

Estudo de caso do Fundo de Investimento Imobiliário Presidente Vargas

Guilherme Neubarth¹ | José Eduardo Zdanowicz²

Resumo

Este trabalho de conclusão de curso tem como objetivo apresentar os fundos de investimento imobiliário, especificamente, seus mecanismos de rentabilidade, bem como analisar cálculos e valores de *performance*, além de avaliar o nível de informações que investidores e pessoas interessadas em investimentos possuem sobre o tema. Para isso, foram utilizadas pesquisas bibliográficas, documentais, um estudo de caso e uma entrevista. Este estudo é uma pesquisa quantitativa, que busca desenvolver os critérios adotados para a dupla rentabilidade do fundo de investimento imobiliário, comparando com as rentabilidades de outros investimentos. Para a demonstração desses objetivos, foi utilizado um estudo de caso do Fundo de Investimento Imobiliário Presidente Vargas. Como foram analisados, os fundos imobiliários podem apresentar uma boa rentabilidade frente a investimentos convencionais.

Palavras-chave: Cota. Fundo de investimento. Fundo de investimento imobiliário. Liquidez. Rentabilidade.

Abstract

This paper not only assesses real estate funds, especially its profit mechanisms, analyzing how performance is measured and valued, but also evaluates the amount of information investors and people interested in investments have on the subject. Bibliographical and documentary researches, a case study and one interview were used in order to develop this essay. The present study is a quantitative research, which intends to develop the criteria adopted to maximize real estate funds profitability, comparing them with other investments. A case study of Presidente Vargas Real State Fund was used to demonstrate such objectives. As a result of this analysis, real estate funds were proved to be more profitable when compared to conventional investments.

Keywords: Share. Investment fund. Real estate fund. Liquidity. Profitability.

¹ Graduado em Administração das Faculdades Integradas de Taquara - FACCAT - Taquara/RS. neubarth@gmail.com

² Professor das Faculdades Integradas de Taquara - FACCAT - Taquara/RS. profeduardoz@hotmail.com
<http://lattes.cnpq.br/1168697074596999>

1 Introdução

Até o momento, pouco se conhece e encontra bibliografia sobre fundos de investimento imobiliário. O trabalho contém informações sobre esses fundos, demonstrando o que, realmente, interessa para o investidor: a rentabilidade. Assim como os fundos de investimento imobiliário – FIIs são pouco conhecidos por investidores, também têm baixa divulgação pelas instituições. Dessa forma, muitos aplicadores desconhecem suas vantagens. Ao se analisar os dados obtidos, percebe-se o crescimento gradual de novos fundos imobiliários, sendo negociados na bolsa de valores. Isso demonstra que é crescente o interesse dos investidores por esse tipo de aplicação, em que o capital tem rentabilidade e, ainda, há o recebimento dos aluguéis que são distribuídos, periodicamente.

Para a ciência da Administração, este trabalho é de grande valia, pois descreve os fundos de investimento imobiliário, bem como aborda de forma objetiva e precisa o tema com seus assuntos relacionados e valorizando a rentabilidade.

O problema pesquisado buscou responder ao seguinte questionamento: como funcionam os mecanismos de rentabilidade nos fundos de investimentos imobiliários?

O objetivo geral deste estudo é analisar a dupla rentabilidade dos fundos de investimento imobiliário, comparando-a com os investimentos tradicionais. Além disso, os objetivos específicos deste trabalho são:

- distinguir os mecanismos de rentabilidade dos fundos de investimento imobiliário;
- demonstrar o cálculo da rentabilidade dos FII's;
- exemplificar a rentabilidade do Fundo de Investimento Imobiliário Presidente Vargas;
- comparar os investimentos realizados nos FII's com a valorização de outros indicadores do mercado financeiro;
- analisar o conhecimento de investidores do mercado e “vendedores” de fundos de investimento imobiliário sobre o tema deste projeto.

2 Desenvolvimento

2.1 Fundamentação teórica

2.1.1 Investimento

O investimento é tudo aquilo que podemos fazer com as economias de capital para obter um ganho, uma rentabilidade, sobre o que foi aplicado. Cada tipo de investimento tem características diferentes, como rentabilidade, liquidez e risco. Essas características devem ser bem analisadas antes de o poupador investir seus recursos.

De acordo com Bodie, Kane e Marcus (2000, p. 23),

um investimento é o comprometimento atual de dinheiro ou de outros recursos na expectativa de colher benefícios futuros. Por exemplo, um indivíduo pode comprar ações na esperança de que os futuros resultados monetários destas ações justifiquem tanto o tempo em que o dinheiro dele estará empastado, quanto o risco do investimento.

Podemos afirmar que investimento e investidor devem ter características e necessidades quase que idênticas para se obter sucesso na aplicação. Um aplicador que irá precisar do seu capital daqui a três meses pode fazer uma aplicação com tempo mínimo de um ano, ninguém o proíbe, mas perderá, seja na retirada, pagando taxas pela antecipação, seja precisando desaplicar outros investimentos que possam ser mais atraídos. Esse é o exemplo de uma característica, o prazo, mas existem outros aspectos que devem estar de acordo entre aplicador e aplicação para que haja uma relação benéfica para o capital do poupador.

As principais características são: rentabilidade, liquidez e risco, que serão vistos a seguir.

A rentabilidade é o que podemos obter, ou obtemos, de resultado ao fim do prazo do investimento, é o percentual de valorização que o capital obterá em uma determinada aplicação por um dado período. Pinheiro (2009, p. 102) define rentabilidade:

[...] é a capacidade de o ativo produzir juros ou outros rendimentos para o adquirente como pagamento de sua cessão de fundos e sua assunção de riscos ao longo de um período de tempo determinado. Capacidade de ganho que esses ativos podem auferir aos seus possuidores.

Segundo Piazza (2010, p. 173), rentabilidade é a “taxa de retorno de um investimento, expressa em termos percentuais”. Portanto, a rentabilidade é fruto de algo que cedemos a outros, o tomador do que emprestamos devolve o que tomou, mais um percentual sobre o valor do investido pelo doador de recursos.

Um poupador aplica R\$ 1.000,00. Depois de 2 anos, seu investimento vale R\$ 1.150,00. Assim, ele obteve uma rentabilidade bruta de R\$ 150,00, ou seja, 15% em 2 anos. Assim, podemos entender que rentabilidade é a diferença entre o capital investido e o montante que temos em um determinado momento. A rentabilidade pode ser positiva ou negativa: nesse caso, foi positiva.

A liquidez de um investimento é um fator muito importante na avaliação de uma aplicação, pois o poupador deve conhecer como poderá se dar o resgate do valor investido caso necessário.

Segundo Pinheiro (2009, p. 102), liquidez “[...] é a facilidade, entendida tanto em termos de rapidez como de certeza na recuperação do valor nominal investido, com que o investidor possa obter os recursos investidos no ativo. Capacidade de conversibilidade em outros ativos ou bens”. Assim, liquidez é o termo utilizado para medir a certeza de que o ativo pode ser transformado em outro bem ou ativo. Essa “medição” leva em conta a certeza da venda e a rapidez com que isso ocorre.

Outro fator importante na avaliação de investimentos é o risco, ou seja, as possibilidades de ocorrer algo que possa comprometer uma aplicação. Todos os investimentos possuem algum tipo de risco. Alguns ligados a sua forma de obter rentabilidade da

aplicação, ou riscos em comum. Nesse caso, na maioria das vezes, ligados à economia e à política.

Para Piazza (2010, p. 174), “é a possibilidade de algo não acontecer como o esperado. Representa um grau de incerteza”. De acordo com Pinheiro (2009, p. 102), risco é:

[...] entendido como variabilidade ou instabilidade na rentabilidade esperada ou a possibilidade de que o emissor descumpra com o pactuado, isto é, o pagamento do principal e dos juros. O risco dependerá, portanto, de um conjunto de variáveis relacionadas com o emissor, o mercado e outros fatores diversos.

Assim, risco/chances é a possibilidade de que algo de errado aconteça ou não se concretize o investimento esperado pelo investidor.

2.1.2 Fundos de investimento

Os fundos de investimentos são ideais para pessoas que não dispõem de grandes somas em dinheiro para aplicação e/ou sem tempo para cuidar de outras formas de aplicação que necessitam de maiores estudos. De acordo com Luquet e Assef (2007, p. 12), “Os fundos são o melhor caminho para quem tem pouco dinheiro ou pouco tempo para acompanhar mercados”.

Os fundos de investimentos aplicam o capital em ativos específicos. Assim o poupador que participa desses fundos sabe em que tipo de bem o dinheiro é investido.

Os FI, segundo a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, “são condomínios constituídos com o objetivo de promover a aplicação coletiva dos recursos de seus participantes. São regidos por um regulamento e têm na Assembleia Geral seu principal fórum de decisões”.

Dessa forma, pode ser afirmado que o FI é um conjunto de pessoas que se juntam para aplicar o dinheiro em um mesmo investimento, a fim de ter um poder maior no mercado pelo montante final do capital, e todos os participantes decidem sobre o fundo na Assembleia Geral.

Os fundos são divididos em cotas. Luquet e Assef (2007, p. 12) definem cota da seguinte maneira:

Representa a fatia de cada investidor num fundo. Falamos que o fundo é como um condomínio, certo? Pois a cota é o equivalente, então, à escritura do apartamento que você tem nesse condomínio. Sua aplicação estará valorizando se o valor da cota aumentar.

Os autores Luquet e Assef (2007, p. 14) afirmam que cotista “é todo aquele que possui pelo menos uma cota do fundo. Quando aplica num fundo de investimento, na prática, você compra cotas desse fundo e se torna um dos cotistas”.

Assim, a cota é como uma escritura, porém mais prática, pois o comprovante da aplicação já é o documento necessário para comprovar a propriedade, e todos os proprietários de uma parte deste fundo são cotistas.

2.1.3 Fundo de investimento imobiliário

São fundos de investimentos que investem em ativos imobiliários. O capital integralizado pelos cotistas é destinado à compra de imóveis com bom potencial de rentabilidade.

Para Fortuna (2005, p. 501), o fundo de investimento imobiliário “[...] é uma aplicação que tem a segurança de um imóvel aliada à liquidez de um título mobiliário”. Com essa citação, o autor procura demonstrar uma vantagem desse tipo de aplicação, segurança e liquidez, além da rentabilidade.

Os fundos de investimento imobiliário podem ser vistos como uma mescla da forma de aplicações, ou seja, esse investimento atende a requisitos de quem procura fundos de investimento e também se adapta àquelas pessoas que acreditam que imóveis são uma ótima maneira de dar segurança e rentabilidade ao seu capital.

Esses fundos captam o dinheiro e investem em imóveis. A rentabilidade origina-se da distribuição de rendimentos e da valorização das cotas no mercado.

A Caixa Econômica Federal enxergou a grande oportunidade no lançamento de fundos imobiliários, assim compôs um fundo com seus próprios imóveis, que, depois de estruturado, ofereceu para seus clientes. Com o desenvolvimento dessa aplicação, conseguiu criar um investimento com imóveis para satisfazer seus clientes que buscavam esse novo tipo de aplicação.

Luquet e Assef (2007, p. 33) relatam:

A Caixa Econômica Federal (CEF) foi o primeiro banco de varejo a lançar um fundo imobiliário. E seu primeiro fundo imobiliário tem em sua carteira um enorme prédio da própria Caixa, no centro do Rio. O banco vendeu o imóvel para um fundo de investimento e contratou um administrador para fazer a gestão da carteira. Depois vendeu as cotas do fundo em suas agências para aplicações iniciais a partir de R\$ 1.000.

O prospecto explica um dos motivos para o surgimento dessa aplicação, a valorização dos imóveis e o crescimento pelo interesse por essa forma de aplicação. O governo desempenhou seu papel regulamentando, a criação e a atuação dos mecanismos de funcionamento dos fundos de investimento, criando a Lei nº 8.668, em 25 de junho de 1993, que trata da constituição e do regime tributário.

Quando Calado (2011) desenvolveu esse assunto no seu livro, existiam 23 FIs no país, negociados na BM&FBovespa. Hoje, conforme a bolsa de valores de São Paulo, são 82 os fundos de investimento imobiliário que podem ser negociados através dela.

Os fundos de investimentos imobiliários não possuem uma liquidez igual. Ela é variável de fundo para fundo. Em quase todos os casos, os fundos que apresentam melhor rentabilidade são também os de maior liquidez, pois quanto maior for o retorno da aplicação, mais aplicadores terão interesse nela, deixando mais líquido o investimento.

No outro caso, uma aplicação de baixa rentabilidade, poucos poderão querer comprar e, mesmo querendo, possivelmente oferecerão preços abaixo do mercado para adquirir as cotas, fazendo assim com que o fundo perca rentabilidade, conseqüentemente tornando-o menos interessante, diminuindo a liquidez.

De acordo com Fortuna (2005, p. 500),

A característica básica desses fundos é que eles são carteiras fechadas, lastreadas em empreendimentos imobiliários, isto é, não existe resgate de cotas, que, para se transformarem em dinheiro antes do prazo previsto, devem ser comercializadas como uma ação.

Esse conceito demonstra o gerador da rentabilidade dos fundos imobiliários, os imóveis, e como se dá a conversão de cotas em dinheiro para o aplicador que deseja sair do fundo.

Para entender melhor a rentabilidade desse tipo de investimento, sabe-se que se pode ganhar por duas formas: ganhar o aluguel no mês e ganhar na valorização da cota. Segundo Halfeld (2008, p. 102), “os sócios recebem quotas que podem ser revendidas a novos interessados. Os ganhos são gerados pela renda de aluguel e pela valorização dos imóveis”.

Sobre o prazo de duração desse investimento, de acordo com Fortuna (2005, p. 500), “O prazo de duração do fundo poderá ser determinado ou não, dependendo do regulamento de cada um”. Dados sobre o fundo, como nesse caso, prazo, constam em um regulamento que rege o investimento. Como essa citação afirma, existe fundo com prazo estabelecido e sem prazo. Dessa forma, o investidor deve sempre estar atento ao regulamento e aos prospectos dos investimentos estudados para eventuais aplicações no futuro.

Como afirmamos, a rentabilidade origina-se por duas formas, como será tratado a seguir.

Valorização da cota

Assim que a cota é lançada ao mercado secundário, dessa forma, negociada via bolsa de valores, o seu valor pode começar a sofrer reajustes, positivos ou negativos. Conforme Galvão *et al.* (2006, p. 255), “os preços são formados em pregão, pela dinâmica das forças de oferta e demanda de cada papel”.

Conforme o Prospecto do FII Presidente Vargas (2010), essa rentabilidade pode se dar pela “possibilidade de valorização dos empreendimentos imobiliários e consequente valorização da cota no mercado secundário”. Assim, um aumento no valor dos imóveis fará com que mais investidores procurem esse fundo, pois será um fundo com imóveis valorizados no mercado.

Porém, essa rentabilidade só se torna real na venda das cotas, pois é quando são realizados os lucros. O valor da cota de um fundo pode sofrer variações diárias, assim a rentabilidade do investimento também sofre com essas mudanças.

Distribuição de rendimentos

As receitas dos imóveis pertencentes ao fundo são distribuídas aos cotistas periodicamente. Do montante que o fundo recebe no mês, são deduzidas as despesas do período. O restante é dividido proporcionalmente entre os cotistas.

De acordo com o Prospecto do FII Rio Negro (2012), os rendimentos mensais dos imóveis do fundo são parte de sua rentabilidade total, esses rendimentos mensais são, segundo esse prospecto, a “distribuição das receitas, normalmente provenientes de aluguéis e rendimentos de aplicações financeiras, descontadas das despesas do fundo.”

Ainda segundo o parágrafo único, do art. 10 da Lei nº 8.668/93, “O fundo deverá distribuir a seus quotistas, no mínimo, noventa e cinco por cento dos lucros auferidos”. Assim, 95 % de todas as receitas arrecadadas pelo fundo, descontados os gastos, devem ser distribuídas aos cotistas na forma de distribuição de rendimentos mensais.

Sobre os rendimentos oriundos de fundos de investimento imobiliário, incide imposto de renda, porém essa tributação é, na prática, apenas sobre o ganho de capital da venda das cotas do fundo. Sobre os rendimentos mensais, há isenção de IR.

O artigo nº 17 da Lei nº. 8.668/93 (BRASIL, 1993) esclarece sobre a tributação dos fundos de investimento imobiliário:

Os rendimentos e ganhos de capital auferidos, apurados segundo o regime de caixa, quando distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliário a qualquer beneficiário, inclusive pessoa jurídica isenta, sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte, à alíquota de vinte por cento.

Assim, todo o ganho de capital resultante da compra e venda de cotas de um fundo de investimento imobiliário pagará IR, quando positivo, ou seja, se o investidor comprar uma cota a R\$ 1.000 e vender por R\$ 1.500, haverá imposto de renda sobre R\$ 500. Com isso, o poupador pagará R\$ 100 aos cofres do Governo. Da mesma forma, com os rendimentos desses fundos, a pessoa pagará 20% das rendas oriundas da aplicação.

Para o rendimento distribuído, mensalmente, o aluguel, a Lei nº 11.033/04 e a Lei nº 11.196/05, nos art., respectivamente, 3 e 125, isenta de imposto de renda na fonte e na declaração anual das pessoas físicas os rendimentos oriundos de FII, mas estipula regras para essa isenção.

Algumas taxas são pagas para se tornar um investidor em fundos imobiliários. Na transação de compra e venda no mercado secundário, são pagas as taxas de negociação, e, para quem guardar essas cotas, paga-se uma taxa de custódia.

Segundo a BMF&BOVESPA (2012), os riscos que um investidor em FII corre são os mesmos de um investidor do mercado imobiliário tradicional, aquele que investe ele mesmo em um imóvel. Ainda de acordo com informações da BM&FBOVESPA, os riscos também podem ser:

- baixa procura para a compra ou aluguel das unidades que fazem parte da carteira de imóveis do fundo;
- baixa velocidade de venda ou de aluguel dos imóveis;
- baixos rendimentos com o aluguel e/ou valorização dos imóveis baixa;
- compradores ou locatários inadimplentes.

A Bolsa de Valores também elenca riscos quanto ao modo de funcionamento dos fundos imobiliários, como não haver interessados na compra das cotas quando um investidor tem interesse na venda, pois os fundos não são resgatáveis. Para realizar o lucro de um investidor, precisa que outro tenha interesse na compra. Além disso, há o risco

de gestão por parte dos administradores, gestores e outros prestadores de serviços do fundo.

As cotas de fundos de investimento imobiliário podem ser adquiridas via mercado primário ou secundário. Para adquiri-las, o investidor deve procurar uma instituição autorizada para intermediar a sua aplicação. Segundo o sítio da BM&FBOVESPA (2012³),

Para investir em um Fundo Imobiliário desde a sua constituição, fique atento aos lançamentos e avise sua corretora de seu interesse. Por serem ofertas reguladas pela CVM, existe data limite para adesão. Vencido o prazo, se forem reunidos os recursos mínimos definidos no prospecto, o Fundo é lançado. A vantagem de aplicar em um Fundo neste momento é que, se tudo der certo, você lucra, por exemplo, com a possível valorização dos empreendimentos e das cotas.

Assim, é possível comprar as cotas no mercado primário, fazendo a reserva das cotas por meio de uma corretora. Se o negócio for concretizado, o aplicador terá cotas desde a constituição do fundo. A vantagem desse momento é poder comprar as cotas por um valor que foi muito bem calculado.

Porém, se o investidor tiver interesse na aquisição de cotas de um fundo já existente, de acordo com a BM&FBOVESPA (2012),

Para investir em um fundo constituído você precisa comprar cotas no mercado secundário, negociadas da mesma forma que as ações. A vantagem de participar de um fundo já existente é poder avaliar o desempenho que ele obteve no passado e compará-lo com outros concorrentes. Por serem condomínios fechados, os investidores que tenham cotas de FII somente conseguem sair do seu investimento mediante a venda no mercado secundário, não sendo possível resgatar as cotas junto ao administrador.

Já a vantagem de comprar as cotas no mercado secundário e com o fundo em andamento é poder ver o desempenho do investimento até a data de aplicação.

Alguns métodos que podem ser utilizados para fazer análises e comparações entre investimentos, lembrando que a aplicação não é exclusivamente para fundos de investimento imobiliário:

a) A taxa mínima de atratividade – TMA é a taxa mais alta que um investidor encontrará no mercado para aplicar o seu capital, lembrando que para poder comparar a taxa mínima de atratividade com outro investimento, é necessário que os critérios para aplicação em ambos sejam parecidos.

Para Souza e Clemente (2009, p. 71),

Entende-se como taxa de mínima atratividade a melhor taxa, com baixo grau de risco, disponível para aplicação do capital em análise. A decisão de investir sempre terá pelo menos duas alternativas para serem avaliadas: investir no projeto ou investir na taxa de mínima atratividade.

³ Por se tratar de site, não há indicação de página.

Para que a taxa mínima seja aplicável, é indispensável que o investidor tenha capacidade de aplicação nesse investimento, ou seja, o poupador não pode levar em conta, por exemplo, uma TMA de 1,5% a.m. para um investimento de 500.000 reais. Se ele possuir apenas 400.000 reais, ele deverá buscar uma taxa compatível com os seus recursos.

b) O Índice de Sharpe faz a análise de relação risco e retorno de um investimento e foi criado por William Sharpe em 1966. Russo (2012) trata o Índice de Sharpe da seguinte forma:

O Índice de Sharpe, criado por William Sharpe, em 1966, é um dos mais utilizados na avaliação de fundos de investimento. Ele expressa a relação retorno/risco; informa se o fundo oferece rentabilidade compatível com o risco a que expõe o investidor. Nos 'rankings' de carteiras com base no Índice de Sharpe, quanto maior o Sharpe do fundo, desde que positivo, melhor a sua classificação.

O autor explica como devemos entender o índice em uma planilha com um ou mais tipos de investimento e seus índices de Sharpe. O investimento que apresentar o maior índice positivo é o mais vantajoso elencado nessa planilha.

2.2 Fundo de Investimento Imobiliário Presidente Vargas

De acordo com o perfil do Fundo de Investimento Imobiliário Presidente Vargas, ele foi constituído em 31 de outubro de 2008 e foi registrado na CVM em 18 de março de 2010. Esse fundo é negociado na BM&FBOVESPA sob o código PRSV11.

A primeira emissão de cotas do fundo disponibilizou no mercado 195.000 (cento e noventa e cinco mil) cotas, ao valor unitário de R\$ 1.000,00 (mil reais). Os recursos capitalizados por essa oferta foram destinados para a compra de imóveis, previamente definidos, bem como para os custos de registro e escrituração pertinentes a tal transação.

A administradora do fundo é a BEM Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda., empresa ligada ao Bradesco. O gestor de portfólio de ativos é a Latour Capital do Brasil Ltda.; o custodiante e escriturador das cotas é o Banco Bradesco S.A..

Segundo o sítio Fundo Imobiliário, nos últimos doze meses, as cotas do FII Presidente Vargas foram negociadas em 94,4% dos pregões realizados na BM&FBOVESPA. Isso coloca o Presidente Vargas na 14ª colocação no *ranking* de participação em pregões deste sítio.

O fundo é proprietário de dois imóveis na Avenida Presidente Vargas, centro da cidade do Rio de Janeiro. Os imóveis são o edifício Torre Boa Vista e Torre Vargas 914, esses locados para ANAC, OI e Banco Santander.

2.2.1 Características do FII Presidente Vargas

Objetivo do fundo

No trecho a seguir, podem ser lidos os objetivos do Fundo Imobiliário Presidente Vargas. O objetivo do Fundo é a aquisição e a exploração dos Imóveis.

Os Imóveis encontram-se integralmente locados, nos termos dos respectivos Contratos de Locação, e as suas aquisições pelo Fundo visam, inicialmente, proporcionar a seus Cotistas a rentabilidade decorrente do recebimento dessas receitas de locação (BM&FBOVESPA, 2010).

A partir dessa definição, pode-se ter uma ideia do seu funcionamento sendo uma das formas de rentabilidade a receita dos aluguéis dos imóveis de propriedade do fundo. Os imóveis utilizados para alcançar esse objetivo são a Torre Boa Vista e a Torre Vargas 914, já descritas anteriormente.

Política de investimento do fundo

Quanto à política de investimento do fundo, o prospecto trata o seguinte:

Os recursos do fundo oriundos da primeira emissão serão utilizados para aquisição dos Imóveis com o objetivo de proporcionar aos cotistas rendimentos para o investimento realizado, por meio da sua locação aos locatários. Além dos Imóveis, o fundo poderá, observadas as regras previstas no Regulamento, em especial àquelas relativas às novas emissões de cotas, adquirir outros imóveis ou participações e/ou direitos sobre imóveis para integrar seu patrimônio, sendo certo que tais aquisições deverão ser realizadas em condições razoáveis e equitativas, análogas ou mais vantajosas do que aquelas que prevaleçam no mercado (BM&FBOVESPA, 2012).

Nesse item, são descritas algumas regras às quais o fundo irá obedecer quanto aos investimentos previstos para a aplicação do capital. Nessa citação, também pode ser visto que os recursos serão utilizados para a compra dos imóveis Torre Boa Vista e Torre Vargas 914, porém se houver novas emissões de cotas, outros imóveis poderão vir a fazer parte da carteira do FII Presidente Vargas. Essa possibilidade está sujeita à aprovação pela Assembleia de cotistas.

Fatores de risco

Como em todos os investimentos, também há riscos nos fundos de investimento imobiliário, e esses não contam com nenhuma garantia, segundo o FII Presidente Vargas (2010):

As aplicações realizadas no fundo e pelo fundo não contam com garantia da administradora, do gestor do portfólio de ativos, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Créditos - FGC, podendo ocorrer, inclusive, perda total do patrimônio do fundo e, conseqüentemente, do capital investido pelos cotistas.

Os riscos podem estar relacionados aos fatores macroeconômicos: à forte influência do Governo Federal sobre a economia brasileira, por meio de mudanças na política ou normas de taxa de juros, controle e flutuações cambiais, políticas fiscal e habitacional, inflação, alterações na política tributária. Esses são apenas alguns dos fatores que podem ocorrer no mercado interno, ainda há os fatores macroeconômicos externos, como riscos a economias de outros países.

Há, também, os riscos do mercado de locações imobiliárias e o risco dos imóveis, como desocupação do imóvel, problemas com a infraestrutura do prédio, mudança nos polos centrais de locação, problemas com o pagamento de aluguel, problemas na forma de tributação, desapropriações, problemas não cobertos por seguro, causas trabalhistas, dentre outros problemas que podem ocorrer a um imóvel ou ao mercado de locações.

Distribuição de resultados

Quanto à distribuição dos resultados obtidos pelo fundo, sendo esses os aluguéis pagos pelos inquilinos:

O Fundo deverá distribuir a seus Cotistas, no mínimo, 95% dos resultados auferidos, calculados com base nas disponibilidades de caixa existentes, apuradas em balanço com periodicidade semestral, no mínimo, em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano. A título de antecipação, esses resultados auferidos serão distribuídos mensalmente, no oitavo Dia Útil de cada mês, aos Cotistas que estiverem registrados como tal no fechamento das negociações do Dia Útil anterior ao do respectivo pagamento. Nos casos de atraso no pagamento dos Aluguéis por um ou mais Locatários, os resultados recebidos deverão ser distribuídos em até dois Dias Úteis contados da data do efetivo recebimento dos recursos em atraso pelo Fundo (BM&FBOVESPA, 2012).

Dessa forma, todos os meses os cotistas terão uma rentabilidade do capital investido no presente fundo. Como trata este item, o fundo é obrigado a distribuir 95% do que arrecada.

As despesas do fundo são deduzidas de toda a receita arrecadada no mês, e o excedente é distribuído aos cotistas.

2.3 Metodologia

Os métodos de pesquisa utilizados para este estudo foram:

- abordagem quantitativa;
- o estudo é exploratório;

- o método científico utilizado foi o dedutivo;
- o procedimento técnico utilizado foi o estudo de caso, pesquisa bibliográfica e documental;
- de natureza básica.

O universo dessa pesquisa são os fundos de investimento imobiliário do Brasil. Hoje, na BM&FBOVESPA, são negociados 82 desses fundos.

A amostra utilizada neste estudo foi o FII Presidente Vargas, registrado na CVM em 18 de março de 2010. O tipo de amostragem foi não probabilística e intencional. O fundo escolhido para o estudo de caso foi intencionalmente selecionado, pois o autor já tinha certa familiaridade com o referido fundo, sendo cotista.

Quanto ao instrumento de coleta de dados, foram utilizados dados primários, que foram levantados por meio de uma entrevista estruturada, abordando perguntas relativas ao funcionamento, características e rentabilidade dos FIIs. A entrevista é composta por 10 perguntas, que foram direcionadas a investidores do mercado financeiro e a pessoas ligadas a instituições financeiras que comercializam estes fundos. As 23 entrevistas foram enviadas via e-mail, acompanhadas pelo termo de Consentimento Livre e Esclarecido (TCLE).

Para este trabalho, também foram utilizados dados secundários. Utilizando-se, foram utilizados documentos disponíveis em sítios como da BM&FBOVESPA e CVM. Também foram analisadas as informações disponíveis em livros, como os de Luquet e Assef (2007), Calado (2011), Pinheiro (2009), Souza e Clemente (2009), Halfeld (2008), Fortuna (2005), entre outros autores que tratam sobre o tema.

Na fase de análise e interpretação dos resultados, foi realizada uma abordagem pelo método quantitativo. Para isso, foram utilizados números de rentabilidade e valores, taxas e fórmulas, obtidas nas fontes de consulta já citadas no instrumento de coleta de dados para que conseguíssemos chegar aos valores da rentabilidade do fundo em estudo, e demonstrar o funcionamento dos FIIs, sendo utilizada a análise matemática e a estatística descritiva.

A entrevista foi aplicada para complementar e reafirmar os dados extraídos de outras fontes deste trabalho. A entrevista também buscou conhecer o nível de conhecimento e as informações que investidores e pessoas que comercializam os fundos imobiliários têm sobre ele.

O principal objetivo da entrevista foi analisar o nível de conhecimento das pessoas ligadas ao mercado de investimentos sobre o tema do trabalho. Esse conhecimento é de extrema importância para o desenvolvimento e crescimento dessa forma de aplicação.

2.4 Resultados

Nos resultados a seguir, é trabalhada a rentabilidade total e bruta do investimento, tanto no FII Presidente Vargas quanto nos outros indicadores de investimentos. Cumpre

destacar que, ao se vender uma cota de fundo de investimento, o vendedor terá de pagar o Imposto de Renda sobre a diferença do valor pago pela cota e o de venda, ou seja, o investidor pagará 20% de Imposto de Renda sobre o lucro obtido. Porém, a rentabilidade sobre o valor da cota só é efetivada no momento em que a cota já estiver vendida, pois o valor da cota sofre variações no mercado secundário.

2.4.1 Cálculo da rentabilidade de fundos de investimento imobiliário

O cálculo da rentabilidade dos fundos de investimento imobiliário deve levar em conta dois mecanismos que produzem retorno para o investidor. Os dois produzem retorno de investimento ao mesmo tempo, assim se complementam para uma rentabilidade total. São eles:

- os rendimentos mensais distribuídos por esse tipo de aplicação;
- o valor de mercado da cota está negociado na bolsa de valores e sofrendo alterações conforme as leis na oferta e na demanda.
- Cálculo da rentabilidade pelos rendimentos mensais é obtido através de:
 $(\text{rendimento mensal} / \text{valor pago pela cota}) * 100 = X \%$
- Cálculo da rentabilidade pelo valor da cota pode ser feito da forma a seguir:
 $(\text{valor atual da cota} - \text{valor pago pela cota}) / \text{valor pago pela cota} * 100 = X \%$
- Cálculo da rentabilidade total é a soma dos dois anteriores:
 $\text{rentabilidade da cota} + \text{rentabilidade dos rendimentos mensais} = \text{rentabilidade total}.$

2.4.2 Rentabilidade do FII Presidente Vargas

Neste item, exemplifica-se a rentabilidade do Fundo Presidente Vargas. Informa-se que ela varia conforme o valor da cota no mercado secundário e também é valorizada com a distribuição mensal de rendimentos, esses vindos de receitas de aluguel dos imóveis pertencentes à aplicação. A seguir, são apresentadas a rentabilidade da cota e a rentabilidade oriunda dos rendimentos mensais.

Para exemplificar, estuda-se uma aplicação de R\$ 10.000, realizada em abril de 2010 a julho de 2012. A primeira foi a data de início do fundo Presidente Vargas, e a segunda foi o último período de distribuição de rendimentos coletado para o presente estudo.

Tabela 1: Rentabilidade da cota

FII PRESIDENTE VARGAS					
Rentabilidade do fundo pelo valor da cota					
Último dia do mês	Valor da cota (R\$)	Rentabilidade do mês (%)	Rentabilidade acumulada (%)	Rentabilidade do ano (%)	Rentabilidade período (%)
30.04.10	1000	0	0		
31.05.10	1000	0	0		
30.06.10	953,01	-4,699	-4,699		
30.07.10	946,57	-0,67575366	-5,343		
31.08.10	973,07	2,799581647	-2,693	-0,303	
30.09.10	956,81	-1,67100003	-4,319		
29.10.10	961,54	0,494351021	-3,846		
30.11.10	987,26	2,67487572	-1,274		
31.12.10	996,97	0,983530174	-0,303		
31.01.11	1007,85	1,091306659	0,785		43,429
28.02.11	1030,8	2,277124572	3,08		
31.03.11	1047,72	1,641443539	4,772		
29.04.11	1066,41	1,783873554	6,641		
31.05.11	1065,36	-0,09846119	6,536		
30.06.11	1083,9	1,740256815	8,39		
29.07.11	1103,31	1,790755605	10,331	15,2883236	
31.08.11	1121,35	1,635079896	12,135		
30.09.11	1130,41	0,807954697	13,041		
31.10.11	1120,08	-0,91382773	12,008		
30.11.11	1128,38	0,741018499	12,838		
29.12.11	1149,39	1,861961396	14,939		
31.01.12	1144,5	-0,42544306	14,45		
29.02.12	1154,05	0,834425513	15,405		
30.03.12	1176,29	1,927126208	17,629		
30.04.12	1205,9	2,517236396	20,59	24,787061	
31.05.12	1260,89	4,560079609	26,089		
29.06.12	1315,68	4,345343369	31,568		
31.07.12	1434,29	9,015110057	43,429		

Fonte: Elaborado pelo autor (2012).

Tabela 2: Rentabilidade pela distribuição mensal

FII PRESIDENTE VARGAS			
Rentabilidade do fundo pela distribuição dos rendimentos			
Mês/Ano	Distribuição de rendimento mensal por cota (R\$)	Rentabilidade apurada no mês ¹ (%)	Rentabilidade acumulada (%)
abr./10	-	-	-
maio/10	-	-	-
jun./10	7,33	0,733	0,733
jul./10	7,40	0,74	1,473
ago./10	7,35	0,735	2,208
set./10	7,40	0,74	2,948
out./10	7,60	0,76	3,708
nov./10	7,85	0,785	4,493
dez./10	7,85	0,785	5,278
jan./11	7,90	0,79	6,068
fev./11	7,94	0,794	6,862
mar./11	7,95	0,795	7,657
abr./11	7,89	0,789	8,446
maio/11	7,85	0,785	9,231
jun./11	7,90	0,79	10,021
jul./11	7,94	0,794	10,815
ago./11	7,95	0,795	11,61
set./11	7,94	0,794	12,404
out./11	8,58	0,858	13,262
nov./11	8,63	0,863	14,125
dez./11	8,65	0,865	14,99
jan./12	8,47	0,847	15,837
fev./12	8,56	0,856	16,693
mar./12	8,52	0,852	17,545
abr./12	8,28	0,828	18,373
maio/12	8,52	0,852	19,225
jun./12	8,47	0,847	20,072
jul./12	8,46	0,846	20,918

¹Valor de emissão da cota (abril/2010): R\$ 1.000,00.
Fonte: Elaborado pelo autor (2012).

Tabela 3: Rentabilidade total do FII Presidente Vargas

FII PRESIDENTE VARGAS			
Rentabilidade			
Mês/Ano	Rentabilidade dos rendimentos mensais distribuídos ¹ , acumulada (%)	Rentabilidade acumulada da cota (%)	Rentabilidade total (%)
abr./10	-	0	0
maio/10	-	0	0
jun./10	0,733	-4,699	-3,966
jul./10	1,473	-5,343	-3,87
ago./10	2,208	-2,693	-0,485
set./10	2,948	-4,319	-1,371
out./10	3,708	-3,846	-0,138
nov./10	4,493	-1,274	3,219
dez./10	5,278	-0,303	4,975
jan./11	6,068	0,785	6,853
fev./11	6,862	3,08	9,942
mar./11	7,657	4,772	12,429
abr/11	8,446	6,641	15,087
maio/11	9,231	6,536	15,767
jun./11	10,021	8,39	18,411
jul./11	10,815	10,331	21,146
ago./11	11,61	12,135	23,745
set./11	12,404	13,041	25,445
out./11	13,262	12,008	25,27
nov./11	14,125	12,838	26,963
dez./11	14,99	14,939	29,929
jan./12	15,837	14,45	30,287
fev./12	16,693	15,405	32,098
mar./12	17,545	17,629	35,174
abr./12	18,373	20,59	38,963
maio/12	19,225	26,089	45,314
jun./12	20,072	31,568	51,64
jul./12	20,918	43,429	64,347

¹Valor de emissão da cota (abril/2010): R\$ 1.000,00.
Fonte: Elaborado pelo autor (2012).

2.4.3 Análise da rentabilidade total

Para realizar a análise, supomos que: um investidor aplicou R\$ 10.000, comprando 10 cotas no Fundo de Investimento Imobiliário Presidente Vargas em abril de 2010:

- possui 10 cotas do fundo valendo, a preço de mercado, R\$ 14.342,90;
- teve como rendimento mensal, até o momento, um valor total de R\$ 2.091,80.

Dessa forma, o cotista tem, em julho de 2012, R\$ 16.434,70. Então, o aplicador obteve um lucro bruto de 64,374%, ou seja, R\$ 6.437,40, em 28 meses.

Destaca-se que sobre os valores de rentabilidade expressos ao longo deste trabalho, não foi descontada a inflação, mas, para fundamentar melhor a análise da rentabilidade total do Fundo Presidente Vargas, foi realizada uma demonstração, descontando a inflação, como segue:

A inflação – IGP-M da Fundação Getúlio Vargas teve uma variação de 19,04% no período entre abril/2010 e julho/2012. Assim sendo, a variação anual foi de 7,76%, e a mensal de 0,62%. Descontando da rentabilidade total da aplicação, o Fundo apresentou um retorno total sem inflação de 45,31% a.p., 15,97% a.a. e 1,17% a.m.

A seguir, é possível comparar a rentabilidade do Fundo de Investimento Imobiliário Presidente Vargas com aplicações do mercado financeiro.

2.4.4 Comparação da rentabilidade do FII Presidente Vargas com aplicações do mercado

Certificado de Depósito Interbancário

O Certificado de Depósito Interbancário – CDI apresentou uma variação de 26,43% no período, abril/2010 a julho/2012. Portanto, um poupador que tivesse investido seu capital, R\$ 10.000 em abril de 2010, tendo como rentabilidade 100% do CDI, teria em julho de 2012, R\$ 12.642,77. Ao se comparar esse valor ao capital acumulado por um investidor do fundo Presidente Vargas, de R\$ 16.434,70, resulta em uma diferença de quase 30%, a pessoa que investiu no CDI deixou de ganhar R\$ 3.791,93.

IBOVESPA

O Índice da Bolsa de Valores de São Paulo - IBOVESPA apresentou uma variação negativa de 20,28%. Assim, podemos afirmar que, se dois investidores tivessem aplicado seu capital, R\$ 10.000, ao mesmo tempo, um deles aplicando na bolsa de valores no índice IBOVESPA, e o outro investindo no Fundo Presidente Vargas, eles teriam, em julho de 2012, uma diferença de 106,167%, ou seja, R\$ 8.463,15, de rentabilidade entre os valores aplicados. Hoje, o investidor do Fundo Presidente Vargas teria um patrimônio de R\$ 16.434,70, enquanto o investidor do IBOVESPA teria um capital de R\$ 7.971,55, o primeiro teve uma rentabilidade positiva de 64,347%, enquanto o segundo uma rentabilidade negativa de 20,2845%.

2.4.5 Análise da entrevista sobre fundos de investimento imobiliário

Foram enviados 23 questionários para investidores e pessoas que trabalham em instituições financeiras e comercializam esses fundos. Dos enviados, 8 retornaram com

respostas, 2 pessoas disseram não conhecer o assunto e 15 não retornaram. Não é sabido se por não conhecer o assunto, não tiveram interesse em responder, ou sem tempo para essa pesquisa. Dos 8 questionários que retornaram, podemos observar o seguinte, analisando algumas perguntas.

Quais são os mecanismos para a obtenção de rentabilidade em fundos imobiliários? Das respostas, 87,5% acertaram essa pergunta.

Como é calculada a rentabilidade para os cotistas de um fundo de investimento imobiliário? Dos retornos, 75% acertaram.

Como a valorização do imóvel afeta o rendimento dos cotistas? Dos questionados, 12,5% acertaram.

Você conhece o Fundo de Investimento Imobiliário Presidente Vargas? Das respostas recebidas, 50% dos entrevistados conhecem o fundo.

3 Conclusões

Quando as economias entram em crise, a maioria dos poupadores começa a recolher seu dinheiro de aplicações mais arriscadas e aplicá-lo em investimentos mais seguros, porém essa retirada de valores impacta muito fortemente nos mercados, prejudicando ainda mais a economia.

Normalmente, os investidores vendem suas posições em ações e outros investimentos de riscos mais elevados e partem para investimentos mais seguros, como ouro, títulos de países “saudáveis”, fundos de renda fixa, imóveis e onde mais o dinheiro possa estar bem garantido, mas ainda assim, tendo rentabilidade.

Eis onde queremos chegar, ao grande objetivo dos investidores: a rentabilidade, o dinheiro rendendo ainda mais dinheiro, mas com segurança.

Podemos afirmar que os fundos de investimento imobiliário possuem uma dupla rentabilidade, que é constituída pela distribuição mensal de rendimentos aos cotistas e a valorização da cota do fundo no mercado.

Como foi exposto, mensalmente há uma distribuição de rendimentos, ou seja, os cotistas recebem uma parte do aluguel dos imóveis pertencentes ao fundo. Essa rentabilidade, que foi demonstrada neste trabalho, pode ser convertida em um percentual da aplicação inicial, permitindo realizar uma comparação com outros investimentos. No caso estudado, o FII Presidente Vargas já teria sido uma ótima aplicação somente com a distribuição mensal, pois a sua rentabilidade foi de 20,92% em 28 meses, ou 0,68% a.m.

O outro modo de rentabilidade é a valorização da cota no mercado. Essa ocorre segundo as leis de oferta e demanda, assim como o mercado acionário, no exemplo do Fundo Presidente Vargas, o grande salto, de 43,43% no valor da cota, pode ter se dado por vários motivos, como: a venda de posições em ações por investidores, que procuraram uma aplicação mais segura, a alta do mercado de imóveis, fazendo com que

os poupadores optem por esta forma de investimento imobiliário, a busca por melhor rentabilidade.

Este artigo atingiu plenamente os objetivos propostos, apesar do pequeno retorno dos questionários enviados para a consulta do nível de conhecimento dos fundos imobiliários.

Cumprir destacar que o objetivo de analisar o conhecimento de investidores e “vendedores” de fundos de investimento imobiliário foi atingido em parte, pois houve pouco retorno dos questionários enviados, assim, uma pequena parcela pôde ser avaliada, pois de vinte e três entrevistas retornaram apenas oito. Com esse número de retornos, a análise não pôde ser fundamentada. Observou-se que os entrevistados ainda conhecem muito pouco sobre o assunto, pois os mesmos deram respostas pensando nos FIs como ações.

Como foi demonstrado, houve uma grande rentabilidade no caso estudado, da ordem de 64,35% em 28 meses. Conforme foi analisado, o FII Presidente Vargas foi um ótimo investimento. Além disso, as expectativas do mercado sinalizam que os fundos de investimento imobiliário possuem um grande potencial de crescimento.

O presente trabalho foi elaborado para auxiliar os investidores na busca de informações sobre a rentabilidade dos fundos de investimento imobiliário. Conclui-se que este estudo conseguiu explorar o tema, auxiliando os leitores a compreenderem os mecanismos de rentabilidade, bem como, realizar os cálculos e as comparações em suas futuras aplicações nestes fundos.

Referências

BM&FBOVESPA. **Fundos Imobiliários**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/renda-variavel/ResumoFundosImobiliarios.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 21 mar. 2012.

BRASIL. **Lei nº 8.668/93**. 1993. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8668.htm>. Acesso em: 29 mar. 2012.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. **Fundamentos de investimentos**. 3. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.

CALADO, Luiz Roberto. **Fundos de Investimento: conheça antes de investir**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

FII PRESIDENTE VARGAS. **Material Publicitário**. 2010. Disponível em: <https://www.ativatrade.com.br/ofertaspublicas_new/arquivo/FII_MaterialPublicitario.pdf>. Acesso em: 21 ago. 2012.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

FUNDO IMOBILIÁRIO. Disponível em: <<http://www.fundoimobiliario.com.br>>. Acesso em: 16 out. 2012.

GALVÃO, Alexandre *et al.* **Mercado financeiro**: uma abordagem prática dos principais produtos e serviços. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HALFELD, Mauro. **Seu Imóvel**: como comprar bem. 2. ed. São Paulo: Fundamento Educacional, 2008.

LUQUET, Mara; ASSEF, Andrea. **Você tem mais opções do que imagina**: um guia de investimentos em fundos. São Paulo: Saraiva; Letras & Lucros, 2007.

PIAZZA, Marcelo. **O melhor da análise técnica de ações**: ferramentas selecionadas para a interpretação dos gráficos de preços e para o seu sucesso nos mercados. São Paulo: Saraiva, 2010.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais**: fundamentos e técnicas. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

PROSPECTO DEFINITIVO DE OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO PRIMÁRIA DE COTAS DO FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO RIO NEGRO. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/download/FII-Rio-Negro-Prospecto-Definitivo.pdf>>. Acesso em: 31 ago. 2012.

RUSSO, Miguel. **Índice de Sharpe**. Disponível em: <<http://www.risktech.com.br/PDFs/sharpe.pdf>>. Acesso em: 25 maio 2012.

SOUZA, Alceu; CLEMENTE, Ademir. **Decisões financeiras e Análise de investimentos**: fundamentos, técnicas e aplicações. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2009.