FIIS, utilizando para sua regressão a rentabilidade observada, concluindo que os fundos de investimento imobiliários de gestão ativa, sem imóvel definido, e que investem em lajes corporativas localizados nos grandes centros são mais rentáveis que os demais FIIs.

Guimarães (2013) avaliou a persistência na performance de fundos de investimento imobiliário. Com abordagem quantitativa, contemplou todos os 89 fundos imobiliários ativos e negociados na bolsa de valores, e por meio de análise de desempenho através de modelos multi fatores, identificou que os fundos de investimentos imobiliário de retorno superior, e apresentam persistência em seus desempenhos. Já Mota (2013) apresentou uma abordagem geral dos fundos de investimentos imobiliários, sua história, desenvolvimento, características, tipos e comportamento enquanto forma de investimento, mediante análise documental. Concluiu que os FIIs são investimentos imobiliários que envolvem recursos captados via mercado de valores mobiliários, vindo a viabilizar o acesso de pequenos e médios investidores, e permitindo mais controle dos atos praticados por proprietários e submetidos à análise de especialistas e investidores.

Terpins (2013) procurou testar os fundamentos das principais teorias relativas à natureza jurídica dos fundos de investimento à luz das peculiaridades do FII, identificando o instituto que melhor espelha sua essência, assim definindo a disciplina legal a este aplicável. Segundo o autor, o reconhecimento do Fundo de Investimento Imobiliário é dado pela comunhão de objetivos, e não de objetos, direcionados à criação de uma organização, voltada ao cumprimento de uma finalidade, e manifestada através de um contrato de sociedade de onde podem encontrar dificuldades advindas da adoção do modelo societário, e a tendência a repetirmos os erros então cometidos em relação às sociedades de investimento, incluindo a problemática decorrente da burocracia exigida para novas chamadas de capital.

Gabriel (2014) analisou as performances dos Real Estate Investment Trusts (REITs) e os Fundos de Investimentos Imobiliários, por meio de índices estimados de Sharpe, Treynor, Alfa de Jensen, MM, Sortino e Appraisal Ratio no período de 2003 a 2013, bem como procurou

identificar as variáveis que afetam o retorno destes ativos durante o período analisado. De acordo com os resultados, todos os indicadores de performance referentes aos REITs se mostraram superiores os FIIs. Quanto às variáveis capazes de influenciar o retorno, demonstrou-se que nos REITs as variáveis prêmio pelo risco e a estrutura a termo mostram-se significativas; já para os FIIs, as variáveis prêmio pelo risco e inflação inesperada mostram-se significativas para explicar o retorno dos ativos.

Iório (2014) analisou o desempenho das carteiras formadas por fundos de investimento imobiliário negociados na Bolsa de Valores, comparando duas diferentes estratégias de formação de portfólios, uma proposta por Markowitz (1952) e uma estratégia alternativa, o Índice de Fundos de Investimento Imobiliário (IFIX), utilizando-se de uma amostra de dez FIIs no período de setembro de 2010 a agosto de 2013. Os resultados apontam que o método desenvolvido por Markowitz tende a ser capaz de proporcionar um desempenho com base na relação de risco e retorno melhor, constituindo-se de uma ferramenta adicional ao investidor individual.

Manganotti (2014) considerou fundos negociados no mercado secundário pela BM&FBovespa e classificados como renda existentes no período da pesquisa, e evidenciou que, na comparação dos retornos trimestrais de capital dos imóveis comerciais convencionais, não há correlação com os retornos trimestrais de capitais FIIs de renda no período estudado. Quanto à ocorrência de desempenho anormal, conclui-se que há retorno acima do mercado com resultados estatisticamente significativos, quando analisados períodos de 36 a 24 meses, e em períodos de 12 meses não há ocorrência de desempenho anormal.

Scolese (2014) investigou o retorno dos fundos de investimentos imobiliários, buscando medir a sensibilidade de seu comportamento frente a outros investimentos do segmento de renda fixa, renda variável e do segmento imobiliário, com uma amostra de 15 fundos que possuíam retornos superiores a 36 meses, contados a partir de setembro de 2013, concluindo que o investimento em fundos imobiliários não possui seu retorno associado somente ao mercado imobiliários, mas sofre influências das variações do segmento de renda fixa e de renda variável.

Frade (2015) examinou se as variações nas taxas de juros são representativas sobre o desempenho dos FII no período de 2010-2013, utilizando os 10 principais fundos do Índice de Fundos de Investimento Imobiliários, negociados pela BM&FBovespa. Os resultados indicam que o aumento no nível da curva de juros tem um impacto negativo no desempenho dos FIIs, ao passo que o aumento na inclinação também tem impacto negativo, mas não de forma relevante. Okazuka Junior (2015) procura analisar as razões que permitem aos fundos de

investimento imobiliário de serem propostos como uma opção para as empresas realizarem a gestão de seus ativos imobiliários quando estas buscarem não imobilizar recursos, mas sim a locação do imóvel. Utilizando um estudo de caso com duas empresas, chegou à conclusão que Os fundos imobiliários podem ser considerados como uma alternativa; no entanto, não é possível a conclusão de que ele produza os melhores resultados e que exista alguma atividade empresarial que tenha maior propensão a sua utilização.

Orru Neto (2015) investiga a relação entre a inflação e o retorno dos fundos de investimento imobiliário no Brasil, os indicadores de preços imobiliários utilizados foram IFIX, FIPEZAP e o IVG-R, testados contra as variáveis macroeconômicas de diferença entre as expectativas dos indicadores de inflação, representado pelo IPCA, e câmbio, e também contra as variáveis de risco de prazo, representada pela diferença entre o retorno aos títulos do tesouro com vencimento em 1 mês e em 30 anos, e a volatilidade dos mercados financeiros, representada pelo índice Ibovespa. A pesquisa conclui que o retorno dos fundos de investimento imobiliário e a variação dos índices de preço de imóveis utilizados têm pouca correlação com os índices de inflação e mais relação com as outras variáveis do modelo.

Steffen (2015) analisa a influência do mercado de ações, dos juros de mercado e de fatores específicos a um segmento, na rentabilidade dos FIIS, utilizando a estatística descritiva e multivariada, tendo como base os fundos de investimento com cotas negociadas na BM&FBovespa, constata que para uma influência significativa da variação da bolsa de valores na análise de uma carteira geral de FIIs, quando analisadas carteiras com características específicas, esta influência diminui, quanto aos juros de mercado estes influenciam significativamente a carteira geral de FIIS, e em um período específico da análise. Para a carteira que investe em Shopping Center, as variáveis bolsa de valores, juros e variação do aluguel tiveram resultado significativo.

3.5 HIPÓTESES DA PESQUISA

As hipóteses exibem os objetivos e a questão de pesquisa, formuladas para orientar o estudo (Sampiere, Collado & Lucio, 2006). Diante do exposto e com a finalidade de melhor orientar a pesquisa foi possível formular as seguintes hipóteses:

H1: O investimento em fundos de investimento imobiliário no Brasil é mais rentável em comparação ao investimento direto em imóveis para o investimento até R\$500.000,00?

H2: A estrutura dos FIIs com relação ao controle e ao gerenciamento das decisões e a possibilidade da assimetria de informações afetam negativamente o investimento em fundos de

investimento imobiliário, em comparação ao investimento direto em imóveis de até R\$ 500.000,00?

4 MÉTODO E PROCEDIMENTOS DA PESQUISA

Este Capítulo compreende os procedimentos metodológicos adotados na condução da pesquisa, objetivando descrever as etapas de modo a orientar a direção do estudo. A metodologia utilizada neste estudo tem como finalidade orientar a direção, para produzir ciência, conforme as palavras de Richardson (2010, p. 22) “[...] são os procedimentos e regras utilizadas por determinado método”. Assim, o método científico auxilia para se chegar a um objetivo.

4.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

O objetivo geral deste estudo consiste em identificar como a gestão influencia o desempenho dos investimentos em FIIs se comparados aos imóveis de locação direta no período de 2010 a 2016. Para tanto, o método de abordagem utilizado nesta pesquisa é o hipotético-dedutivo, pois, segundo Sampieri, Collado e Lucio (2006, p. 8), este método compreende as seguintes premissas: a) delinhamos teorias e delas derivamos hipóteses; b) as hipóteses são submetidas à prova utilizando os modelos de pesquisa apropriados; c) se os resultados sustentam as hipóteses ou forem condizentes com elas, são obtidas evidências em seu favor. Se os resultados são refutados, são descartadas em busca de melhores explicações e hipóteses.

O método hipotético-dedutivo, de acordo com Marconi e Lakatos (2003, p. 106), “[...] se inicia pela percepção de uma lacuna nos conhecimentos, acerca da qual formulam-se hipóteses e, pelo processo de inferência dedutiva, testa-se a predição da ocorrência de fenômenos abrangidos pela hipótese”.

Por sua vez, os métodos de procedimentos, conforme Marconi e Lakatos (2003, p. 106), “seriam etapas mais concretas da investigação, com finalidade mais restrita em termos de explicação geral dos fenômenos e menos abstratas”. Neste sentido, o método de procedimentos adotada neste estudo é o método comparativo, que segundo Marconi e Lakatos (2003), é utilizado para comparações de grupos no presente, no passado, ou entre sociedades iguais ou em diferentes estágios de desenvolvimento, levando em consideração as semelhanças e diferenças entre os grupos, sociedades ou povos, contribuindo para um melhor entendimento do comportamento humano e empresarial, permitindo a verificação de similaridades e a explicação de divergências.

Após a escolha do método de pesquisa, foi delineada a tipologia da pesquisa. Para tanto, utilizou-se três grupos de abordagens, referentes: a) ao problema de pesquisa; b) aos objetivos; e c) aos procedimentos (Sampieri, Collado & Lucio, 2006).

A pesquisa científica parte de dois enfoques: o quantitativo e o qualitativo, ou da combinação dos dois, denominado de enfoque misto. Estes dois enfoques se diferenciam não somente pela sistemática pertencente a cada um deles, mas sim pela abordagem dada ao problema (Creswell, 2007).

O enfoque quantitativo é caracterizado pelo emprego da quantificação na coleta e análise dos dados, por meio de técnicas estatísticas, das mais simples às mais complexas, para responder às questões de pesquisa e testar as hipóteses (Richardson, 2010). Sampiere, Collado e Lucio (2006) destacam que o método quantitativo para responder às questões de pesquisa e testar as hipóteses, utiliza, na coleta e na análise dos dados, a medição numérica e a estatística para estabelecer de comportamento das populações.

Com base nesta definição e dada a questão de pesquisa, pode-se afirmar que, quanto à abordagem do problema, a pesquisa pode ser classificada como sendo quantitativa, pois este estudo se caracteriza pelo emprego de instrumentos estatístico, tanto na coleta quanto no tratamento dos dados, uma vez que os dados levantados são passíveis de serem quantificados.

Com o intuito de atender os objetivos propostos, aplicou-se neste estudo a pesquisa descritiva. Segundo Sampieri, Collado e Lucio (2006), a pesquisa descritiva aborda a descrição, o registro, a análise e a interpretação de fenômenos atuais, tendo como objetivo principal o funcionamento presente e futuro da pesquisa. Gil (2009) destaca que pesquisas descritivas possuem como objetivo principal a descrição das características de determinadas populações ou fenômenos, ou ainda estabelecer relação entre variáveis.

Portanto, o presente estudo é classificado como descritivo, pois a pesquisa procura atender aos objetivos propostos a partir da análise dos fatos observados, registrados, analisados, classificados e interpretados, sem a interferência do pesquisador.

4.2 UNIDADE DE ANÁLISE, POPULAÇÃO E AMOSTRA

A seleção da amostra e da população investigada acarretam na definição da unidade de análise (Babbie, 2006), isto é, implica em definir os indivíduos, objetos, fenômenos, fatos ou eventos alvos do estudo e sobre os quais serão coletados os dados. Para tanto, fez-se necessária a delimitação da população, definir o tamanho, o tipo de amostragem e aplicar o procedimento de seleção e, por fim, obter a amostra.

4.2.1 Unidade de análise

Unidades de análise correspondem tipicamente aos indivíduos. No entanto, podem ser também grupos, organizações, instituições, estados, nações, empresas, clubes, agências governamentais, assim como unidades de análise culturais e sociais (Babbie, 2006).

A fim de investigar e identificar o papel da gestão e como esta influencia o desempenho dos FIIs, definiu-se como unidade de análise os fundos de investimento imobiliário localizados no Brasil.

4.2.2 População e Amostra

Para atingir os objetivos da pesquisa é necessário a definição da população que será estudada. Segundo Hair Jr., Babin, Money e Samouel (2005, p. 239), “[...] a população alvo é o grupo completo de objetos ou elementos relevantes para o projeto de pesquisa”. Malhotra (2006) destaca a importância da definição da população, pois uma definição imprecisa ou incorreta da população alvo poderia resultar em pesquisas ineficientes, conduzindo a enganos e erros.

Logo, a população estudada compreende os fundos de investimentos imobiliários, listadas na BM&FBovespa, sendo eles:

Fundo	Código do Fundo	Fundo	Código do Fundo	Fundo	Código do Fundo
FII Abc Imob	ABCP11	FII Excellen	FEXC11B	FII The One	ONEF11
FII Aesapar	AEFI11	FII Riob Rc	FFCI11	FII Panamby	PABY11
FII AG Caixa	AGCX11	FII Gen Shop	FIGS11	FII Polo I	PLRI11
FII Torre Al	ALMI11B	FII Indl BR	FIIB11	FII Polo Cri	PORD11
FII Ancar Ic	ANCR11B	FII Rb Cap I	FIIP11B	FII D Pedro	PQDP11
FII Cshgatsa	ATSA11B	FII Fatorfix	FIXX11	FII Personal	PRSN11B
FII BB Progr	BBFI11B	FII S F Lima	FLMA11	FII P Vargas	PRSV11
FII BB Prgii	BBPO11	FII Floripa	FLRP11B	FII JHSF Fbv	RBBV11
FII BB Corp	BBRC11	FII Memorial	FMOF11	FII Rbresid2	RBDS11
FII C Jardim	BBVJ11	FII Cshgfoft	FOFT11	FII Rb Gsb I	RBGS11
FII Bc Ffii	BCFF11B	FII A Branca	FPAB11	FII Rb II	RBRD11
FII Bcia	BCIA11	FII Opportun	FTCE11B	FII Riobcri2	RBVO11
FII Bees Cri	BCRI11	FII Vbi 4440	FVBI11B	FII Rd Escri	RDES11
FII Bmbrc Lc	BMLC11B	FII V Parque	FVPQ11	FII Reit Riv	REIT11B
FII Banrisul	BNFS11	FII Louveira	GRLV11	FII BB R Pap	RNDP11
FII Absoluto	BPF11	FII Gwi Ri	GWIR11	FII Rionegro	RNGO11
FII Bc Fund	BRCR11	FII Crianca	HCRI11B	FII Sant Age	SAAG11
FII C Branco	CBOP11	FII Cshgshop	HGBS11	FII Scp	SCPF11
FII Ceo Ccp	CEOC11B	FII CSHG Cri	HGCR11	FII Sdi Log	SDIL11

Continua...

Continuação.

FII Cenesp	CNES11B	FII Cshgihsf	HGJH11	FII Higienop	SHPH11
FII Capi Sec	CPTS11B	FII CSHG Log	HGLG11	FII SP Downt	SPTW11
FII C Textil	CTXT11	FII HG Real	HGRE11	FII Tboffice	TBOF11
FII Cx Cedae	CXCE11B	FII Hotel Mx	HTMX11B	FII Topfofi	TFOF11
FII Cx Rbrav	CXRI11	FII Shopjsul	JRDM11B	FII Bm Thera	THRA11B
FII Cx Trx	CXTL11	FII Js Real	JSRE11	FII Torre no	TRNT11B
FII Domo	DOMC11	FII Kinea Ri	KNCR11	FII Trx Log	TRXL11
FII Dovel	DOVL11B	FII Kinea Ip	KNIP11	FII Olimpia	VLOL11
FII Mtgestao	DRIT11B	FII Kii Real	KNRE11	FII Fator Ve	VRTA11
FII Ourinves	EDFO11B	FII Kinea	KNRI11	FII Wm Rbcap	WMRB11B
FII Galeria	EDGA11B	FII Max Ret	MAXR11B	FII W Plaza	WPLZ11B
FII Eldorado	ELDO11B	FII Merc BR	MBRF11	FII Xp Macae	XPCM11
FII Europar	EURO11	FII Merito I	MFII11	FII Xp Gaia	XPGA11
FII Anh Educ	FAED11B	FII Maxi Ren	MXRF11	FII Trxe Cor	XTED11
FII Almirant	FAMB11B	FII Nch Bra	NCHB11B		
FII Campusfl	FCFL11B	FII Lourdes	NSLU11B		

Quadro 8 – População da pesquisa

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Quadro 8 observa-se a população investigada, contando com 103 fundos listados, sendo esta também a amostra da pesquisa, uma vez que serão considerados na análise todos os fundos de investimento imobiliários listados.

4.3 CONSTRUCTO DA PESQUISA

Sampieri, Collado e Lucio (2006) mencionam que os constructos apresentam a descrição e conceitos da maneira pela qual a pesquisa será operacionalizada. Assim, no quadro a seguir apresentam-se os constructos da pesquisa.

Objetivos	Variáveis	Métrica
Analisar, através de índices, a performance dos fundos de investimento no Brasil	Varição da Cota	Mensurado, a partir da comparação entre o preço do ativo na data atual em relação a uma determinada data no passado
	P/PVA	Valor médio do preço de mercado e seu valor patrimonial dos últimos anos
	Rendimento	Mensurado, em valores percentuais, a partir da comparação entre o valor da cota e o retorno distribuído aos cotistas
	Varição da cota+distribuição	Medido através da comparação entre os valores médios das variações da média da distribuição aos cotistas
	Liquidez	Determinada através do volume de negociação dos FIIs, considerando os fundos que não apresentaram dificuldades de negociação.
Levantar o desempenho de diferentes tipos de imóveis para locação;	Compra/venda	Valor médio por metro quadrado para compra ou venda dos imóveis.
	Locação	Valor médio recebido de aluguel por metro quadrado
	Rentabilidade	Valor médio do lucro líquido anual, já descontado as despesas com imobiliárias e manutenção dos bens

Quadro 9 – Constructo de Pesquisa

Fonte: Elaborado pela autora.

4.4 PROCEDIMENTOS DE COLETA DOS DADOS

Este tópico destina-se a indicar os procedimentos utilizados na condução da pesquisa. De acordo com Colauto e Beuren (2009), os instrumentos de pesquisa podem ser compreendidos como os processos adotados pelos pesquisadores para direcionar, de forma lógica e sistemática, o processo de coleta, análise e interpretação dos dados. Lakatos (2003) destaca que para a coleta dos dados podem ser utilizados três procedimentos: a pesquisa documental, a pesquisa bibliográfica e contatos diretos.

Pesquisas bibliográficas envolvem toda a bibliografia publicada em relação ao tema do estudo, tendo como principal finalidade inteirar e colocar o pesquisador em contato direto com tudo que já foi escrito e publicado sobre o assunto, permitindo definir e resolver problemas, além de explorar novas áreas não estudadas (Marconi & Lakatos, 2003). Segundo os mesmos autores, a pesquisa documental é restrita a documentos escritos, de fontes primárias ou secundárias.

A coleta de dados se dá por meio de pesquisas documentais de fontes primárias, utilizando dados ou informações que não receberam tratamentos analíticos, autênticos e não fraudados, colhidos no momento em que ocorrem ou posteriormente (*ex post-facto*). No entanto, pesquisas de fontes secundárias utilizam documentos já publicados sobre o tema estudado (Colauto & Beuren, 2009).

Logo, nesta pesquisa a coleta de dados envolve pesquisas bibliográficas e documentais. O levantamento bibliográfico deu-se a partir da leitura de livros, artigos científicos, revistas, dissertações, teses, textos e acesso a referenciais teórico disponibilizados na internet; já a pesquisa documental, por meio de materiais que ainda não receberam tratamentos analíticos. A Coleta de dados foi realizada a partir dos relatórios financeiros de cada fundo imobiliário e dos relatórios da Anbina, considerando-se apenas os fundos negociados no mercado secundário pela BM&FBovespa, classificados e existentes nos períodos da pesquisa.

Observa-se que os dados contábeis e de mercado dos fundos foram coletados na base de dados da Economática® e quanto aos dados referentes aos imóveis físicos, estes foram coletados junto ao Sindicato de Habitação e Condomínios (SECOVI) e por meio do Índice Fipezap de preços de imóveis anunciados, que possui abrangência nacional e acompanha os preços de venda e locação de imóveis no Brasil. Para a comparação do retorno entre os imóveis físicos e os fundos de investimentos imobiliários de renda foram utilizados dados do período de janeiro de 2010 a dezembro de 2016.

4.5 PROCEDIMENTOS E ANÁLISE DE DADOS

Para Gil (2009), efetuada a coleta de dados, a etapa subsequente é a análise e a interpretação destes dados. Na análise objetiva-se a organização dos dados de tal maneira que possibilitem o fornecimento de respostas para o problema de pesquisa; já a interpretação tem por finalidade a procura de um sentido mais amplo para os dados (Gil, 2009).

Neste estudo são utilizados procedimentos com análises estatísticas, por meio de estatística descrita. A análise estatística dos dados contribuem para a caracterização e resumos dos dados, como também para o exame das relações existentes entre as variáveis, em alguns casos são utilizados instrumentos sofisticados para a análise estatística, em outros são empregados conhecimentos básicos de estatística, como a descrição dos dados, onde o pesquisador descreve os dados obtidos, utilizando a estatística descritiva ou como é usualmente chamada, a análise univariada (Gil, 2009).

Para responder as hipóteses da pesquisa utilizou-se também a técnica de análise fundamentalista, que possui como base o uso de dados econômicos, indicadores do mercado financeiro, balanços e resultados das empresas, além de métodos próprios a fim de identificar perceptivas e oportunidades de investimento.

5 DISCUSSÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados os resultados dos procedimentos estatísticos utilizados para os fundos de investimento imobiliários e investimentos em imóveis físicos utilizados no estudo, procurando descrever, conjuntamente as análises destes resultados e seus principais aspectos.

5.1 ANÁLISE DO DESEMPENHO DOS FIIS

Investir em mercados de ações exige dos investidores uma análise das perspectivas de rendimentos, além da simples valorização dos valores investidos (Testa, 2011). Segundo Assaf Neto (2008), é imprescindível que o investidor tenha sempre em mente seus próprios objetivos quanto ao retorno desejado sobre o capital investido e qual o risco que está disposto a assumir. Assim sendo, a análise fundamentalista leva em consideração o pressuposto de que existe um valor relativo para cada ação, sendo este valor baseado nos resultados obtidos pelas empresas, voltando-se, assim, para o desempenho econômico e financeiro da empresa (Assaf Neto, 2008).

Um dos fatores que afetam os preços das ações são as decisões de investimentos por parte dos gestores. Desta forma, quando os administradores e gestores dos fundos comunicam suas decisões de investimento ao mercado, o preço da ação ajusta-se quase que imediatamente (Fama, 1991). No entanto, são diversos os riscos em fundos de investimentos, conforme destacado pela CVM (2010), dado que estes riscos envolvem o mercado financeiro no geral, riscos relativos ao mercado imobiliário, uma vez que a economia pode retrainir as taxas de ocupação dos imóveis, além de poder causar a desvalorização dos imóveis, o que acaba por influenciar diretamente o valor das cotas disponíveis no mercado.

O investimento em FII apresentam dois ganhos bem distintos entre si: primeiramente tem-se o aluguel, que é pago periodicamente, e a valorização das cotas devido à oferta e a procura das cotas. Por outro lado, os fundos de investimento imobiliário são capazes de apresentar problemas de liquidez, pois trabalham na forma de condomínios fechados, com vendas de cotas, o que pode dificultar a vendas de cotas no mercado secundário, o que também passa a influenciar no valor das cotas destes FIIs. Neste sentido, a Tabela 1 procura demonstrar a variação do valor das cotas no mercado, divididas pelos segmentos disponíveis para investimento.

Tabela 1
Variação do valor cota nos últimos cinco anos

Segmento	Quantidade de Fundos que compõem o segmento	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Agências Bancárias	7	36,73%	25,64%	3,54%	0,214216
Educacional	3	45,20%	82,20%	67,38%	0,195691
Fundo de Fundos	7	-65,69%	18,58%	-8,82%	0,288949
Hospital	2	30,07%	35,83%	32,95%	0,040729
Hotel	1	-52,24%	-52,24%	-52,24%	0
Incorporação	6	-81,51%	36,21%	-27,72%	0,450386
Lajes Comerciais	36	-99,59%	40,85%	-18,19%	0,302548
Logísticos	8	-39,84%	22,22%	-7,98%	0,230979
Recebíveis imobiliários	18	-98,51%	12,43%	-13,85%	0,329771
Shopping/varejo	15	-78,18%	116,66%	12,25%	0,574792

Fonte: Elaborado pela autora com base nos dados da pesquisa.

A variação do valor da cota no mercado é representativa da rentabilidade da carteira de ativos do fundo e, dessa forma, o investidor pode ter uma ideia de como tem sido o desempenho do fundo ao acompanhar a evolução do preço de suas cotas.

Conforme visualizado na Tabela 1, percebe-se, na comparação entre as variações dos preços das cotas negociadas nos últimos anos, um cenário diverso. Por esta análise, dos 10 segmentos encontrados, 4 apresentaram, em média, uma variação positiva até o mês de dezembro de 2016. A cota que obteve uma maior variação percentual positiva média no seu preço foi do setor Educacional, composto por 3 fundos, apresentando 67,38%.

Considerando que o valor das cotas dos fundos pode ser influenciado por fatores de mercado e do segmento em que atuam, justifica-se, assim, o aumento do valor das cotas do segmento educacional, uma vez que este vem chamando a atenção no mercado financeiro, com o aumento considerável de fundos de investimento neste setor de serviços, como já ocorre em alguns países da Europa. Portanto, a previsão é de grande crescimento deste mercado, devido principalmente, à sua importância para o crescimento econômico do país, o que justifica a variação positiva das suas cotas, uma vez que as expectativas de rendimentos futuros deste setor estão em alta.

Por outro lado, entre os segmentos que tiveram as variações de suas cotas negativas, destaca-se o segmento hoteleiro, que apesar de conter apenas um fundo com esta característica, apresentou um percentual de -52,24% nos anos analisados. Apesar do setor hoteleiro estar se renovando e se expandindo, o que se percebe é o aumento de vendas e construções neste ramo,

aumentando a super oferta hoteleira, e conseqüentemente causando a queda brutal da receita e da renda dos investidores, o que acaba por refletir no valor das cotas.

O desvio padrão nos mostra que existe uma grande variabilidade em torno da média, o que pode ser comprovado se observados os dados mínimos e máximos presentes na Tabela 1, sendo possível deduzir que dentro do mesmo setor de atuação existem consideráveis variações no valor destas cotas.

De acordo com Maia e Souza (2015), as variáveis que afetam o mercado de FIIs no Brasil mostra-se correlacionado com a taxa Selic e pelo Índice Geral do Mercado Imobiliário Comercial (IGMI-C). Segundos os autores, a Selic faz com que o mercado passe a cobrar uma maior rentabilidade dos fundos, exigindo uma redução no valor das cotas, pois o valor de suas cotas é influenciado diretamente pelo nível de rendimento dos ativos pertencentes ao fundo.

Assaf Neto (2008) destaca que o preço de mercado de uma ação independe dos prazos de investimentos, sendo definido pelos dividendos futuros esperados, baseando-se nas expectativas dos investidores ao optarem por determinadas ações. Segundo Leite e Sanvicente (1990), o valor patrimonial e o valor de mercado das cotas e ações poderão, provavelmente, ser os mesmos quando a ação for emitida; no entanto, depois disso, só por coincidência os valores serão iguais.

Quanto a estes valores, pode-se dizer que podem haver distorções entre o preço de negociação e o valor dos ativos dos fundos, pois de uma forma geral o mercado precifica as cotas unicamente em função dos rendimentos distribuídos, comparando a rentabilidade do FII com a da renda fixa.

Neste sentido uma boa medida seria comparar o preço da cota com o valor patrimonial da cota, pois, de acordo com Leite e Sanvicente (1990), o preço de mercado de uma ação e seu valor patrimonial são algumas das indicações de como os investidores encaram a empresa. Assim, uma organização que apresente altas taxas de retorno sobre seu capital normalmente possui ações negociadas a valores muito maiores do que o valor patrimonial da ação.

O preço por valor patrimonial por cota (P/VPA) é um dado considerado atrativo para o investidor, utilizado principalmente na análise fundamentalista, pois ele relaciona o preço da ação ao valor patrimonial proporcional a ela, indicando o quanto os acionistas estão dispostos a pagar pelo patrimônio líquido do fundo.

Quando o Valor do P/PVA for igual a 1, as cotas estão sendo negociadas pelo valor equivalente a seu patrimônio líquido; quando o valor for superior a 1, significa que o mercado está pagando mais pela cota do que todo o patrimônio líquido do fundo. No entanto, quando o

valor for inferior a 1, o mercado está aceitando pagar um preço inferior ao patrimônio líquido do fundo, sendo estes valores apresentados na Tabela 2.

Tabela 2

Principais indicadores analisados referentes a dados de 2010 a 2016

Código do Fundo	P/VPA	Rendimento médio dos últimos anos	Variação da cota + distribuição dos últimos anos	Código do Fundo	P/VPA	Rendimento médio dos últimos anos	Variação da cota + distribuição dos últimos anos
ABCP11	1,43	4,42%	136,07%	HGBS11	0,98	7,15%	47,84%
AEFI11	1,06	7,72%	96,16%	HGCR11	0,99	10,18%	73,75%
AGCX11	1,19	6,86%	53,69%	HGJH11	1,23	7,33%	47,56%
ALMI11B	0,95	14,53%	20,46%	HGLG11	1,12	8,78%	43,91%
ANCR11B	0,49	2,67%	161,29%	HGRE11	0,91	9,73%	22,90%
ATSA11B	0,77	0,45%	-3,34%	HTMX11B	0,82	25,09%	16,01%
BBFI11B	0,72	11,33%	1,94%	JRDM11B	1,02	8,85%	14,36%
BBPO11	1,45	7,19%	49,22%	JSRE11	0,91	8,78%	34,83%
BBRC11	1,31	3,64%	27,40%	KNCR11	1,04	10,28%	51,29%
BBVJ11	0,76	11,67%	-27,42%	KNIP11	1,05	1,92%	11,31%
BCFF11B	0,76	12,15%	14,72%	KNRE11	0,79	0,39%	10,93%
BCIA11	1,01	6,56%	38,56%	KNRI11	1,01	6,39%	41,32%
BCRI11	1,12	9,36%	36,23%	MAXR11B	1,03	5,30%	117,28%
BMLC11B	0,84	11,45%	25,78%	MBRF11	0,79	10,55%	38,53%
BNFS11	1,35	3,70%	34,30%	MFII11	1,09	10,36%	59,46%
BPFF11	0,99	8,45%	29,14%	MXRF11	0,91	9,77%	49,11%
BRCR11	0,93	13,64%	23,57%	NCHB11B	2,17	38,09%	70,42%
CBOP11	0,96	14,59%	8,39%	NSLU11B	1,09	8,76%	88,28%
CEOC11B	1,00	8,01%	-4,61%	ONEF11	1,05	8,97%	48,18%
CNES11B	0,94	9,72%	20,20%	PABY11	0,11	35,06%	-79,64%
CPTS11B	0,99	11,15%	36,70%	PLRI11	0,94	10,62%	67,61%
CTXT11	1,27	8,63%	92,66%	PORD11	0,98	9,58%	51,28%
CXCE11B	1,04	6,38%	105,68%	PQDP11	1,07	4,22%	139,69%
CXRI11	0,91	6,76%	53,59%	PRSN11B	0,39	15,63%	20,22%
CXTL11	0,61	8,96%	-12,05%	PRSV11	0,01	17,24%	-26,75%
DOMC11	0,46	16,37%	-32,32%	RBBV11	0,69	10,82%	25,27%
DOVL11B	1,20	9,04%	-5,74%	RBDS11	0,57	86,11%	69,28%
DRIT11B	0,85	8,95%	65,81%	RBGS11	0,48	17,12%	-8,71%
EDFO11B	1,76	6,92%	89,53%	RBRD11	1,01	9,37%	66,71%
EDGA11B	0,64	11,86%	-23,66%	RBVO11	1,02	16,09%	30,97%
ELDO11B	1,05	5,23%	19,05%	RDES11	0,72	11,55%	-21,37%
EURO11	0,60	7,79%	25,80%	REIT11B	0,95	6,05%	34,73%
FAED11B	1,31	5,92%	133,48%	RNDP11	0,96	8,66%	52,96%
FAMB11B	0,91	6,27%	72,68%	RNGO11	0,93	8,89%	21,71%
FCFL11B	1,31	5,17%	129,16%	SAAG11	1,42	6,52%	60,28%
FEXC11B	1,00	12,10%	47,55%	SCPF11	1,01	9,16%	-63,37%
FFCI11	1,03	7,94%	33,32%	SDIL11	0,87	10,21%	20,77%
FIGS11	0,74	12,54%	3,49%	SHPH11	1,48	3,83%	75,60%
FIIB11	1,00	7,42%	59,79%	SPTW11	0,94	12,21%	18,31%
FIIP11B	1,12	7,95%	78,34%	TBOF11	1,15	6,43%	6,01%
FIXX11	1,05	8,22%	23,35%	TFOF11	0,93	8,12%	31,93%

Continua...

Continuação

FLMA11	0,85	6,83%	76,48%	THRA11B	1,10	7,98%	23,95%
FLRP11B	0,87	7,29%	53,67%	TRNT11B	1,01	8,25%	11,12%
FMOF11	0,81	9,58%	17,22%	TRXL11	0,68	15,99%	9,93%
FOFT11	0,88	8,25%	15,20%	VLLO11	1,00	6,78%	5,13%
FPAB11	0,83	9,73%	16,27%	VRTA11	1,09	10,70%	63,91%
FTCE11B	1,01	11,32%	26,22%	WMRB11B	0,98	15,68%	40,95%
FVBI11B	1,03	7,29%	29,13%	WPLZ11B	0,99	6,70%	2,77%
FVPQ11	0,61	7,87%	-6,64%	XPCM11	1,08	10,26%	20,74%
GRLV11	0,90	7,97%	19,93%	XPGA11	0,92	11,06%	46,81%
GWIR11	1,22	7,78%	17,98%	XTED11	0,40	31,05%	-34,91%
HCRI11B	1,09	8,05%	92,03%				

Fonte: Dados da pesquisa.

Os fundos de investimento imobiliário são compostos por ativos reais que mudam de preço, mas não com muita frequência. No entanto, as cotas dos fundos, devido à flutuação do mercado, mudam de preço a todo momento. Portanto, uma eventual distorção entre o preço da cota e o valor patrimonial do fundo pode ser apenas momentânea, sendo que os valores para os médio e longo prazos podem sofrer alterações e tendem a convergir.

No caso dos investimentos em FIIs, diversos fatores como a liquidez das cotas, a diversificação ou a concentração dos ativos do patrimônio, a qualidade dos ativos e dos locatários, a localização e o tipo de empreendimento poderão contribuir para a tomada de decisão dos investidores, pois estes podem aceitar pagar mais por um fundo que lhes pareça mais seguro, ou, ainda, poderão investir em fundos considerados mais arriscados apenas pelas cotas possuírem um valor mais baixo.

Dentre os valores observados, destaca-se o fundo PRSV11, que explora, atualmente, dois edifícios na Região Central da cidade do Rio de Janeiro, com valor de mercado avaliado em R\$ 125.300.000,00. No entanto, seu P/PVA é de apenas 0,01 e, portanto, seu valor patrimonial do fundo é superior ao valor da cota. Segundo o relatório Mensal do Administrador, o fato de um dos edifícios encontrar-se totalmente disponível para locação, aumentando a taxa de vacância do fundo e conseqüentemente os rendimentos dos cotistas, contribuindo, desta forma, para o valor baixo das cotas.

Outro fundo que aparece com um valor de P/VPA baixo é o fundo sob código PABY11, com um V/VPA de 0,11. Este fundo adquiriu terrenos no bairro Panamby em São Paulo e passou a vendê-los para grandes empreendimentos. No entanto, os terrenos pertencentes ao fundo foram considerados de preservação ambiental e a construção de novos empreendimentos foi embargada. Assim, o fundo passou a negociar com a prefeitura com a intenção de vender

estes imóveis ou, ainda, conseguir uma indenização, mas este cenário contribui para a desvalorização das cotas.

Por outro lado, o fundo NCHB11, com um P/VPA de 2,17, apresenta um valor de cota muito superior ao seu patrimônio, pois este fundo realiza investimentos imobiliários por meio da aquisição de certificados de recebíveis imobiliários, letras hipotecárias e letras de crédito imobiliário, além de que estes investimentos, segundo expectativas de mercado, mantenham um bom desempenho, uma vez que são projetados altos índices de inflação, bem como uma elevada taxa básica de juros Selic, atraindo maiores quantidades de investidores e elevando o valor da cota.

Já EDFO11B, que também possui um P/VPA alto, de 1,76, é um fundo com histórico de vacância baixo, com imóveis bem localizados, composto por imóveis comerciais destinados à locação de longo prazo, sendo, portanto, suas cotas negociadas a um valor superior ao valor patrimonial, pois são mais atraentes aos olhos dos investidores.

Assim, percebe-se que os fatos extraordinários e situações especiais de mercado ou eventos de diversas naturezas podem interferir e modificar o mercado financeiro, afetando positiva ou negativamente o valor das cotas, cabendo ao investidor decidir se assume os riscos do investimento ou não. Diante deste cenário, a Tabela 3 apresenta os 20 fundos com os valores mais justos na precificação do fundo.

Tabela 3

Preço da ação e valor patrimonial por cota

Código do Fundo	P/VPA	Código do Fundo	P/VPA
RNDP11	0,96	FIIB11	1,00
HGBS11	0,98	VLLO11	1,00
PORD11	0,98	BCIA11	1,01
WMRB11B	0,98	FTCE11B	1,01
BPF11	0,99	KNRI11	1,01
CPTS11B	0,99	RBRD11	1,01
HGCR11	0,99	SCPF11	1,01
WPLZ11B	0,99	TRNT11B	1,01
CEOC11B	1,00	JRDM11B	1,02
FEXC11B	1,00	RBVO11	1,02

Fonte: Dados da pesquisa.

Quanto mais próximo de 1 mais justa é a precificação dos fundos. Portanto, valores superiores ou inferiores podem trazer riscos aos investidores: quando o P/VPA for superior o risco ao investidor está ligada à expectativa de preço, que, sendo acima do valor do patrimônio

líquido, pode trazer grandes perdas ao investidor. Ao contrário, quando o mercado estiver pagando menos pelas cotas do que seu patrimônio líquido, os riscos podem estar vinculados a sérios problemas na empresa.

Apesar de ser uma ferramenta importante para analisar o desempenho dos fundos, o P/VPA não é o único dado a ser observado. O investidor precisa analisar diversos fatores relacionados ao fundo, como, por exemplo, a rentabilidade destes investimentos. A rentabilidade reproduz a projeção de retorno esperado que os investidores receberam em um período.

Devido à simplicidade, este retorno sobre o investimento nem sempre é mencionado com indicador. No entanto, é possível afirmar que este é um número mais simples e mais utilizado pelos investidores, sendo calculado levando em consideração o rendimento e o valor da cotação, chegando-se no percentual de rendimento.

Uma das vantagens dos fundos de investimento do setor imobiliário é o fato de que, por legislação, os fundos são obrigados a distribuir no mínimo 95% de seus resultados semestrais. Assim, os investidores passam a ter retorno maior que a grande parte das ações, pois enquanto as empresas que negociam suas ações na bolsa de valores podem pagar 25% dos seus lucros aos acionistas, os fundos passam a distribuir muito mais.

Observa-se na Tabela 4 o rendimento médio dos fundos nos últimos anos, levando em consideração o percentual de retorno sobre o valor da cota. Neste sentido, observa-se uma variação muito grande com relação aos retornos, com percentuais que variam de 0,39% até 86,11% sobre o valor da cota. A variação dos retornos dos fundos varia principalmente devido ao tipo de portfólio do fundo, uma vez que cada fundo investe seus recursos em ativos diferentes.

O fundo que apresentou menor taxa de retorno sobre o valor da cota é o FII Kii Real (KNRE11), com apenas 0,39%. Por outro lado, temos o fundo FII Rbresid2 (RBDS11), que apresenta um retorno muito superior aos demais fundos 86,11%. No entanto, este fundo está promovendo a amortização de seus ativos, pois conta com prazo para o encerramento, ou seja sua extinção. Neste contexto, a Tabela 4 apresenta os 20 fundos com maiores distribuições sobre o valor da cota sem amortização de ativos.

Tabela 4
Rendimento médio dos últimos anos

Código do Fundo	Rendimento médio dos últimos anos	Código do Fundo	Rendimento médio dos últimos anos
RBGS11	17,12%	SPTW11	12,21%
DOMC11	16,37%	BCFF11B	12,15%
RBVO11	16,09%	FEXC11B	12,10%
TRXL11	15,99%	EDGA11B	11,86%
WMRB11B	15,68%	BBVJ11	11,67%
PRSN11B	15,63%	RDES11	11,55%
CBOP11	14,59%	BMLC11B	11,45%
ALMI11B	14,53%	BBFI11B	11,33%
BRCR11	13,64%	FTCE11B	11,32%
FIGS11	12,54%	CPTS11B	11,15%

Fonte: Dados da pesquisa.

Diante do cenário econômico atual, com os juros em baixa, para quem quer um rendimento maior os fundos aparecem com uma alternativa interessante, pois é possível constatar que a média dos retornos, se comparados aos fundos, contam com distribuições bem acima de alguns investimentos. No entanto, vale destacar que o desempenho passado não é garantia de retornos futuros no mesmo patamar, mas sim um fator que deve ser levado em consideração antes de se optar por um investimento

Outro ponto destacado na Tabela 4 é a variação da cota e as distribuições dos últimos anos, pois, em fundos imobiliários, o investidor ganha com a valorização da cota e com o rendimento dos ativos pertencentes ao fundo. Neste sentido, observa-se, na comparação entre os fundos um cenário diverso, que 14 fundos apresentaram um valor negativo, o significa que o valor da cota vem diminuindo ao longo dos anos, e destaca-se aquele que teve maior queda entre a valorização das cotas e a distribuição de rendimentos nos últimos anos, o fundo FII Panamby (PABY11) com -79,64%, e em seguida o fundo FII Scp (CPF11) com -63,37%.

Por outro lado tem-se fundos que tiveram uma variação de cota e retorno superior a 100%, como no caso dos fundos FII Ancar Ic (ANCR11B) do setor de shopping/varejo, com 161,29%; o fundo FII D Pedro (PQDP11), do setor de shopping/varejo, com 136,69%; o fundo FII Abc Imob (ABCP11), também do setor de shopping/varejo, com 136,07%; o fundo FII Anh Educ (FAED11B), do setor educacional, com 133,48%; o fundo FII Campusfl (FCFL11B), do setor educacional, com 129,16%; o fundo FII Max Ret (MAXR11B), do setor de shopping/varejo, com 117,28%; e o fundo FII Cx Cedae (CXCE11B), do setor de lajes comerciais, com 105,68%. A Tabela 5 exhibe os 20 fundos com maiores variações de cota e distribuição dos últimos anos.

Tabela 5
Variação da cota e distribuição dos últimos anos

Código do Fundo	Variação da cota + distribuição dos últimos anos	Código do Fundo	Variação da cota + distribuição dos últimos anos
ANCR11B	161,29%	EDFO11B	89,53%
PQDP11	139,69%	NSLU11B	88,28%
ABCP11	136,07%	FIIP11B	78,34%
FAED11B	133,48%	FLMA11	76,48%
FCFL11B	129,16%	SHPH11	75,60%
MAXR11B	117,28%	HGCR11	73,75%
CXCE11B	105,68%	FAMB11B	72,68%
AEFI11	96,16%	PLRI11	67,61%
CTXT11	92,66%	RBRD11	66,71%
HCRI11B	92,03%	DRIT11B	65,81%

Fonte: Dados da pesquisa.

Segundo Castro (2012), possuir uma forma de investimento que seja fiscalizado e monitorado pela CVM, contar com a distribuição de rendimentos periodicamente e ainda ter sua cota valorizada torna os investimentos em fundos de investimento imobiliário ainda mais atrativos perante os investidores, e sendo estas algumas das principais vantagens deste tipo de investimento.

Apesar das cotas dos Fundos de Investimentos Imobiliários possuírem uma liquidez menor do que as ações que compõem o Ibovespa, se comparados aos imóveis físicos este fator é uma vantagem a se levar em consideração, pois uma das principais dificuldades encontradas nos investimentos em imóveis é a liquidez, uma vez este tipo de investimento é conhecido pela baixa liquidez, pois envolvem diversos fatores, dentre eles a localização, o preço e a finalidade.

Diante disso, a liquidez dos FIIs assume um papel importante para o desempenho destes. A Tabela 6 traz o levantamento dos 20 fundos com maior liquidez, ou seja, os fundos que não apresentaram dificuldades em serem comprados ou vendidos pelos investidores.

Tabela 6
Os FIIs mais negociados nos últimos anos

Código do Fundo	Valor Médio Negociado	Part. %	Código do Fundo	Valor Médio Negociado	Part. %
BBPO11	759.430.368,60	21,59%	BCFF11B	97.240.301,43	2,76%
BRCR11	587.228.525,86	16,70%	JSRE11	94.813.522,67	2,70%
KNRI11	335.249.930,00	9,53%	HGLG11	75.505.696,67	2,15%
SAAG11	249.249.184,50	7,09%	EDGA11B	61.542.761,60	1,75%
KNCR11	233.675.552,00	6,64%	XPGA11	61.010.627,33	1,73%

Continua...

Continuação.

HGRE11	162.654.565,57	4,62%	FVBI11B	60.786.141,60	1,73%
HGBS11	128.252.000,86	3,65%	BPFF11	60.235.591,75	1,71%
TBOF11	124.018.296,50	3,53%	PORD11	58.350.226,50	1,66%
MXRF11	106.600.386,80	3,03%	HTMX11B	55.474.559,14	1,58%
XPCM11	105.579.975,00	3,00%	Total dos 20		100,00
RNGO11	100.478.181,00	2,86%	Fundos	3.517.376.395,37	%

Fonte: Dados da pesquisa.

A liquidez é um dos fatores importantes a serem considerados sempre que um investidor for analisar qualquer tipo de investimento, pois ela garante uma boa saída dos investimentos, seja para realização de lucros ou ainda para cessar um prejuízo, sendo que muitas vezes é considerada uma porta de saída ou ainda uma saída de emergência quando surgem problemas.

O termo liquidez, segundo CVM (2013), refere-se à capacidade e a rapidez com que o ativo se converte em dinheiro. No caso dos fundos de investimento imobiliário, esta liquidez está vinculada à existência de outro investidor que deseje adquirir aquela cota. No cenário atual, com o aumento de investimentos deste setor, a liquidez vem crescendo, como visto na Tabela 6, com um volume de negociações considerável, com destaque para os fundos BBPO11 (FII BB Prgii) e BRRCR (FII BB Corp), ambos com ativos do segmento de agências bancárias, com, respectivamente, 21,59% e 16,70% do volume negociado nos últimos anos.

Diante destes indicadores, pode-se listar 14 fundos de investimento que apresentam, dentre os quatro indicadores, o melhor desempenho, retratando-os no Quadro 10.

Código do Fundo	P/VPA	Rendimento médio dos últimos anos	Varição da cota + distribuição dos últimos anos	Liquidez
BCFF11B		+		+
BRRCR11		+		+
BPFF11	+			+
CPTS11B	+	+		
EDGA11B		+		+
FEXC11B	+	+		
FTCE11B	+	+		
HGBS11	+			+
HGCR11	+		+	
KNRI11	+			+
PORD11	+			+
RBRD11	+		+	
RBVO11	+	+		
WMRB11B	+	+		

Quadro 10 – Os FIIs com melhor desempenho

Fonte: Dados da pesquisa.

Como Observado no Quadro 10, dos 103 fundos utilizados para o estudo, 14 apresentaram melhor desempenho em pelo menos 2 dos indicadores analisados no estudo, sendo 06 com ativos do segmento de Recebíveis Imobiliários (CPTS11B-FII Capi Sec, FEXC11B-FII Excellen, HGCR11-FII CSHG Cri, PORD11-FII Polo Cri, RBVO11-FII Riobcri2 e WMRB11B-FII Wm Rbcap); 05 deles com ativos no segmento de Lajes Comerciais (BRCR11-FII Bc Fund, EDGA11B-FII Galeria, FTCE11B-FII Opportun, KNRI11-FII Kinea e RBRD11-FII Rb II); 01 do segmento de Agências Bancárias (CFF11B - FII BB Progr); 01 do segmento de Fundos de Fundos (BPF11-FII Absoluto) e 01 com investimentos no segmento de Shopping/Varejo (HGBS11-FII Cshgshop).

Considerando as premissas levantadas pela Teoria Moderna do Portfólio, os investidores irão preferir investir em combinações de portfólio que lhes agradem, com valores determinados por sua preferência individual de risco, levando em consideração um meio termo ótimo entre o risco e o retorno dos investimentos. No entanto, de acordo com Markowitz (1952, 1959), o investidor que optar por um portfólio menos diversificado pode incorrer no risco da combinação escolhida, que considera o risco de mercado, permanecendo, portanto, na incerteza.

Neste sentido, levando em consideração os dados levantados pela análise dos Fundos de Investimento Imobiliários e dentre as opções de investimentos em FIIs existentes, os fundos apresentados no Quadro 10 seriam considerados os investimentos com portfólio ótimo, diminuindo o risco e trazendo um maior retorno para os cotistas.

5.2 ANÁLISE DA GESTÃO E PERFORMANCE DOS FIIS

Os administradores e gestores dos fundos de investimento desempenham um papel muito importante neste cenário de investimentos, principalmente no que se refere à seleção dos investimentos por parte do fundo, uma vez que estes são responsáveis pelo investimento e pela manutenção deste, exercendo suas funções de forma que beneficie a todos os cotistas (Scolese, 2014).

O administrador é o responsável pelo fundo, perante cotistas e a CVM. É ele que constitui e aprova o regulamento do fundo, assim como cabe ao administrador a realização de uma série de atividades gerenciais e operacionais relacionadas com os cotistas e seus investimentos, além de assumir diversas obrigações perante a CVM e aos cotistas, conforme estabelecidas no art. 30 da Instrução Normativa CVM nº 472/2008, e nas regras impostas pela Instrução Normativa CVM nº 558/2015. A Tabela 7 apresenta os administradores dos fundos alvo do estudo, bem como a quantidade de fundo administrados por eles.

Tabela 7
Administradores dos FIIs

Administrador	Quant. de Fundos Administrados	Administrador	Quant. de Fundos Administrados
Banco Bradesco	1	Citibank DTVM	4
Banco Fator	3	Coivalores	4
Banco J. Safra	1	Credit Suisse	9
Banco Opportunity	1	Geração Futuro	3
BB Gestão de Recursos DTVM	1	Intrag DTVM Ltda	4
BEM DTVM	2	Oliveira TRUST	9
BNY Mellon	3	Planner Corretora	1
BR - Capital DTVM	3	Rio Bravo	16
BRKB DTVM	1	Socopa	1
BTG Pactual	25	Votorantim Asset	5
Caixa Econômica Federal	6		

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que no Brasil são encontrados 21 administradores, pessoas jurídicas autorizadas pela CVM e que atuam no segmento de investimentos imobiliários, sendo que a BTG Pactual e a Rio Bravo são os principais administradores de fundos imobiliários no Brasil, gerindo a maioria dos fundos, possuindo em sua carteira investimentos dos diversos segmentos.

Ao investir diretamente em algum ativo, como ações ou títulos públicos, você é o responsável por administrar sua própria carteira de investimento, tomando todas as decisões sobre compras e vendas. No entanto, quando se investe em fundos de investimentos, a decisão passa a ser tomada por uma terceira pessoa, o gestor do fundo, quem determina em quais ativos o fundo vai aplicar, desde que estejam dentro da política de investimentos do fundo. A Tabela 8 apresenta os gestores dos fundos alvo do estudo, bem como a quantidade de fundos gerenciados pelos mesmos.

Tabela 8
Gestores dos FIIs

Gestor	Quant. de Fundos Gerenciados	Gestor	Quant. de Fundos Gerenciados
Alliance	1	Gávea Investimentos	1
Banco Brascan	1	Hedge Alternative	1
Banco J. Safra	1	Kinea	4
Banestes	1	Latour capital	1
BB Gestão de Recursos	1	Mérito Investimentos	1
BNY Mellon	1	NCH Brasil gestora de recursos	1
BR - Capital DTVM	3	Oliveira TRUST	5
BR Malls	1	Opportunity DTVM	2
BRAM Bradesco	1	RB Capital	6
Brasil Plural	3	REAG Investimentos	1

Continua...

Continuação

BRKB DTVM	1	Rio Bravo	15
BTG Pactual	14	Solis Investimentos	1
Caixa Econômica Federal	3	Sonae Sierra	1
Capitânia S.A	1	Tishman Speyer	2
Coin DTVM	2	TRX	2
Coinvalores CCVM Ltda	2	VBI Real Estate	1
Credit Suisse	8	Votorantim	4
Cyrela Commercial	2	XP Gestão	5
Fator Administração de Recursos	2		

Fonte: Dados da pesquisa.

Quanto aos gestores, estes podem ser pessoas físicas ou jurídicas que negociam em nome do fundo, podendo esta gestão ser exercida pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados. Neste sentido, observa-se que, no Brasil, 37 empresas, devidamente cadastradas na CVM, são responsáveis pela gestão dos fundos, sendo que a Rio Bravo e a BTG Pactual se destacam, com a maior quantidade de fundos gerenciados nos diversos segmentos.

Percebe-se, observando os dados das Tabelas 7 e 8, que grande parte dos gestores e administradores dos fundos de investimento imobiliário não possuem vínculo direto de gestão com as maiores instituições financeiras, sendo que a participação de bancos privados é maior se comparada à atuação de empresas do setor público, conforme já destacado por Matos e Nave (2012).

Neste sentido, a CVM (010) destaca que o investidor, antes de adquirir cotas de um dos fundos de investimento imobiliário, deve considerar a estrutura, a qualificação e a experiência dos administradores e gestores, bem como a regularidade destes junto aos órgãos responsáveis.

Segundo Milan e Eid Junior (2015), os retornos dos fundos podem ser influenciados por diversos fatores, podendo variar de acordo com eles, fatores estes que incluem desde a forma de atuação dos gestores das carteiras, as habilidades dos gestores e a estrutura de ativos dos fundos. Portanto, a seleção dos gestores, deveria seguir diversos critérios a fim de melhorar a rentabilidade por meio de uma gestão eficiente.

Amato (2009) destaca que o resultado do fundo imobiliário, além de sua capacidade de investir em novos ativos, depende da administração dos fundos. Da mesma forma, os rendimentos pagos aos cotistas acabam sendo influenciados pelas operações dos gestores. Assim, o Quadro 11 apresenta a relação dos administradores e gestores dos 14 fundos de investimento imobiliário que apresentaram o melhor desempenho na análise dos indicadores.

Fundo	Código	Segmento Atuação	Administrador	Gestor
FII Bc Ffii	BCFF11B	Fundo de Fundos	BTG Pactual	BTG Pactual
FII Bees Cri	BCRI11	Recebíveis imobiliários	Banco Fator	Banestes
FII Absoluto	BFFF11	Fundo de Fundos	Geração Futuro	Brasil Plural
FII Capi Sec	CPTS11B	Recebíveis imobiliários	BNY Mellon	Capitânia S.A.
FII Galeria	EDGA11B	Lajes Comerciais	BTG Pactual	Tishman Speyer
FII Excellen	FEXC11B	Recebíveis imobiliários	BTG Pactual	BTG Pactual
FII Opportun	FTCE11B	Lajes Comerciais	Banco Opportunity	Opportunity DTVM
FII Cshgshop	HGBS11	Shopping/ Varejo	Credit Suisse	Credit Suisse
FII CSHG Cri	HGCR11	Recebíveis imobiliários	Credit Suisse	Credit Suisse
FII Kinea	KNRI11	Lajes Comerciais	Intrag DTVM	Kinea
FII Polo Cri	PORD11	Recebíveis imobiliários	Oliveira Trust	Oliveira Trust
FII Rb II	RBRD11	Lajes Comerciais	Votorantin	RB Capital
FII Riobcri2	RBOV11	Recebíveis imobiliários	Rio Bravo	Rio Bravo
FII Wm Rbcap	WMRB11B	Recebíveis imobiliários	Citibank DTVM	RB Capital

Quadro 11 – Gestores e Administradores dos 14 FIIs com melhor desempenho

Fonte: Dados da pesquisa.

Percebe-se no Quadro 11 que os fundos considerados com melhor desempenho neste estudo possuem como administradores, na sua maioria, a BTG Pactual e a Credit Suisse, com 3 e 2 fundos sob sua responsabilidade administrativa, respectivamente. Quanto aos gestores, observa-se que os fundos são geridos pelas empresas BTG Pactual, Credit Suisse e RB Capital, todos com 2 fundos sob sua gestão.

A BTG Pactual é o maior gestor de fundos de investimento do Brasil, sendo reconhecido pela sua excelência na gestão e pelo controle de risco, com foco nos resultados e nos lucros, por meio de uma gestão que busca o comprometimento de todos os envolvidos, procurando investir em edifícios de alta qualidade, em mercados que apresentem cenários de demanda e oferta favoráveis, e contando com profissionais altamente qualificados e com conhecimento profundo e especializado em cada classe de ativo presente no portfólio da empresa.

A gestora Credit Suisse conta com uma equipe de especialistas em investimentos imobiliários que desempenha uma gestão ativa na reciclagem dos portfólios, possuindo uma diversificação e com focos em segmentos bem definidos, possuindo estratégias de atuação que levam em conta a demanda do mercado, além de avaliação da localização e da área de influência, considerando também o potencial de longo prazo, as características técnicas, seus históricos de resultados e ainda levando em consideração a diversificação geográfica dos imóveis do portfólio, investindo em produtos voltados para os segmentos comercial (escritórios e imóveis corporativos), varejo (shopping), logístico e industrial.

O grupo RB Pactual é especializado em operações de gestão de fundos, investimentos imobiliários e crédito estruturado e securitização, com a gestão de diferentes classes de fundos imobiliários e atividade de originação, seleção, estruturação e monitoramento de ativos imobiliários residenciais e comerciais sob sua gestão, utilizando-se de uma equipe de profissionais experiente, com sólidos processos de investimento e regras de governança.

Este resultado indica que a performance dos fundos de investimento imobiliário não é apenas devido a sorte, mas são encontradas evidências em diversos estudos de que o desempenho dos fundos é diretamente ligado à gestão destes, como no caso do estudo desenvolvido por Milan e Eid Junior (2015), ue trata da gestão ativa e a composição de carteiras do fundo, buscando por meio da rotatividade uma maior rentabilidade. Assim, segundo os autores, as características dos gestores, como experiência, formação profissional e tempo de gestão do fundo, podem influenciar a tomada de decisão dos gestores, bem como o desempenho e a rotatividade das carteiras.

O papel da gestão como responsáveis pelo desempenho dos fundos também é destacada por Sharpe (1988), afirmando que fundos possuem diversas opções de alocação de recursos, cabendo ao gestor a escolha das estratégias que garantam a performance esperada pelos investidores. Saude (2001) reforça em seu estudo a importância do investidor verificar o histórico de retorno dos fundos, a fim de identificar se a política de investimentos do gestor está condizente com sua estratégia

Chan, Chen e Lakonishok (2002) afirmam que as preferências técnicas dos gestores, sejam qualitativas ou quantitativas, influenciam nas escolhas e seleções dos ativos e, por consequência, os desempenhos. Segundo Mattarocci (2014), os desempenhos dos FIIs são heterogêneos devido, principalmente, às diferenças políticas adotadas por cada um dos gestores, pois estas políticas acabam por impactar nos riscos assumidos por estes e, consequentemente, no retorno para os investidores.

Destaca-se, assim, que a gestão dos portfólios é tida como uma tarefa importante, por envolver decisões acertadas de investimento, o que, aliado com a experiência, a qualificação e o conhecimento dos gestores, bem como uma gestão comprometida com o desenvolvimento e o controle de riscos, por meio de gestões ativas de portfólio, estratégias de atuação e que envolvam a demanda e a oferta do mercado, assim como as características dos imóveis, interferem no desempenho, aumentando ou diminuindo a rentabilidade e o retorno dos fundos de investimento imobiliário.

Por outro lado, a estrutura dos FIIs, que permitem aos gestores a tomada de decisões e o controle sobre os investimentos, e principalmente o fato de que estes são remunerados de

acordo com o desempenho dos fundos, pode vir a causar problemas de assimetria de informação, vindo a desencorajar os investidores a aplicarem seus recursos em fundos de investimento.

Segundo Striewe (2015), um comportamento gerencial oportunista, na forma de vantagens e escolhas de risco egoístas, pode levar a custos que prejudiquem o desempenho corporativo e a riqueza dos acionistas, considerando que as ações dos gestores nem sempre são no melhor interesse do investidor, aumentando as assimetrias de informação, trazendo problemas de agência, que se traduzem em motivos de preocupações para os investidores. No entanto, esta possibilidade não vem afetando o volume de investimentos nos FIIS, como visto na Figura 10.

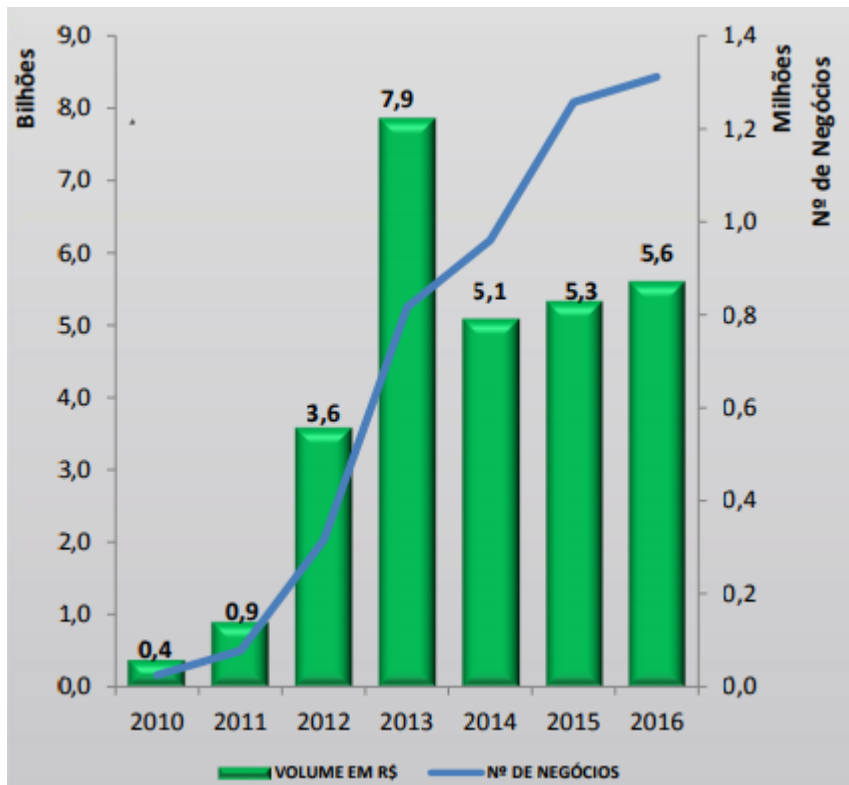


Figura 10 – Volume anual de Negociação

Fonte: Boletim do Mercado Imobiliário (2016).

Apesar do volume em reais ter diminuído a partir do ano de 2013, os volumes de negociação das cotas dos fundos de investimentos imobiliários vem apresentando valores consideráveis, consolidando os fundos imobiliários como uma opção atraente de investimento, com reais estimativas de crescimento ao longo dos anos. O que nos permite afirmar que a estrutura dos FIIs com relação ao controle e ao gerenciamento das decisões e a possibilidade da assimetria de informações não afetam o investimento em fundos de investimento imobiliário.

5.3 ANÁLISE DOS INVESTIMENTOS DE IMÓVEIS PARA LOCAÇÃO

A aplicação de recursos no setor imobiliário vem crescendo nos últimos anos, transformando o Brasil em um dos maiores mercados mundiais neste setor. No entanto, o investimento em imóveis é considerado uma das modalidades de investimento mais seguras que existem, pois é um investimento que possui um patrimônio físico, ao alcance das mãos, que proporciona uma renda vitalícia e, além de gerar renda, um imóvel bem escolhido mantém seu valor e, na maioria das vezes, valoriza com o passar dos anos.

O investimento imobiliário apresenta dois aspectos distintos: consumo e investimento, uma vez que imóveis podem ser adquiridos como moradia ou como fonte de investimento (Scolese, Bergmann, Silva & Savoia, 2015). Pitta (2000) salienta que o investimento imobiliário pode ser visto como uma excelente alternativa de investimento, uma vez que sejam levadas em consideração suas carências, como o alto valor a ser investido e a falta de liquidez dos imóveis. Destaca ainda que cada imóvel possui atributos diferentes, com finalidade e localidades diferentes, o que podem impactar diretamente nos retornos.

O segredo seria a escolha correta dos imóveis, pois existem ótimas oportunidades em segmentos diversos. No entanto, é importante conhecer cada um dos negócios, as características dos locais dos imóveis, bem como o seu perfil de investidor. Polli e Viveiros (2007) destacam que tanto os investidores como os locatários de imóveis levam em conta localização, mas também uma série de atributos, de forma que as vantagens proporcionadas pelos imóveis suprem o preço a ser pago. Neste sentido, a Tabela 9 apresenta um resumo dos valores médios dos sete anos referentes ao investimento e ao aluguel do mercado imobiliário de algumas das principais cidades do país.

Tabela 9

Médias dos últimos 7 anos dos imóveis residenciais e comerciais

Residenciais			
Cidades	Compra/venda por m²	Locação por M²	Rentabilidade Média
Belo Horizonte	R\$ 5.954,50	R\$ 20,03	3,80%
Campinas	R\$ 5.413,33	R\$ 21,68	4,80%
Curitiba	R\$ 5.436,00	R\$ 16,73	3,68%
Distrito Federal	R\$ 8.552,42	R\$ 32,05	4,22%
Porto Alegre	R\$ 5.609,00	R\$ 21,90	4,61%
Recife	R\$ 6.044,08	R\$ 25,88	5,10%
Rio de Janeiro	R\$ 10.283,42	R\$ 36,30	3,93%
Salvador	R\$ 4.745,67	R\$ 20,71	5,08%

Continua...

Continuação.

Santos	R\$ 5.102,33	R\$ 27,35	6,38%
São Bernardo do Campo	R\$ 4.895,67	R\$ 18,93	4,63%
São Paulo	R\$ 8.622,25	R\$ 35,23	4,80%
Comerciais			
Cidades	Compra/venda por m²	Locação por M²	Rentabilidade Média
São Paulo	R\$ 10.704,00	R\$ 47,29	5,53%
Rio de Janeiro	R\$ 11.891,43	R\$ 48,86	4,90%
Belo Horizonte	R\$ 7.462,00	R\$ 32,29	5,23%
Porto Alegre	R\$ 8.048,29	R\$ 32,00	4,74%

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 9, primeiramente, uma grande variação dos valores de compra/venda por metro quadrado se levarmos em consideração a localização dos imóveis bem, como sua finalidade. Imóveis comerciais acabam por possuir um valor por metro quadrado maior, principalmente na cidade do Rio de Janeiro. No entanto, se examinarmos os imóveis para fins residenciais, a variação no valor é ainda maior, sendo que a cidade do Rio de Janeiro também lidera o valor, muito acima de outras cidades, como no caso de São Bernardo do Campo e Salvador.

Esta valorização na cidade do Rio de Janeiro se deve principalmente à realização da Copa do Mundo e a Olimpíada, que trouxeram um novo fôlego ao mercado imobiliário desta cidade, além de ser considerada uma cidade turística, o que também acaba por influenciar o valor dos imóveis. Da mesma forma que a valorização dos imóveis é superior à de outras localidades, o valor da locação por metro quadrado também é o maior, mas a rentabilidade média dos proprietários é um dos menores índices da amostra.

Outra cidade que se destaca neste estudo é a grande capital São Paulo, com um elevado valor por metro quadrado para compra/venda e apresentando um dos valores de locação mais altos por metro quadrado. De acordo com Mendonça e Sachisda (2012), estas duas cidades, Rio de Janeiro e São Paulo, foram as duas cidades com maiores valorizações nos imóveis nestes últimos anos, podendo ser apontados diversos fatores para esta expansão, dentre os quais a estabilidade dos preços, a queda na taxa de juros e a expansão do crédito direcionado, além do crescimento da economia registrados nos anos de 2010 a 2014. Esta valorização dos imóveis acaba por criar um descompasso entre o valor do imóvel e o preço do aluguel, impactando diretamente na rentabilidade dos alugueis e, conseqüentemente, nos retornos dos investidores.

Uma cidade que vem apresentando uma rentabilidade maior para os investidores é Santos, considerado um dos maiores mercados imobiliários, desbancando muitas capitais. Cidades que concentram dados do litoral, incluindo Praia Grande, São Vicente e Guarujá, que vêm crescendo muito ao longo dos anos, apresentando um valor médio de venda/compra não

tão alto como outras cidades, mas com um valor de aluguel relativamente bom se comparado com outras cidades, aumentando, assim, a rentabilidade dos investidores.

Apesar da queda nas negociações de imóveis nos últimos dois anos, devido ao enfraquecimento da economia, existem perspectivas de que o mercado imobiliário volte a se fortalecer. As previsões para o ano de 2017 são positivas, com a estruturação e a estabilidade nos preços das unidades em oferta e da revisão da taxa básica de juros e consequente aumento nas intenções de compra dos imóveis

5.4 ANÁLISE DE PERFORMANCE DOS INVESTIMENTOS

Investimentos imobiliário carecem geralmente de grandes quantias de investimentos. Portanto, para a realização das análises foi utilizado como base o valor de R\$ 500.000,00 para o investimento, assim todos investimentos tiveram como base este valor, permitindo a comparação das performances dos imóveis residenciais, comerciais e os fundos de investimento imobiliário. Para os imóveis, utilizou-se como base o valor por metro quadrado e a rentabilidade média das locações, pois estas já contam com os taxas e despesas inerentes dos imóveis.

Os fundos de investimento utilizados nesta análise de performance são os 14 fundos que apresentaram melhor desempenho entre os indicadores utilizados, usando o valor da cota para levantar a quantidade de cotas que poderiam ser adquiridas com o valor inicial do investimento, e, por consequência, obter o retorno médio por cota.

Para uma análise que permita a melhor comparação de investimentos, portanto, selecionaram-se os melhores investimentos em FIIs e os mais rentáveis imóveis para locação de cada localidade.

Tabela 10
Simulação de investimento

Valor Base de Investimento:		R\$500.000,00		
Imóveis Residenciais				
Investimento	Valor por m²	Tamanho do Imóvel (m²)	Valor da Locação	Rentabilidade
Belo Horizonte	R\$ 5.954,50	83,97	R\$ 1.681,92	R\$ 19.000,00
Campinas	R\$ 5.413,33	92,36	R\$ 2.002,46	R\$ 24.000,00
Curitiba	R\$ 5.436,00	91,98	R\$ 1.538,82	R\$ 18.400,00
Distrito Federal	R\$ 8.552,42	58,46	R\$ 1.873,74	R\$ 21.100,00
Porto Alegre	R\$ 5.609,00	89,14	R\$ 1.952,22	R\$ 23.050,00
Recife	R\$ 6.044,08	82,73	R\$ 2.140,94	R\$ 25.500,00

Continua...

Continuação.

Rio de Janeiro	R\$ 10.283,42	48,62	R\$ 1.764,98	R\$ 19.650,00
Salvador	R\$ 4.745,67	105,36	R\$ 2.181,99	R\$ 25.400,00
Santos	R\$ 5.102,33	97,99	R\$ 2.680,15	R\$ 31.900,00
São Bernardo do Campo	R\$ 4.895,67	102,13	R\$ 1.933,34	R\$ 23.150,00
São Paulo	R\$ 8.622,25	57,99	R\$ 2.042,97	R\$ 24.000,00

Imóveis Comerciais

Investimento	Valor por m ²	Tamanho do Imóvel (m ²)	Valor da Locação	Rentabilidade
São Paulo	R\$ 10.704,00	46,71	R\$ 2.208,99	R\$ 27.650,00
Rio de Janeiro	R\$ 11.891,43	42,05	R\$ 2.054,42	R\$ 24.500,00
Belo Horizonte	R\$ 7.462,00	67,01	R\$ 2.163,63	R\$ 26.150,00
Porto Alegre	R\$ 8.048,29	62,13	R\$ 1.988,00	R\$ 23.700,00

Fundos de Investimento

Fundos	Valor da Cota	Quantidade de Cotas	Rendimento por cota	Rentabilidade
BCFF11B	R\$ 68,90	7257	12,15%	R\$ 60.750,00
BCRI11	R\$ 116,50	4292	9,36%	R\$ 46.800,00
BPF11	R\$ 80,60	6203	8,45%	R\$ 42.250,00
CPTS11B	R\$ 99,00	5051	11,15%	R\$ 55.750,00
EDGA11B	R\$ 51,28	9750	11,86%	R\$ 59.300,00
FEXC11B	R\$ 107,25	4662	12,10%	R\$ 60.500,00
FTCE11B	R\$ 2.050,85	244	11,32%	R\$ 56.600,00
HGBS11	R\$ 1.030,00	485	7,69%	R\$ 38.450,00
HGCR11	R\$ 1.005,00	498	10,18%	R\$ 50.900,00
KNRI11	R\$ 143,50	3484	6,39%	R\$ 31.950,00
PORD11	R\$ 109,10	4583	9,58%	R\$ 47.900,00
RBRD11	R\$ 65,00	7692	9,37%	R\$ 46.850,00
RBVO11	R\$ 89,99	5556	16,09%	R\$ 80.450,00
WMRB11B	R\$ 349,14	1432	15,68%	R\$ 78.400,00

Fonte: Dados da Pesquisa

A aplicação em imóveis é tida como um dos melhores investimentos, pois podem garantir uma renda extra, além de existir a possibilidade de deixar um bem como herança para filhos e netos. No entanto, a baixa liquidez e muitas vezes a falta de uma administração mais eficiente dos imóveis físicos acaba por prejudicar os investimentos, diminuindo os retornos esperados. Neste sentido, muitos investidores reconhecem a importância de diversificar os seus investimentos com diferentes tipos de ativos.

Todavia, o investimento direto em imóveis possui algumas vantagens. Pensando no imóvel como um investimento e um negócio, além do fato de se possuir maior controle sobre o investimento, o imóvel, se bem gerenciado, pode trazer retornos mensais, mas por ser

geralmente gerenciado pelo proprietário, este terá que lidar com os problemas de inquilinos, cobranças de aluguel e a escolha de inquilinos que não destruam sua propriedade.

Ao comparar os retornos proporcionados pelo investimento em imóveis físicos, residenciais e comerciais, com fundos de investimento imobiliário, pode-se afirmar que existem diferenças entre os rendimentos, sendo possível concluir que os FIIs são uma forma de investimento que proporcionam rendas superiores, tornando-se vantajosos em relação à aquisição de imóveis para locação, corroborando com os resultados encontrados por Rojo e Bertolini (2015).

Observa-se que os fundos de investimento acabam por trazer para o investidor um maior retorno, se comparado o valor inicial de investimento, o que vem justificando o crescimento deste mercado no Brasil. Na simulação dos investimentos, é possível comprovar que os FIIs tornam-se uma alternativa muito interessante para pequenos e médios investidores que procuram investir em imóveis, pois proporcionam uma maior rentabilidade, além de não demandarem grande quantidade de recursos para a realização dos investimentos, permitindo uma maior diversificação das aplicações por meio da aquisição de cotas, que podem ser adquiridas de diferentes fundos, maximizando o retorno.

Com certeza uma das vantagens dos fundos de investimentos imobiliários, e como apresentado anteriormente neste estudo, a profissionalização da administração e a gestão dos fundos acabam por proporcionar um melhor desempenho dos FIIs se comparados com o investimento direto em imóveis, uma vez que este, na sua grande maioria, são gerenciados pelos próprios proprietários, ou ainda por grupos imobiliários, que apenas administram e tomam providências relativas a manutenção, conservação ou reparos dos imóveis, não se preocupando em trazer maiores retornos aos investidores.

Quanto às expectativas sobre os fundos imobiliários, eles são tidos como a esperança de alavancar o setor, acreditando-se que os fundos brasileiros, no decorrer dos anos, apresentem enormes potenciais a serem desenvolvidos, evoluindo conforme os investidores passarem a conhecer e a entender melhor os objetivos e regulamentos, proporcionando o aperfeiçoamento de suas regulamentações e o aumento da rentabilidade.

No entanto, como destaca Mota (2013), são necessárias medidas de proteção e controle por parte dos investidores para garantir o sucesso no investimento, sendo aconselhável que realmente se entendam quais políticas e regras o fundo escolhido adota, bem como identificar o tipo de imóvel objeto do fundo e sua perspectiva de ganhos e rendimentos.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta dissertação objetivou identificar como a gestão influencia o desempenho dos investimentos em FIIs se comparados aos imóveis de locação direta no período de 2010 a 2016. Para tal, utiliza como referencial teórico os aspectos relacionados a: Teoria Moderna de Portfólio, descrevendo sobre o processo de investimento segundo esta teoria; Teoria da Agência, levantando os principais tipos de conflitos possíveis entre gestores e os acionistas; investimentos imobiliários; fundos de investimento imobiliários, trazendo as estruturas, os tipos, as vantagens, os riscos e como são administrados os FIIs no Brasil.

O objetivo geral foi desdobrado em quatro objetivos específicos que permitiram responder à questão de pesquisa: Como a gestão influencia o desempenho dos FII comparado ao investimento direto em imóveis? Para tanto, utilizou-se nesta pesquisa o método hipotético-dedutivo, com procedimentos comparativos, com abordagens quantitativa e descritiva, realizando-se análises de estatísticas descritivas.

O primeiro objetivo específico procurou levantar o desempenho dos diferentes fundos de investimento imobiliários do Brasil. Para tanto, levantou-se inicialmente a variação do valor da cota no mercado, que é representativa da rentabilidade da carteira de ativos do fundo, e, dessa forma, o investidor pode ter uma ideia de como tem sido o desempenho do fundo. Ao acompanhar a evolução do preço de suas cotas, constatou-se que dos dez segmentos de aplicação de investimento encontrados, quatro apresentaram, em média, uma variação positiva, até o mês de dezembro de 2016, com destaque para o setor educacional, que é composto por três fundos.

Outro indicador a ser levado em consideração é o preço da cota com o valor patrimonial da cota, pois, de acordo com Leite e Sanvicente (1990), o preço de mercado de uma ação e seu valor patrimonial são indicações de como os investidores encaram a empresa. Percebe-se que fatos extraordinários e situações especiais de mercado ou eventos de diversas naturezas podem interferir e modificar o mercado financeiro, afetando positiva ou negativamente o valor das cotas.

A rentabilidade dos fundos também foi levantada, encontrando-se uma grande variação com relação aos retornos, com percentuais que variam de 0,39% até 86,11%, sendo que esta variação pode modificar-se, principalmente devido ao tipo de portfólio do fundo, uma vez que cada fundo investe seus recursos em ativos diferentes. A variação da cota e as distribuições dos últimos anos também foi um ponto levantado, identificando-se que um cenário diverso, onde 14 fundos apresentaram um valor negativo, o que significa que o valor da cota vem diminuindo

ao longo dos anos; por outro lado, temos fundos que tiveram uma variação de cota e retorno superior a 100%.

Apesar das cotas dos Fundos de Investimentos Imobiliários possuírem uma liquidez menor do que as ações que compõem o Ibovespa, este indicador também deve ser considerado, quando numa avaliação de performance. Verificou-se que, com o aumento dos investimentos neste setor, a liquidez vem crescendo.

Assim, tendo por base os indicadores preço por valor patrimonial por cota, rendimento médio dos últimos anos, variação da cota mais distribuição dos últimos anos e a liquidez, identificaram-se os 14 fundos que apresentaram o melhor desempenho em pelo menos dois critérios.

No que concerne ao segundo objetivo específico, analisar a gestão e a performance dos fundos de investimento imobiliários, destaca-se que são encontrados 21 administradores, pessoas jurídicas e autorizadas pela CVM, que atuam no segmento de investimentos imobiliários, e 37 empresas, devidamente cadastradas, que são responsáveis pela gestão dos fundos. Observa-se que a performance dos fundos está ligada a gestão, conforme destacado por autores como Sharpe (1988), Chan, Chen e Lakonishok (2002), Amato (2009), Guenzi, Georges e Pardo (2009), Matos e Nave (2012), Duarte (2012), Alcock, Glascock e Steiner (2013), Mattarocci (2014) e Milan e Eid Junior (2015), a atuação dos gestores e suas habilidades podem influenciar nos retornos dos fundos.

Referente ao terceiro objetivo específico, levantar o desempenho de diferentes tipos de imóveis para locação, levantaram-se os valores médios referentes ao investimento e o valor do aluguel no mercado imobiliário de algumas das principais cidades do país, observando-se, primeiramente, uma grande variação dos valores de compra/venda por metro quadrado se levarmos em consideração a localização dos imóveis, bem como sua finalidade – residencial ou comercial.

Imóveis comerciais acabam por possuir um valor por metro quadrado maior, principalmente na cidade do Rio de Janeiro. No entanto, se examinarmos os imóveis para fins residenciais, a variação no valor é ainda maior, considerando que a cidade do Rio de Janeiro também lidera o valor, sendo que esta valorização se deve principalmente, à realização da Copa do Mundo e a Olimpíada, que trouxeram um novo fôlego ao mercado imobiliário.

Outra cidade que se destaca neste estudo é a grande capital São Paulo, com um elevado valor por metro quadrado para compra/venda e apresentando um dos valores de locação mais altos por metro quadrado. No entanto, quando se procura por rentabilidade, a cidade de Santos se destaca, com o maior retorno das cidades observadas.

Para quarto e último objetivo específico, correlacionar a gestão com os resultados obtidos através das análises de performance dos investimentos, elaborou-se uma simulação tendo por base o valor de investimento de R\$ 500.000,00, utilizando os dados levantados dos investimentos em imóveis reais e os 14 FIIs com melhor desempenho.

Por meio da simulação de investimentos, é possível afirmar que os FIIs podem ser vistos como uma alternativa interessante para pequenos e médios investidores, que procuram investir no setor imobiliário e que não possuem uma quantidade tão grande de recursos financeiros para a realização de investimentos.

Com as conclusões dos objetivos específicos, pode-se confirmar a hipótese H1: O investimento em fundos de investimento imobiliário no Brasil é mais rentável em comparação ao investimento direto em imóveis para o investimento até R\$500.000,00, e rejeitar a hipótese H2: A estrutura dos FIIs com relação ao controle e gerenciamento das decisões e a possibilidade da assimetria de informações afetam negativamente o investimento em fundos de investimento imobiliário, em comparação ao investimento direto em imóveis de até R\$ 500.000,00.

Quanto à hipótese H1, verifica-se, por meio da simulação dos investimentos com base no valor de R\$ 500.000,00, que os FIIs são formas de investimento que proporcionam rendas superiores, tornando-se mais vantajosos em relação à aquisição de imóveis para locação, corroborando com resultados encontrados por Rojo e Bertolini (2015).

Com relação à hipótese H2, observa-se que os fundos de investimento imobiliário vêm se desenvolvendo nos últimos anos, a despeito da administração e da gestão pertencerem a outros. Os gestores escolhem em quais ativos o fundo irá aplicar, quais os percentuais de alocação dos portfólios e o momento de entrada e saída dos investimentos; no entanto, sempre dentro das regras definidas pelo regulamento do fundo e de acordo com sua classificação, devendo seguir exatamente o que a assembleia dos acionistas define.

Os administradores são obrigados a divulgarem as informações de forma imparcial entre todos os cotistas, na periodicidade, no prazo e no teor definidos pelos regulamentos da CVM, além da obrigação do administrador do fundo, de adotar políticas, práticas e controles internos que garantam a liquidez da carteira do fundo de forma que seja compatível com os prazos previstos nos regulamentos dos fundos.

No entanto, sugere-se que os investidores, antes de adquirirem cotas de qualquer fundo de investimento imobiliário, deve considerar a estrutura, a qualificação e a experiência dos gestores, a fim de verificar se estes estão tomando decisões de acordo com as escolhas da assembleia dos cotistas e se os gestores estão realmente preocupados com os interesses dos investidores, agregando valor aos ativos e retornos financeiros a estes, não apenas atendendo seus próprios interesses.

Ressalta-se que esta dissertação não se trata de uma recomendação de investimento, uma vez que este estudo busca identificar como a gestão influencia o desempenho dos FIIs se comparados aos imóveis de locação direta, no âmbito dos investimentos, buscando contribuir para o meio acadêmico e para o público, uma vez que poderá servir de fonte de pesquisa para investidores, ou mesmo para os interessados em investir e conhecer este mercado, além de auxiliar na elaboração de novas pesquisas relacionadas aos fundos de investimento imobiliários.

Por tratar-se de uma categoria ainda pouco explorada no Brasil, abre-se um vasto campo de pesquisa, inclusive réplicas do estudo efetuado. Contudo, as sugestões de futuras pesquisas limitam-se às relacionadas a este estudo, como realizar estudos posteriores sobre o tema, incluindo indicadores diferentes, ou cidades diferentes. Da mesma forma, sugere-se a aplicação de estudos que promovam a comparação com outros países, procurando identificar se os resultados aqui apresentados se confirmam.

REFERÊNCIAS

Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *The American economic review*, 62(5), 777-795.

Alcock, J., Glascock, J., & Steiner, E. (2013). Manipulation in US REIT investment performance evaluation: Empirical evidence. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 47(3), 434-465.

Amato, F. B. (2009). 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. Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo, São Paulo.

Andrade, M. M. T. D. (2008). Gestão do acesso ao conhecimento externo em administradoras de carteira de investimentos imobiliários: estudo de casos. Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo, São Paulo.

Arrow, K. J. (1963). Uncertainty and the welfare economics of medical care. *The American economic review*, 53(5), 941-973.

Babbie, E. R. (2006). *The practice of social research*. 11.ed. California: Wadsworth.

Bauer, R., Eichholtz, P., & Kok, N. (2010). Corporate governance and performance: the REIT effect. *Real Estate Economics*, 38(1), 1-29.

Bertolin, R. V., Santos, A. C., Lima, J. B., & Braga, M. J. (2008). Assimetria de informação e confiança em interações cooperativas. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(1), 59-81.

Blair, M. M. (1996). Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century. Brookings Institution.

Brasil, (2005). *Lei nº 11.196*. Institui o Regime Especial de Tributação para a Plataforma de Exportação de Serviços de Tecnologia da Informação - REPES, o Regime Especial de Aquisição de Bens de Capital para Empresas Exportadoras - RECAP e o Programa de Inclusão Digital; dispõe sobre incentivos fiscais para a inovação tecnológica; e dá outras providências.

Bruni, A. L., Fuentes, J., & Famá, R. (1998). A moderna teoria de portfólios e a Contribuição dos mercados latinos na Otimização da relação risco versus Retorno de carteiras internacionais: Evidências empíricas recentes (1996-1997). *III Semead*.

Calado, L.C., Giotto, R.C., & Securato, J.R (2001). Um estudo atual sobre Fundos de Investimentos Imobiliários. In: *SEMEAD – Seminários em Administração FEA – USP*, 5, 2001, São Paulo.

Calhau, F. R. D. S. (2012). Estudo da assimetria da informação e seus impactos no custo de capital das empresas brasileiras negociadas em bolsa. Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo, São Paulo.

Carnaúba, W. M. (1993). Estrutura de capital: teoria da agência, teoria da sinalização e teoria do controle. Doctoral dissertation, Fundação Getúlio Vargas, Brasília.

Carvalho, A. G. (2002). Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administra & Administração da Universidade de São Paulo*, 37(3).

Castro, M. A. F. (2012). *Co-Integração na Indústria de Fundos Imobiliários no Brasil*. Doctoral dissertation, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza.

Cavalcante, D. M., Crisóstomo, V. L., Matos, P. R. F., & Correia Neto, J. F. (2016). Composição de carteiras por mínima variância: comparação com benchmarks de mercado. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 6(2), 132.

Chan, L. K., Chen, H. L., & Lakonishok, J. (2002). On mutual fund investment styles. *Review of financial studies*, 15(5), 1407-1437.

Chen, C. J., & Yu, C. M. J. (2012). Managerial ownership, diversification, and firm performance: Evidence from an emerging market. *International Business Review*, 21(3), 518-534.

Clarke, J. E., Fee, C. E., & Thomas, S. (2004). Corporate diversification and asymmetric information: evidence from stock market trading characteristics. *Journal of Corporate Finance*, 10(1), 105-129.

Coase, R. (1937). The Nature of the Firm. *Economica, New Series*, 4(16), 386-405.

Colauto; R. D.; Beuren, I. M. (2009) Coleta, análise e interpretação dos dados. In: BEUREN, I. M. (org.). *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática*. 3. ed. São Paulo: Atlas.

Comissão de Valores Mobiliários [CVM] (2008). *Instrução CM nº 472*. 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. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst472.html>>. Acesso em 02/10/2016.

Comissão de Valores Mobiliários [CVM] (2010). *Fundos de Investimento Imobiliário: caderno 6. Rio de Janeiro*. Disponível em <<http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Cadernos/CVM-Caderno-6.pdf>>. Acesso em 17/08/2016.

Comissão de Valores Mobiliários [CVM] (2013). *Guia CVM do investidor: fundos de investimento imobiliário*. Disponível em

<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/serie_guias/CVM-Guia-01-FII.pdf>. Acesso em 11/06/2017.

Comissão de Valores Mobiliários [CVM]. (2015) *Instrução CVM nº 558*. Dispões sobre o exercício profissional de administração de carteriras de valores mobiliários. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/500/inst558.pdf>>. Acesso em 02/10/2016.

Creswell, J. W. (2007). *Projeto de Pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto*. 2 ed. Porto Alegre: Artmed.

Dal Vesco, D. G. (2013) *Relação da estrutura de propriedade e da composição do Board of Directors com o desempenho de empresas brasileiras*. Doctoral dissertation, Universidade Regional de Blumenau, Blumenau.

Duarte, D. C. (2015). *Conflito de agência no consórcio DPVAT: uma análise à luz da nova economia institucional sob a perspectiva da teoria da agência*. Doctoral dissertation, Fundação Getúlio Vargas, Brasília.

Duarte, L. M. F. (2012). *Gestão ativa e desempenho de fundos de ações portugueses*. Doctoral dissertation, Instituto Superior de Economia e Gestão, Lisboa, Portugal.

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.

Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1997). Modern portfolio theory, 1950 to date. *Journal of Banking & Finance*, 21(11), 1743-1759.

Fabozzi, F. J., Gupta, F., & Markowitz, H. M. (2002). The legacy of modern portfolio theory. *The Journal of Investing*, 11(3), 7-22.

Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The journal of political economy*, 88(2), 288-307.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325.

Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. D., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier.

Fernando, D., Klapper, L. F., Sulla, V., & Vittas, D. (2003). *The global growth of mutual funds*. World Bank Policy Research Working Paper, Washington, DC. Retrieved from: <http://documents.worldbank.org/curated/pt/342341468781751457/pdf/multi0page.pdf>.

Ferreira, F. M. (2011). *Fundos de investimento imobiliário-governança corporativa*. Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo

Fiorini, R. M. (2012). *Determinantes da Rentabilidade dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil*. Doctoral dissertation, Fundação Getúlio Vargas, Brasília.

Frade, R. B. (2015). Avaliação da sensibilidade dos fundos de investimento imobiliários a variações nas taxas de juros através da análise de componentes principais. Doctoral dissertation, Fundação Getúlio Vargas, Brasília.

Gabriel, F. S. (2014). *Fundos de Investimento Imobiliário versus Real Estate Investment Truts: análise de performances*. Doctoral dissertation, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia.

Gil, A. C. (2009) *Como elaborar projetos de pesquisa*. São Paulo: Atlas.

Grenadier, S. R., & Wang, N. (2005). Investment timing, agency, and information. *Journal of Financial Economics*, 75(3), 493-533.

Guenzi, P., Georges, L., & Pardo, C. (2009). The impact of strategic account managers' behaviors on relational outcomes: An empirical study. *Industrial Marketing Management*, 38(3), 300-311.

Guimarães, J. G. M. Persistência na performance de fundos de investimento imobiliário brasileiros entre 2008 e 2012. Doctoral dissertation. Fundação Getúlio Vargas, Brasília.

Hair Jr, J. F., Babin, B., Money, A. H., & SAMOUEL, P. (2005). *Fundamentos de métodos de pesquisa em administração*. Porto Alegre: Bookman.

Hendriksen, E. S., & Van Breda, M.F. (1999). *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas.

Iório, F. R. (2014). Análise do desempenho de carteiras de fundos de investimento imobiliário negociados na BM&FBOVESPA entre 2011 e 2013. Doctoral dissertation, Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP, São Paulo.

Islamoglu, M., Apan, M., & Oztel, A. (2015). An Evaluation of the Financial Performance of REITs in Borsa Istanbul: A Case Study Using the Entropy-Based TOPSIS Method. *International Journal of Financial Research*, 6(2), 124- 138.

Izquierdo, S. S., & Izquierdo, L. R. (2007). The impact of quality uncertainty without asymmetric information on market efficiency. *Journal of Business Research*, 60(8), 858-867.

Jackson, L. A. (2009). Lodging REIT performance and comparison with other equity REIT returns. *International Journal of Hospitality & Tourism Administration*, 10(4), 296-325.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

Leite, H. D. P., & Sanvicente, A. Z. (1990). Valor patrimonial: usos, abusos e conteúdo informacional. *Revista de administração de empresas*, 30(3), 17-31.

Maia, P. M. S., & de Souza, R. M. (2015). Análise do mercado de fundos de investimento imobiliário negociados na Bolsa. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 20(2), 18-37.

Malhotra, N. (2006). *Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada*. 4 ed., Porto Alegre: Bookman.

Manganotti, K. H. (2014). Estudo sobre a ocorrência ou não de retorno anormal nos fundos imobiliários de renda e a comparação com o retorno de imóveis físicos que proporcionam renda. Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo, São Paulo.

Mangram, M. E. (2013). A simplified perspective of the Markowitz portfolio theory. *Global Journal of Business Research*, 7(1), 59-70.

Marconi, M. A., & Lakatos, E. M. (2003). *Fundamentos de metodologia Científica*. 5.ed., São Paulo: Atlas.

Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The journal of finance*, 7(1), 77-91.

Martinez, A. L. (1998). *Agency theory na pesquisa contábil*. Encontro da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Contabilidade (ANPAD). Foz do Iguaçu, 22.

Matos, P. R. F., & Nave, A. (2012) Fundos de Investimento em ações no Brasil: performance e expertise de gestão. *BBR - Brazilian Business Review*, edição especial BBR Conference, 01-38.

Mattarocci, G. (2014). Real Estate Investment Trusts. In *Anomalies in the European REITs Market* (pp. 7-18). Palgrave Macmillan, UK.

McVean, J. R. (2000). *The significance of risk definition on portfolio selection*. In: SPE Annual Technical Conference and Exhibition. Society of Petroleum Engineers.

Mendonça, M. J., & Sachida, A. (2012). *Existe bolha no mercado imobiliário brasileiro?*. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Brasília, Ipea.

Milan, P. L. A. B., & Eid Junior, W. (2015). Determinantes da Rotatividade das Carteiras dos Fundos de Investimento em Ações. *BBR-Brazilian Business Review*, 12(5).

Mitnick, B. M. (1973). *Fiduciary rationality and public policy: The theory of agency and some consequences*. In> 1973 Annual Meeting of the American Political Science Association, New Orleans, LA. In: Proceedings of the American Political Science Association.

Mota, R. R. (2013). 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. Doctoral dissertation, Universidade de Brasília, Brasília.

Mugnaini, A., da Silva, W. V., Souza, A., & Corso, J. M. (2008). Análise da eficiência de mercado e performance de fundos de investimentos imobiliários negociados na Bovespa. *Revista Capital Científico*, 6(1), 65-86.

Mugnaini, A. (2007). Análise da Eficiência de Mercado e Performance de Fundos de Investimentos Imobiliários Negociados na Bovespa 2007. Doctoral dissertation. Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba.

Nascimento, A. M., & Reginato, L. (2008). Divulgação da informação contábil, governança corporativa e controle organizacional: uma relação necessária. *Revista Universo Contábil*, 4(3), 25-47.

National Association of Real Estate Investment Trusts [Nareit]. (2016). *What is a REIT?* Disponível em <<https://www.reit.com/investing/reit-basics/what-reit>>. Acesso em 02//10/2016.

Okazuka Junior, M. (2015) A utilização dos fundos de investimento imobiliários como veículos na gestão de ativos das empresa. Doctoral dissertation, Fundação Getúlio Vargas, Brasília.

Orru Neto, A. (2015). Fundos de Investimento Imobiliário e suas características de Hedge Contra Inflação no Brasil. Doctoral dissertation, Fundação Getúlio Vargas, Brasília.

Petacchi, R. (2015). Information asymmetry and capital structure: Evidence from regulation FD. *Journal of Accounting and Economics*, 59(2), 143-162.

Peterson, J. D., & Hsieh, C. H. (1997). Do common risk factors in the returns on stocks and bonds explain returns on REITs?. *Real Estate Economics*, 25(2), 321-345.

Peyton, M. S., Park, T., & Badillo, F. (2008). Why Real Estate?. *Asset Management*.

Pires, R. (2008). A Informação contábil e a teoria da agência: Um estudo da assimetria informacional nas companhias abertas, listadas no novo mercado da Bovespa. Doctoral dissertation, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo.

Pitta, C. E. (2000). Risco e retorno do investimento imobiliário: um estudo do mercado de imóveis comerciais de São Paulo. Dissertação de Mestrado, Fundação Getúlio Vargas, Brasília.

Polli, T., & Viveiros, E. B. (2007). *Quando o preço não faz diferença: a relação entre custo do imóvel e conforto acústico*. IX Encontro Nacional e V Latino Americano de Conforto no Ambiente Construído, Ouro Preto, Brazil (pp. 1529-1538).

Porto, P. T. (2010). Método para gestão de portfólios de investimentos em edifícios de escritórios para locação no Brasil. Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo, São Paulo.

Rebouças, M. L. (2011). Aversão ao risco e impaciência no mercado imobiliário: construção de um valor fundamental dos imóveis. Doctoral dissertation, Universidade Católica de Brasília, Brasília.

Richardson, R. J. (2010). *Pesquisa Social: Métodos e Técnicas*. 3. ed. São Paulo: Atlas.

Rocha, I., Pereira, A. M., Bezerra, F. A., & do Nascimento, S. (2012). Análise da produção científica sobre teoria da agência e assimetria da informação. *REGE Revista de Gestão*, 19(2), 329-341.

Rodrigues, M. G. (2012). *Investimento de Longo Prazo no Mercado Imobiliário Brasileiro*. Doctoral dissertation, Fundação Getúlio Vargas, Brasília.

Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.

Sampieri, R. H., Collado, C. F., & Lucio, M. D. P. B. (2006). *Metodologia de pesquisa*. 3. ed. São Paulo: McGraw-Hill.

Scolese D. (2014). *Fatores determinantes da rentabilidade dos fundos de investimentos imobiliários no Brasil de 2011 a 2013*. Doctoral Dissertation, Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP), São Paulo.

Scolese, D., Bergmann, D. R., Silva, F. L., & Savoia, J. R. F. (2015). Análise de estilo de fundos imobiliários no Brasil. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 9(23), 24-35.

Silva Maia, P. M., & Moraes de Souza, R. (2015). Análise do Mercado de Fundos de Investimento Imobiliário Negociados na Bolsa. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 20(2), 20-36.

Sousa, D. J. M. (2016). Avaliação de desempenho de fundos de investimento do setor imobiliário, no mercado europeu, em diferentes fases do mercado. Doctoral dissertation, Escola de Economia e Gestão, Universidade do Minho, Braga, Portugal.

Steffen, M. A. (2015). Rentabilidade dos fundos de investimento imobiliários: uma análise da influência da bolsa de valores, dos juros e de fatores específicos do mercado. Doctoral Dissertation, Universidade de São Paulo, São Paulo.

Tang, C. H. H., & Jang, S. S. (2008). The profitability impact of REIT requirements: A comparative analysis of hotel REITS and hotel C-Corporations. *International Journal of Hospitality Management*, 27(4), 614-622.

Terpins, N. M. H. (2013). *A natureza jurídica dos fundos de investimento imobiliário*. Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo, São Paulo.

Testa, C. H. R. (2011) *Aplicação da estratégia de investimento de Graham à bm&fbovespa para o pequeno investidor*. In Anais do SemeAD-Seminários em Administração, 14, São Paulo. São Paulo: USP, 2011. pp.1-12.

Verstegen, B. H. J. (2001). Nine ways for a decision maker to use theoretical notions, with special reference to teaching agency theory for management accounting. *Journal of Accounting Education*, 19(2), 119-127.