

## Fatores de análise para decisão de investimento em Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário.

Isadora Vilas Boas Leite<sup>1</sup>, Paola Torneri Porto<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, Rua Helena, 300- apto 123H- cep:04552-050, São Paulo- SP, Brasil.

E-mail: isadoravbl@gmail.com

<sup>2</sup> Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, E-mail: paolatrn@usp.br

### RESUMO

O crescimento do mercado de Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) no Brasil a partir de 2019 ampliou as possibilidades de investimento em categorias de FIIs até então pouco exploradas, como os Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário (FOFs). Os FOFs se diferenciam das demais categorias de FIIs por contarem com carteiras de investimento que combinam exposição em diferentes segmentos de imóveis e títulos de valores mobiliários, enquanto os FIIs tradicionais contam com gestão especializada em segmentos específicos. Além de utilizarem arbitragens especulativas para a aplicação de recursos, que implicam na compra e venda de cotas de FIIs no curto prazo, para entregar resultados realizados por meio de ganho de capital aos cotistas. Esse contexto foi base para desenvolvimento da monografia para obtenção do título de especialista em Real Estate no MBA do Poli-Integra/USP, que buscou identificar fatores de análise para a decisão de investimento em FOFs do ponto de vista do investidor cotista, na qual se baseia esse artigo. Os fatores de análise foram identificados por meio de revisão bibliográfica e entrevistas com gestores de FOFs, seguida da aplicação dos fatores na análise de dados reais de FOFs negociados na bolsa de valores. A análise abordou a escolha de métricas para avaliação de FOFs e fatores como a proporção de rendimentos entregues por meio de ganho de capital, giro da carteira dos FOFs, equilíbrio da carteira entre FIIs de imóveis e em FIIs de Títulos e Valores Mobiliários, diversificação do portfólio entre os segmentos de imóveis e liquidez dos FOFs e de seus ativos investidos. Como resultado, são listados fatores de análise que podem ser utilizados como referência pelos investidores ou pelos agentes que os auxiliam durante sua jornada de investimento. Este artigo busca apresentar, de forma resumida, como foi conduzida a pesquisa realizada e os principais resultados obtidos.

**Palavras-chave:** Fundos de Investimento Imobiliário, Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário.

### **Factors of analysis for investment decision in Real Estate Investment Fund of Funds**

#### **ABSTRACT**

The growth of the Real Estate Investment Funds (FII) market in Brazil from 2019 onwards expanded investment possibilities in categories of FIIs hitherto little explored, such as the Real Estate Investment Fund of Funds (FOFs). The FOFs differ from other categories of FIIs by having investment portfolios that combine exposure in different segments of real estate and securities, while traditional FIIs have specialized management in specific segments. In addition to using speculative arbitrations for the application of resources, which imply the purchase and sale of shares of FIIs in the short term, to deliver results realized through capital gain to the shareholders. This context was the basis for the development of the monograph to obtain the title of specialist in Real Estate in the MBA of Poli-Integra/USP, which sought to identify analytical factors for the decision to invest in FOFs from the point of view of the shareholder investor, on which this article is based. The factors of analysis were identified through literature review and interviews with managers of FOFs, followed by the application of the factors in the analysis of actual data from FOFs traded on the stock exchange. The analysis addressed the choice of metrics for evaluating FOFs and factors such as the proportion of yields delivered through capital gain, portfolio turnover of the FOFs, portfolio balance between real estate FIIs and in securities and securities FIIs, portfolio diversification among the real estate segments and liquidity of the FOFs and their invested assets. As a result, analytical factors are listed that can be used as a reference by investors or by the agents that assist them during their investment journey. This article seeks to summarize how the monograph research was conducted and the results obtained.

**Key-words:** Real Estate Investment Funds, Fund of Funds, Investment decision.

## 1. INTRODUÇÃO

O primeiro Fundo de Investimento Imobiliário do Brasil foi registrado no ano de 1993, marcando o surgimento de uma nova alternativa de investimento no mercado imobiliário além dos imóveis ou empreendimentos do Real Estate em si. Seu surgimento permitiu que um público maior de investidores acessasse investimentos imobiliários, pois exigem um volume reduzido de recursos para investimento, além de oferecerem a vantagem de isenção tributária para pessoas físicas.

Apesar dos atrativos do veículo de investimento, apenas em 2018 o mercado de FIIs ganhou maior destaque, quando um processo de crescimento acelerado foi iniciado e o número de cotistas passou de 100 mil em 2018 para cerca de 645 mil cotistas ao final do ano de 2019 e continuou a crescer chegando a 1,52 milhões de cotistas ao final de novembro de 2021, dentre esses 1,51 milhões investidores pessoa física. O crescimento do número de investidores veio acompanhado do aumento do número de FIIs em operação e Patrimônio Líquido do mercado, que contava com 190 fundos listados na B3 em 2018 e passou a ter 374 fundos listados ao final de terceiro trimestre de 2021. A ampliação do mercado trouxe maior relevância para algumas categorias, como a de Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário, que investem majoritariamente em cotas de outros FIIs e em títulos de recebíveis. De acordo com Tognini e Alencar (2019), esse veículo apresenta as vantagens de diversificação de portfólio e gestão ativa, além de oferecerem aos investidores pessoa física acesso a títulos de investimento restritos a investidores profissionais. No entanto, apesar de englobados em uma categoria única, os FOFs hoje negociados tem níveis distintos de rendimento e volatilidade, trazendo um desafio para investidor, o de como escolher em qual FOF investir. Com base nesse questionamento este trabalho foi desenvolvido com o objetivo de propor fatores de análise que orientem a decisão de investimento em Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário, sob a perspectiva do investidor cotista que deseja realizar investimentos imobiliários por meio desse veículo especificamente.

O levantamento de fatores de análise específicos para FOFs se justifica pela sua diferenciação em relação aos demais FIIS. Rocha-Lima (2022) aponta que os Fundos de Fundos Imobiliários, apesar de estarem no ambiente dos fundos imobiliários, são instrumentos muito diferentes dos tradicionais fundos imobiliários de tijolo<sup>1</sup>, que funcionam como um veículo para a aquisição de um portfólio de imóveis a ser explorado para geração de rendimentos. Os FOFs se diferenciam por gerarem renda para seus investidores a partir de diferentes segmentos de imóveis para a renda combinados em uma carteira balanceada. Contando com investimentos em escritórios, galpões logísticos, shoppings centers, títulos de dívida, entre outros ativos imobiliários ou de lastro imobiliário, enquanto as demais categorias de FIIs, normalmente, contam com uma estratégia de gestão especializada, voltada a um tipo específico de imóvel. Ainda, os gestores de FOFs podem aplicar recursos baseando-se em arbitragens especulativas, sendo esse outro importante elemento de diferenciação dos FOFs e em relação as demais categorias de FIIs.

Pois como coloca Rocha-Lima (2022), os FOFs arcam com os custos de gestão dos fundos investidos, além do próprio custo do fundo, portanto, precisam ser agressivos na formação de receita para serem competitivos, o que impulsiona o uso de estratégias de arbitragem que contam com compra e venda de cotas de FIIs no curto prazo. O nível de risco dos Fundos de Fundos também é um fator que os diferencia das demais tipologias de FIIs. Alencar (2022) utiliza o indicador Beta como medida de risco de um certo ativo ou tipologia de ativo em relação ao risco médio do mercado como um todo e associa um binômio risco-retorno, apontado pelo indicador Beta, acima da média do mercado a um comportamento do ativo vinculado a negociações de teor

---

<sup>1</sup> A nomenclatura Fundos de Tijolo é um jargão de mercado utilizado para tratar os fundos de investimento imobiliário que investem imóveis diretamente.

especulativo, associando a modificação do beta do IFIX nos últimos 2 anos a uma participação mais significativa dos Fundos de Fundos nesse período na composição do IFIX.

Combinando a análise de Rocha-Lima (2022), que coloca o uso de arbitragens especulativas como fator chave para a competitividade dos FOFs, com o trabalho de Alencar (2022), que associa negociações de teor especulativo a um nível de risco maior, entende-se que os FOFs se posicionam como uma classe de ativos de maior risco dentro do mercado de Fundos de Investimento Imobiliário. A diretriz de investimentos dos FOFs é a criação de uma carteira diversificada para investimento em diversas classes de imóveis, o que é feito a partir percepção do gestor da carteira sobre o cenário atual e futuro do mercado imobiliário e do ambiente dos Fundos de Investimento Imobiliário. Isso implica na formação de carteiras de investimentos com uma quantidade elevada de ativos em seu portfólio em relação aos FIIs de tijolo, normalmente focados em uma única classe de ativos. Além da baixa concentração por ativo, a necessidade de adequação ao contexto de mercado e de geração de resultados para os cotistas, também por meio da compra e venda e de cotas de FIIs, traz oscilações frequentes na carteira do fundo.

Enquanto a decisão de investimento em FIIs de tijolo deve compreender análise da qualidade dos imóveis quanto às suas especificações técnicas, localização, capacidade de crédito dos locatários, sua vocação para ocupação e capacidade de geração de renda a longo prazo, considerando o ciclo mais longo de reciclagem do portfólio e princípios de preservação de valor, a decisão de investimento em FOFs engloba elementos adicionais. O giro acelerado da carteira do FOF, o número elevado de ativos em seu portfólio e a realização de transações de cunho especulativo apontam uma diferenciação em seu perfil de investimento quando comparado ao tradicional investimento em imóveis para renda de perfil conservador. Essas particularidades indicam a possibilidade de explorar fatores de análise relevantes para orientar a decisão de investimento em Fundos de Fundos Imobiliários especificamente.

## 2. METODOLOGIA

A pesquisa foi desenvolvida em 4 etapas, o ponto de partida foi a análise do mercado de fundos imobiliários para entendimento de suas características gerais e do posicionamento dos Fundos de Fundos nesse ambiente, em seguida a categoria dos Fundos de Fundos foi analisada em detalhes para entendimento de suas características específicas. Após o entendimento do contexto do mercado de FIIs no Brasil e das especificidades dos FOFs, a 3ª etapa de trabalho contou com entrevistas com gestores de Fundos de Fundos. Ao final da 3ª etapa, foram reunidas as informações necessárias para condução da etapa final da metodologia, o Estudo de Caso, que compreendeu a aplicação prática dos fatores levantados nas etapas anteriores a partir da análise de dados reais das operações de FOFs hoje negociados na B3.

- i. Análise do mercado de FIIs: etapa conduzida com o objetivo de entender o mercado em que os FOFs estão inseridos e características das categorias de FIIs existentes, como resultado foram levantadas as características das principais categorias de FIIs e de seus investidores.

Fontes de dados utilizadas: Dissertações, monografias, teses, artigos e dados fornecidos pela B3 e CVM.

- ii. Análise do segmento de FOFs: etapa conduzida com o objetivo de identificar diferenças entre os FOFs e as demais categorias de FIIs, como resultado, a partir dessas diferenças, foram levantados os fatores iniciais de análise para investimento em FOFs.

Fonte de dados utilizadas: Dissertações, monografias, teses, artigos, dados fornecidos pela B3 e CVM, informes e relatórios dos FOFs, indicadores e dados extraídos do software Economática.

- iii. Entrevistas com gestores: etapa conduzida com o objetivo de validar os fatores de análises até então levantados e identificar demais fatores de análise relevantes para decisão de investimento em FOFs, como resultado foi obtida a lista de fatores de análise para investimento em FOFs explorada durante o trabalho.  
Fontes de dados utilizadas: Conclusões das etapas anteriores da metodologia.
- iv. Estudo de caso: etapa conduzida com o objetivo de validar os fatores de análise levantados durante as etapas 1, 2 e 3 da metodologia e verificar sua aplicabilidade usando dados reais, como resultado foram obtidos os fatores de análise validados para decisão de investimento em FOFs.  
Fontes de dados utilizadas: Relatórios de gestão dos FOFs, informes trimestrais, indicadores extraídos do software Economatica, materiais publicitários e prospectos e sites dos FOFs.

### **3. RESULTADOS**

Os fatores de análise para decisão de investimentos em Fundo de Fundos de Investimento Imobiliário, foram levantados e validados em 2 etapas principais, a 1<sup>a</sup> que contou com embasamento teórico e com a visão e experiência de gestores de FOFs atuantes no mercado, e a 2<sup>a</sup> que contou com a aplicação práticas dos fatores levantados na etapa anterior na análise de dados reais de FOFs hoje negociados na B3.

#### **3.1. Levantamento dos fatores de análise**

O levantamento dos fatores de análise foi feito a partir do entendimento do mercado de FIIs no Brasil, do posicionamento dos FOFs dentre dele e de suas particularidades em relação as demais categorias de FIIs, seguido por entrevistas com gestores de FOFs nas quais foram validados os fatores levantados no estudo inicial e explorados demais aspectos relevantes para a decisão de investimento.

##### **3.1.1. Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil**

Os FIIs são condomínios fechados de investidores, ou seja, não é permitido o resgate da quota, de modo que, para liquidar sua posição, o investidor deve negociá-la no mercado secundário (PORTO, 2010). Os FIIs têm a obrigatoriedade de, semestralmente, distribuir pelo menos 95% de sua renda líquida para garantir os benefícios tributários do veículo aos investidores, sendo a distribuição de dividendos a primeira fonte de receita do cotista, que consegue também obter receita a partir da venda de suas cotas do FII no mercado secundário. O veículo possui isenção tributária válida de acordo com algumas regras: distribuição de pelo menos 95% do lucro aos cotistas semestralmente, limite de 25% das cotas do Fundo em nome do incorporador, sócio do empreendimento, construtor ou pessoas relacionadas a eles e quantidade mínima de 50 cotistas no fundo, sendo que um cotista não pode ter mais 10% das cotas do FII para obter a isenção tributária dos dividendos pagos pelo FII. No entanto, o ganho de capital obtido com a venda das cotas, é tributado em 20% para todos os investidores e fundos imobiliários.

##### **3.1.2. Categorias de Fundos de Investimento Imobiliário**

Para segmentar o mercado de Fundos de Investimento Imobiliário, utiliza-se a DELIBERAÇÃO nº 62 da AMBIMA, publicada no ano de 2015, que apresenta classificações capazes de diferenciar os Fundos de Investimento Imobiliário e as características das principais classes de FII de (SOBRAL, 2020). As informações das fontes citadas estão resumidas na tabela abaixo e

serão utilizadas como base para entendimento das diferenças entre as categorias de FIIs presentes nas carteiras dos FOFs, e das particularidades dos FOFs quando comparados as demais categorias de FIIs.

Tab.1- Categorias de Fundos Imobiliários por mandato e segmento

<b>Classificação quanto a Mandato:</b> Fundos que por regulamento buscam investir acima de 2/3 do seu Patrimônio Líquido para um determinado tipo de investimento imobiliário.	
Mandato	Tipo de investimento
FII de Desenvolvimento para Renda	Desenvolvimento de empreendimentos para geração de renda através de locação
FII de Desenvolvimento para Venda	Desenvolvimento de empreendimentos para geração de renda através de alienação futura para terceiros
FII de renda	Empreendimentos prontos para geração de renda através de locação
FII de Títulos e Valores Mobiliários	Título e Valores Mobiliários, como cotas de FIIs, FIPs ou FIDCS, CRIs, LCIs, ações entre outros
FII Híbrido	Fundos sem concentração de seu PL investido em alguns dos tipos de investimento listados acima, balanceando a alocação de recursos entre as possibilidades
<b>Classificação quanto a Segmento:</b> Fundos que por regulamento buscam investir acima de 2/3 do seu Patrimônio Líquido para um determinado tipo de imóvel ou ativo.	
Segmento	Tipo de ativo
Agências	Agências bancárias
Educacional	Imóveis destinados a atividades educacionais
Híbrido	Fundos que investem em imóveis de diversos segmentos sem concentração em um tipo específico de imóvel
Hospital	Imóveis destinados a receber instalações hospitalares
Hotéis	Imóveis destinados a atividades hoteleiras
Lajes corporativas	Imóveis destinados a escritórios
Logística	Imóveis destinados a sediar instalações de centros de distribuição, armazenamento e logística;
Residencial	Imóveis residenciais
Shoppings	Imóveis destinados a sediar centros comerciais
Títulos e Valores Mobiliários	Título e Valores Mobiliários, como cotas de FIIs, FIPs ou FIDCS, CRIs, LCIs, ações entre outros
Outros	FIIs que desejam concentrar seu PL em tipologias de imóveis não descritas acima

Fonte: Elaborado pela autora

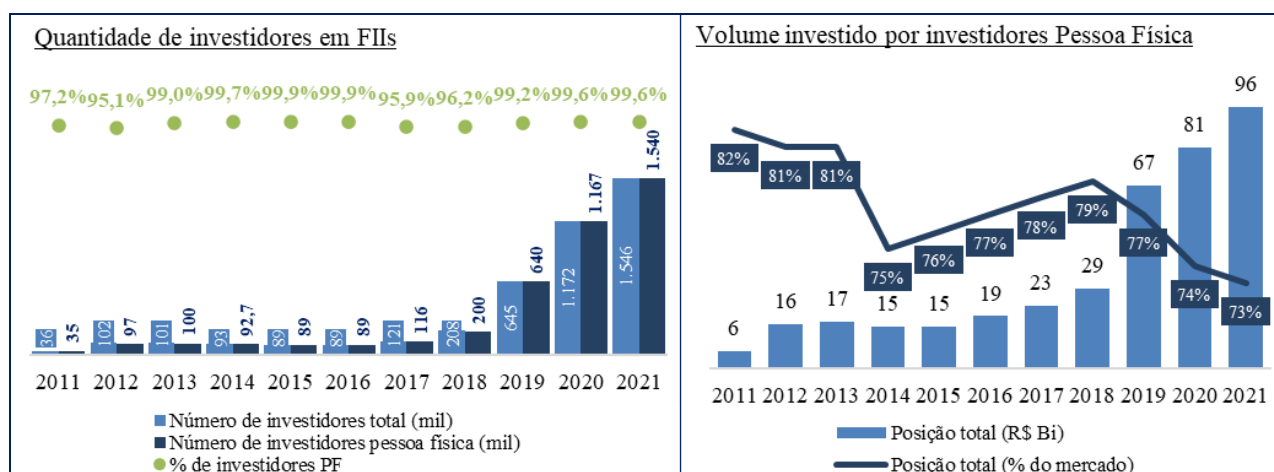
### 3.1.3. Investidores de Fundos Imobiliários

Fundos de Investimento Imobiliário atendem um público amplo de investidores, desde investidores qualificados, até investidores pessoa física de médio e pequeno porte. No entanto, Okazuka (2015) aponta que os benefícios tributários concedidos a pessoas físicas pela regulamentação dos FII indicam um foco na captação de recursos com esse público, evidenciados pelos dados divulgados pela B3. Os dados mostram que, durante a evolução do mercado, os investidores pessoa física sempre tiveram a maior representatividade, tanto no número de investidores quanto no volume investido, padrão válido também para os FOFs, que tinham em média 99,2% de cotistas pessoa física no final do 3º trimestre de 2021. O perfil e comportamento desse público, podem ser mais bem compreendidos a partir dos estudos conduzidos pela B3 em 2020 e 2021.

Os perfis identificados pela B3 e apresentados a seguir fornecem insumos importantes para este trabalho, pois indica elementos que diferenciam os perfis de investidores, e, portanto, devem ser contemplados no processo de escolha. O nível de conhecimento e abertura a diversificação são relacionados aos perfis, mas outros elementos podem ser identificados como por exemplo segurança, horizonte de investimento e necessidade de liquidez.



Figura 1- Investidores pessoa física em Fundos Imobiliários



Fonte: B3- Boletim mensal fundos imobiliários março/2022, Relatório sobre pessoa física da B3- anual 2021 e Relatório sobre pessoa física da B3- 1º trimestre 2020

Figura 2- Perfis de investidores pessoa física

Averso a Riscos	Realizador	Ousado
<ul style="list-style-type: none"> <li>Sou uma pessoa curiosa. Gostaria de saber mais sobre investimentos, de entender os riscos de forma bem didática e simples.</li> <li>Segurança é muito importante para mim. Por isso, uso mais bancos tradicionais.</li> <li>Não tenho muito dinheiro sobrando, administro minhas dívidas com dificuldade e dependo da renda de outras pessoas.</li> <li>Gostaria de ter dinheiro para, mais tarde, empreender, garantir meu futuro e investir em mim.</li> <li>Minha relação com investimentos é básica. Tenho poupança e uma previdência privada ou um consórcio ou um seguro de vida. Quem sabe, no futuro, um Tesouro Direto?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sei que para garantir e ampliar o que já conquistei preciso estar sempre me aprimorando.</li> <li>Quando penso em investimentos, quero ampliar meu patrimônio para ter um futuro tranquilo. No entanto, liquidez é muito importante para mim atualmente.</li> <li>Reservo boa parte do meu dinheiro para investir. Prefiro poupar qualquer quantia a gastar com algo de que possa me arrepender depois. Faço isso há menos de 5 anos.</li> <li>Conheço um pouco sobre o mercado financeiro, tenho bom relacionamento com os bancos e corretoras, deixo o dinheiro lá e sigo suas recomendações.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Estou construindo meu patrimônio e descobri que fazer bons investimentos vão me ajudar a conquistar meus sonhos.</li> <li>Sei que para ganhar mais preciso assumir mais riscos. Estudo o mercado financeiro, conheço as taxas e os produtos. Tenho interesse no Tesouro Direto e também em Bitcoin.</li> <li>Ainda tenho investimentos mais conservadores, mas estou diversificando cada vez mais.</li> <li>Busco informações, principalmente pela internet, e acompanho canais sobre o assunto.</li> <li>Me envolvo pessoalmente com as minhas decisões sobre investimento e gosto de investir pensando no longo prazo.</li> </ul>

	Averso a riscos	Realizador	Ousado
Conhecimento sobre investimentos	Baixo	Médio	Alto
Abertura a diversificação	Média/Baixa	Média	Média

Fonte: Extraído e adaptado de B3- Pesquisa “A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro”

Os dados apresentados a seguir, mostram uma redução no valor mediano investido na medida em que o mercado foi crescendo, indicando alcance do público de pequenos investidores pelos FIIs. A necessidade de liquidez, representada pela classificação “Precisar do dinheiro” é o principal motivo de resgate de investimento, reforçando sua para os investidores, seguido de queda na rentabilidade, relacionada ao elemento de segurança. Em relação a decisão de investimento, canais digitais e mídias sociais são as principais fontes de informação utilizadas e associadas a figuras de influenciadores ou instituições especializadas em investimentos. A maior parte dos investidos realiza análises antes de investir de acordo com os dados, a maior parte concentrada e análises de influenciadores seguida pelo uso de análises estruturadas de empresas especializadas.

**Figura 3- Processo de investimento do investidor pessoa física**



Fonte: Extraído e adaptado de B3- Pesquisa “A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro”

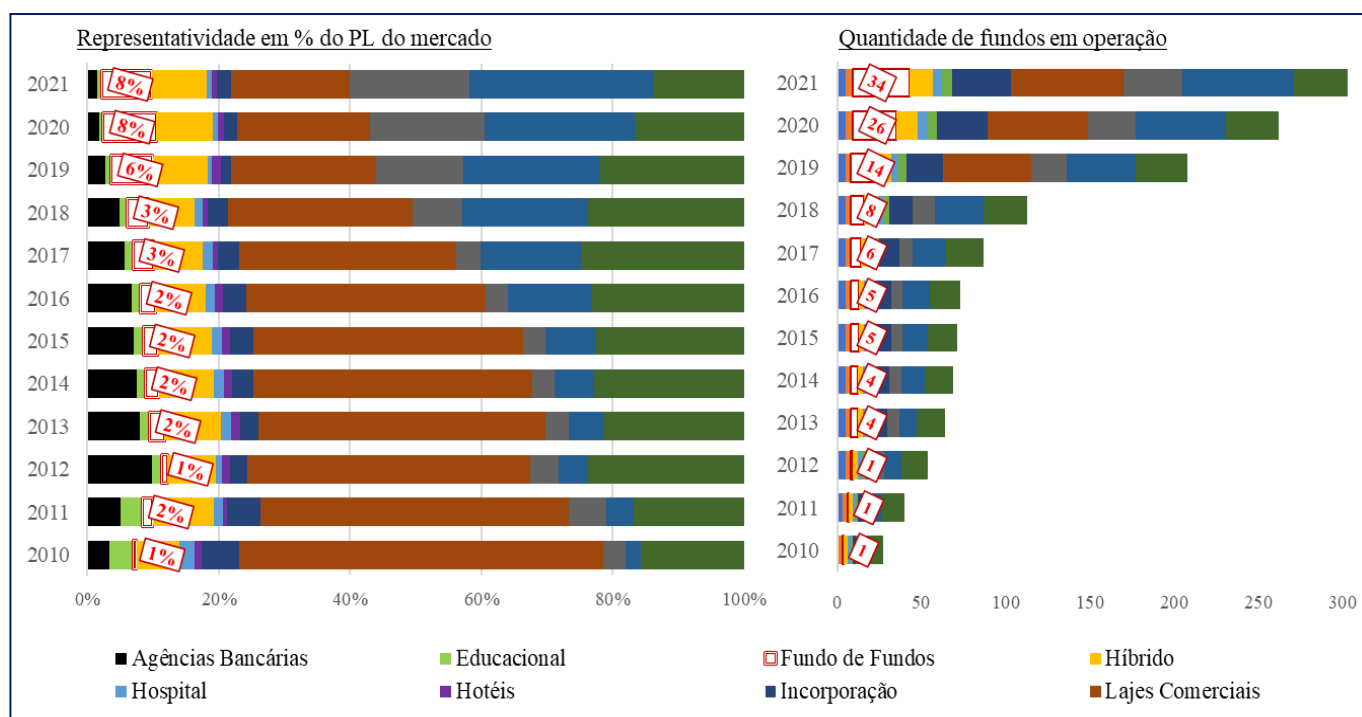
### 3.1.4. Evolução e características dos Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário

A 1ª emissão de um FOF no Brasil ocorreu em junho de 2010, com a 1ª emissão de cotas do BCFF11- FII BTG PACTUAL FUNDO DE FUNDOS, que permaneceu o único FOF em operação até 2013, quando novos Fundos de Fundos entraram em operação. Entretanto, esse tipo de FII só ganhou representatividade a partir de 2019, quando o mercado de Fundos de Investimento Imobiliário teve o maior crescimento de sua história. Em relação a dezembro de 2018, a quantidade de Fundos de Investimento Imobiliário em operação, considerando FIIs negociados na B3, cresceu 35% e o valor do Patrimônio Líquido consolidado do mercado de FIIs cresceu 80%.

Observando apenas a categoria de Fundos de Fundos, entre dezembro de 2018 e dezembro de 2019, a quantidade de FOFs em operação cresceu 75% e o valor do Patrimônio Líquido consolidado dos FOF aumentou 248%, sendo a categoria de FII com maior crescimento proporcional em 2019. A tendência crescente se manteve em 2020 e 2021, e a categoria que contava com 8 fundos em 2018 passou a ter 34 FOFs em operação em outubro de 2021, conforme apresentado pelos gráficos abaixo.



Figura 4- Representatividade e quantidade de fundos por categoria



Fonte: elaborado pela autora a partir de dados do Economática

A partir da análise do mercado de fundos imobiliários e identificação das características de cada categoria, foi possível elencar as principais diferenças entre as tipologias de fundos imobiliários, que estão descritas e identificar as particularidades dos Fundos de Fundos. Em relação às demais categorias, notamos que os FOFs são os únicos fundos imobiliário com objetivo específico compor sua distribuição de rendimentos também pelo ganho de capital realizado a partir venda das cotas dos fundos dos investidos. Ainda, seu Patrimônio Líquido é calculado diariamente a partir da soma do valor de mercado diário de fechamento de cada um dos ativos investidos, característica dos fundos de papel, mas que para os FOFs é mais impactante pelo fato de investirem primordialmente em ativos com maior volume de negociação no mercado secundário, quando comparados a CRIs e outros títulos de dívida com lastro imobiliário. Além disso, o giro constante das carteiras dos FOFs intensifica as variações da cota patrimonial desse tipo de fundo. Outra importante diferença, é que ao contrário dos fundos de tijolo, que normalmente são classificados pelo tipo de imóvel investido, como, por exemplo, lajes corporativas, galpões logísticos, shopping centers e ou imóveis voltados a operação de varejistas, incorporação, entre outros, os FOFs englobam em uma mesma carteira exposição em diferentes segmentos do mercado imobiliário e lógicas de investimento, com exposição em títulos que investem diretamente em imóveis e em títulos de dívidas, combinando em um mesmo portfólio ativos geradores de renda a partir de uma taxa de juros pré-determinada e ativos com variações maiores nos dividendos pagos.

Figura 5- Tipologias de Fundos de Investimento Imobiliário

Categories	Descrição	Receita	Patrimônio Líquido
<b>1. Fundos de Tijolo</b>	Investem diretamente em imóveis.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aluguel ou venda dos imóveis adquiridos ou desenvolvidos pelo fundo</li> </ul>	
1.1 Fundos de Renda	Distribuem, mensalmente para a maior parte dos fundos, a receita líquida de aluguel dos imóveis adquiridos pelo gestor do fundo com os recursos colocados pelos investidores.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aluguel dos imóveis adquiridos pelo fundo</li> </ul>	Valor de avaliação dos imóveis do fundo somado ao valor em caixa
1.2 Fundos de Desenvolvimento	Fundos que investem em projetos imobiliários, a fim de obter renda a partir da venda ou locação dos imóveis desenvolvidos.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Venda dos imóveis desenvolvidos pelos projetos investidos</li> <li>Aluguel dos imóveis desenvolvidos pelos projetos investidos</li> </ul>	Valor de avaliação dos imóveis do fundo somado ao valor em caixa
<b>2. Fundos de Papel</b>	Investem em Títulos e Valores Imobiliário lastreados em recebíveis imobiliários. Não investem diretamente em imóveis.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rendimentos dos títulos ou ganho de capital com a venda dos títulos investidos.</li> </ul>	
2.1 Fundos de CRI	Fundos que investem em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), que são títulos de dívidas emitidos para financiar projeto imobiliários. Sua receita vem dos juros e amortização, definidos na estruturação da operação e pagos pelo tomador da dívida (desenvolvedores de projetos imobiliários).	<ul style="list-style-type: none"> <li>Juros e amortização pagos pelo tomador do crédito dos CRI investidos</li> </ul>	Valor de mercado consolidado de cada um dos ativos do fundo somado ao valor em caixa
2.2 Fundos de Fundos	Investem em cotas de outros Fundos de Investimento Imobiliário, ações ou cotas de sociedades além de outros títulos lastreados em recebíveis imobiliários como CRI.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dividendos pagos pelos fundos investidos</li> <li>Juros e amortização pagos pelos tomadores dos CRI</li> <li>Resultado da venda de cotas dos fundos investidos</li> </ul>	Valor de mercado consolidado de cada um dos ativos do fundo somado ao valor em caixa

Fonte: Elaborado pela autora

### 3.1.5. Fatores iniciais de análise

O entendimento do mercado de FIIs, perfil de seus investidores e características específicas dos FOFs resultaram na identificação de fatores iniciais de análise descritos abaixo, a serem validados na próxima etapa de entrevistas com gestores de FOFs.

- **Composição da distribuição de dividendos:** Quanto dos dividendos distribuídos é resultado de ganho de capital na venda de cotas e quanto é referente a dividendos pagos pelos ativos investidos
- **Diversificação da carteira:** Alocação em diferentes segmentos do mercado imobiliário e tipos de oferta, que podem ter padrões de distribuição distintos, como fundos de renda e fundos de desenvolvimento
- **Participação em ofertas restritas:** Alocação em fundos destinados a investidores profissionais, que podem apresentar outro perfil de risco e retorno
- **Patrimônio Líquido do Fundo:** Limitações ou vantagens do tamanho do fundo considerando o nível de liquidez do mercado de FIIs

### 3.1.6. Entrevistas com gestores de FOFs

As entrevistas com gestores foram de caráter qualitativo e semiestruturadas já que seu objetivo compreendeu, além de apresentação ideias obtidas a partir da revisão bibliográfica, a exploração

de novos elementos não identificados até então, mas que devem ser considerados pelos investidores. O tema da pesquisa foi desenvolvido junto aos entrevistados, a partir da apresentação dos fatores de análise iniciais levantados nas etapas de pesquisa conduzidas anteriormente neste trabalho.

Foram realizadas 4 entrevistas, cada uma com o gestor de um FOF diferente e que

- A avaliação de investimento em FOFs deve ser realizada com base dos dividendos de fato entregues aos cotistas, em relação a uma base normalizada, para que as oscilações do valor da cota não gerem distorções na análise.
- A importância de avaliar o perfil da gestora do FOF, quais tipos de investimentos realiza, se possui uma estrutura de análise adequada para os diversos setores imobiliários que o FOF investe e como conduz o relacionamento com os investidores foi reforçada por todos os entrevistados
- Participação da renda dos ativos investidos pelo fundo e do ganho de capital gerado com a venda de cotas na distribuição de dividendos do FOF, considerando que a realização do ganho de capital depende de condições do mercado de capitais, e não apenas da qualidade dos ativos investidos
- Com que frequência o gestor realiza mudanças na carteira do fundo, considerando o percentual do PL vendido entre os períodos, como indicação do horizonte de investimento do gestor
- Como o gestor realiza mudanças na carteira, se ajusta a carteira de forma gradual ou abrupta, e como as mudanças refletem sua visão de mercado, se realiza mudanças ponderando o impacto nas distribuições de dividendos ou com um viés mais oportunísticos, reduzindo as distribuições a curto prazo tendo em vista a realização de ganho de capital a médio prazo
- Estabilidade e sustentabilidade dos dividendos, se o gestor consegue pelo menos manter o nível de dividendos entregue, ou se o fundo apresenta picos de distribuição esporádicos, o que pode ser avaliado a partir da forma com que o gestor realiza os ganhos de capital, de forma concentrada, vendendo posições maiores, ou gradual, realizando e distribuindo o ganho aos poucos
- Tamanho do Patrimônio Líquido do fundo em relação ao mercado de FIIs que apresenta níveis de liquidez correspondentes ao seu grau de desenvolvimento, ainda distante da maturidade. Fundos com PL muito grande, tendem a ser menos flexíveis e menos ágeis para responder às mudanças do mercado, pois demoram mais tempo para desmontar suas montar e realocar os recursos, no entanto, do ponto de vista da liquidez do próprio FOF, fundos de maior PL normalmente possuem maior volume de negociação o que deve ser avaliado junto ao montante que o investidor deseja alocar no FOF
- Diversificação da carteira entre os diferentes segmentos de imóveis e principalmente entre ativos de papel de tijolo, considerando a alocação concentrada em ativos de papel como fator gerador de estabilidade nos dividendos
- Clareza na divulgação da estratégia do fundo e explicação das ações de gestão adotadas em relação ao desenvolvimento da estratégia
- Giro da carteira em relação ao percentual do PL entre períodos relacionado ao ganho de capital realizado, indicando a eficiência das mudanças na carteira para geração de resultados aos cotistas

### **3.2. Aplicação dos fatores levantados na análise de dados reais da operação dos FOFs**

### 3.2.1. Definição de métricas de análise

A análise do retorno dos FOFs tem início pela escolha do indicador de performance correto. O indicador de retorno total dos fundos considera a valorização ou desvalorização do valor de mercado da cota e os dividendos de fato distribuídos no período. O componente valor da cota é resultado da dinâmica de oferta e demanda das cotas no mercado secundário, sua valorização é virtual, ou seja, o investidor só consegue usufruir desse ganho se vender a cota a um valor superior em relação ao valor de aquisição da cota, enquanto os dividendos distribuídos correspondem ao montante de fato pago pelo fundo aos cotistas mensalmente, independentemente do valor de mercado da cota do fundo. A tabela abaixo mostra os indicadores de Retorno Total, e Yield mensal médio anualizado de 12 meses dos FOFs no mesmo período e o desvio padrão em relação à média dos principais componentes desses indicadores, Preço da cota e a Distribuição aos cotistas, e auxilia no entendimento das discrepâncias entre os valores dos indicadores de Retorno Total e Yield.

**Figura 6- Retorno e Distribuição de dividendos dos FOF entre out/20 e set/21**

FOF	Retorno Total % em 12 meses	Yield médio mensal anualizado sobre cota de mercado em 12 meses	Desvio padrão da distribuição (R\$/cota)	Desvio padrão do valor de mercado da cota
BCFF11	-12,2	7,61%	4,0%	501,1%
BPPF11	-10,2	9,08%	3,1%	203,7%
RBFF11	-10,8	9,31%	5,4%	354,7%
CXRI11	-59,2	7,30%	11,4%	2412,8%
BCIA11	-25,8	7,93%	3,2%	795,4%
RBRF11	-13,1	9,36%	9,1%	555,6%
HFOF11	-13,9	7,56%	6,1%	445,8%
MGFF11	-20,0	8,86%	6,2%	516,2%
KFOF11	-22,5	7,43%	11,0%	734,4%
CRFF11	-9,2	7,14%	4,1%	416,5%
OUFF11	-5,9	10,01%	12,1%	286,2%
HGFF11	-18,8	8,10%	10,9%	523,8%
IBFF11	-5,1	7,87%	10,1%	432,1%
CPFF11	14,1	11,89%	11,2%	326,8%
XPSF11	-5,5	10,23%	5,5%	398,9%
RVBI11	6,5	9,63%	5,2%	306,0%
VIFI11	-15,5	8,92%	2,3%	425,8%

Fonte: Elaborado pela autora

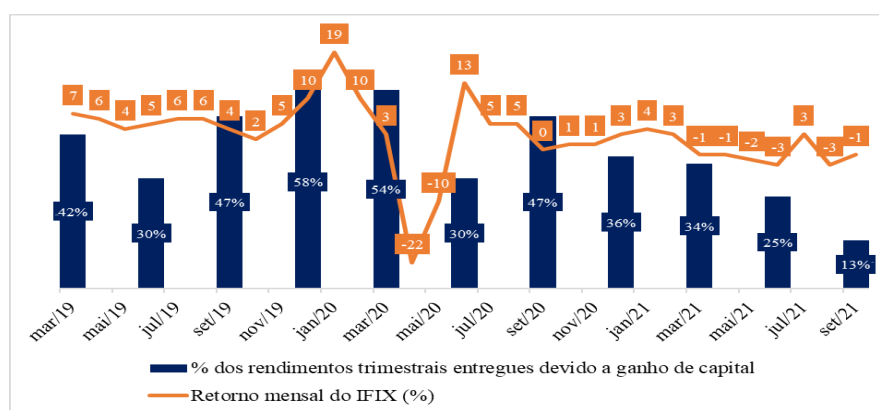
As diferenças nos valores do Retorno Total e Yield para o mesmo período podem ser explicadas pela flutuação do preço da cota, componente que diferencia os dois indicadores. O desvio padrão da distribuição de dividendos e o desvio padrão do valor da cota a mercado durante o período analisado, o preço da cota é nitidamente mais volátil em relação às distribuições de dividendos de cada fundo. O Yield aponta o rendimento gerado para o cotista que compra a cota do fundo a um determinado preço, e é um indicador extremamente relevante no momento de entrada do investidor, pois reflete perfeitamente o rendimento gerado para um novo investidor e permite a comparação do rendimento gerado por diferentes fundos frente ao valor pago pelo investidor em um determinado momento. O indicador também reflete os resultados que o gestor do FOF de fato entrega aos cotista diretamente com a distribuição dos dividendos. Apesar de sua relevância, o Yield indica o rendimento entregue em um determinado momento, mas não sua consistência ou estratégia do gestor do fundo. A decisão de investimento em um FOF deve ser

baseada no alinhamento entre o perfil do investidor cotista e o perfil do gestor do fundo, o que só pode ser verificado a partir da estratégia de geração de retorno aos investidores aplicada pelo gestor. Uma forma de avaliar a estratégia e o perfil do gestor é a partir do padrão de distribuição dos dividendos, considerando as variações nos níveis de distribuição, ações de gestão em diferentes situações de mercado e seu impacto nos resultados entregues ao cotistas diretamente pelo gestor. Com isso, podemos considerar o Yield em relação à cota à mercado como uma métrica de análise relevante no momento de entrada no fundo, mas que deve ser analisada junto às distribuições de dividendos, desconsiderando as flutuações no valor da cota, para entendimento do perfil do gestor do FOF e estratégia de gestão aplicada.

### 3.2.2. Composição das distribuições e perfil da carteira

Para analisar os FOFs individualmente, é preciso considerar o período de análise, sendo que o ideal para investimentos de longo prazo é utilizar períodos longos de análise que abrangem vários anos de operação. No entanto, o crescimento acelerado do mercado de FII a partir de 2019, alterou os níveis de liquidez, quantidade de fundos e tamanho do mercado, inserindo os gestores de FIIs em um novo contexto de mercado a partir de então. Tendo em vista esse cenário, o período de análise terá início em janeiro de 2019 e término ao final do 3º trimestre do 2021 (set/21), para que conclusões alinhadas ao nível de desenvolvimento atual do mercado sejam obtidas. Outra limitação para o período de análise é a quantidade de FOFs em operação, ainda restrita em janeiro de 2019, e que permitiria a análise de apenas 8 FOFs e não da categoria como um todo. Por isso, foram selecionados para análise os fundos que distribuíram dividendos durante pelo menos 12 meses entre janeiro de 2019 e setembro de 2021, resultando em 18 FOFs alvo da análise. Dentro dessa amostra foram selecionados alguns fundos capazes de exemplificar a relevância dos fatores de análise levantados, o BCIA11 foi selecionado por ser um dos fundos com maior volatilidade das distribuições, enquanto o XPSF11 foi selecionado por ser um dos FOFs com menor volatilidade das distribuições, e o RVBI foi escolhido por estar entre os fundos com menor volatilidade nas distribuições, mas com carteira menor concentrada em ativos de papel, fator apontado como gerador de estabilidade nos dividendos. Previa à análise dos fundos, é importante entender o cenário do mercado de Fundos Imobiliários com base no comportamento do principal índice do mercado, o IFIX, para verificar a relação entre as condições de mercado e realização de ganho de capital apontada pelos gestores.

*Figura 7- Distribuição decorrente de ganho de capital dos FOF e variação do IFIX*

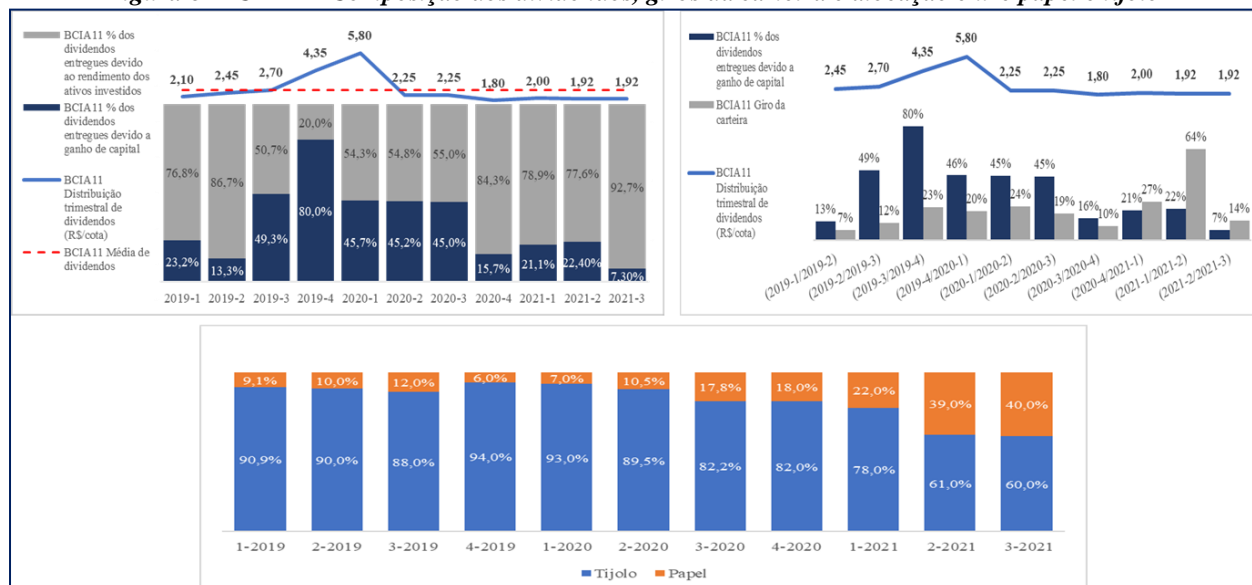


Fonte: Elaborado pela autora

O gráfico mostra a oscilação do mercado de FIIs representada pelo IFIX, com alta em 2019, queda brusca em 2020, logo após anúncio da pandemia do Covid-19, recuperação ao longo de 2020 impulsionada principalmente pela queda da taxa de juros básica, que chegou a mínima histórica nesse período, e voltou a subir em 2021, quando houve queda do índice. Os movimentos do IFIX refletem a situação dos FIIs, não da geração de renda ou qualidade de investimento nos imóveis em si, que tem um nível de volatilidade muito menor em relação ao mercado de capitais. Essa discrepância traz possibilidades de arbitragem para gestores de FOFs, que podem adquirir cotas de fundos detentores de bons ativos com valor a longo prazo a preços descontados, o que permite a realização de ganho de capital quando o

cenário macroeconômico volta a condições estáveis, evidenciando o vínculo da realização de ganho de capital com as condições de mercado e não apenas a performance dos ativos.

**Figura 8- BCIA 11- Composição dos dividendos, giros da carteira e alocação entre papel e tijolo**



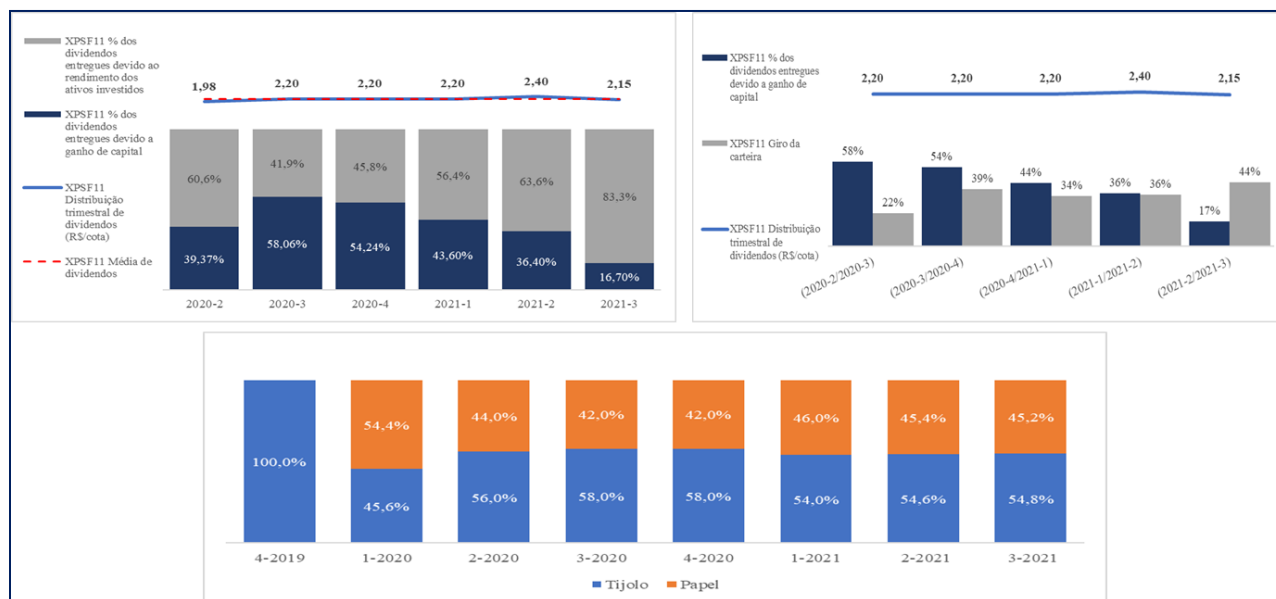
Fonte: Elaborado pela autora

A partir dos dados do BCIA11, nota-se que os picos do rendimento estão relacionados ao momento em que o fundo realiza mais ganho de capital, explicando picos no pagamento de dividendos que não são sustentados nos períodos posteriores. No final do ano de 2020 e início de 2021, a proporção de rendimentos, ou seja, dividendos pagos pelos ativos investidos pelo FOF na composição das distribuições, aumentou, momento em que as distribuições ganharam estabilidade. O giro da carteira corresponde ao percentual do Patrimônio Líquido que foi vendido entre 2 trimestres, ou seja, a variação das posições da carteira de um trimestre em relação ao trimestre subsequente, que foram colocadas no gráfico junto ao percentual dos dividendos entregues devido ao ganho de capital e distribuição de dividendos no trimestre final dos intervalos analisados. Quando o giro da carteira não é acompanhado pela representatividade do ganho de capital distribuído pelo fundo no mesmo período, uma maior incerteza quanto ao montante de dividendos distribuídos para o investidor cotista é observada, refletindo a dependência das condições de mercados que proporcionam a valorização das cotas adquiridas pelo FOF. Apesar do giro da carteira apresentar elevações entre o final de 2020 e durante o ano de 2021, quando as distribuições do fundo se tornaram mais estáveis, a alocação em fundos de CRI e em CRIs diretamente aumentou de forma persistente.

O XPSF11, que tem os dados apresentados abaixo, tem uma estratégia de investimento focada na distribuição de rendimentos dos ativos investidos de acordo com os relatórios gerenciais do fundo, que possui um dos níveis de distribuição mais estáveis entre os FOFs. A proporção de ganho de capital na distribuição dividendos do fundo pode parecer desalinhada à estratégia do fundo se observado isoladamente, no entanto, quando avaliamos o giro de carteira praticado pelo fundo e o perfil da carteira do fundo é possível entender a estabilidade da distribuição aos cotistas. O giro da carteira do fundo é proporcionalmente menor ao ganho capital entregue, fator que, avaliado junto a proporção de alocação entre papel e tijolo, colabora para a estabilidade das distribuições. O XPSF11 é o FOF com maior alocação em ativos de papel, principalmente em fundos de CRI, e não em CRIs diretamente, uma categoria de FII caracterizada por rendimentos harmônicos e que passou por um momento de crescimento acelerado e valorização a partir de 2021, viabilizando, além da estabilidade aos dividendos, a realização de ganhos de capital com a venda de cotas.

**Figura 9- XPSF11- Composição dos dividendos, giros da carteira e alocação entre papel e tijolo**

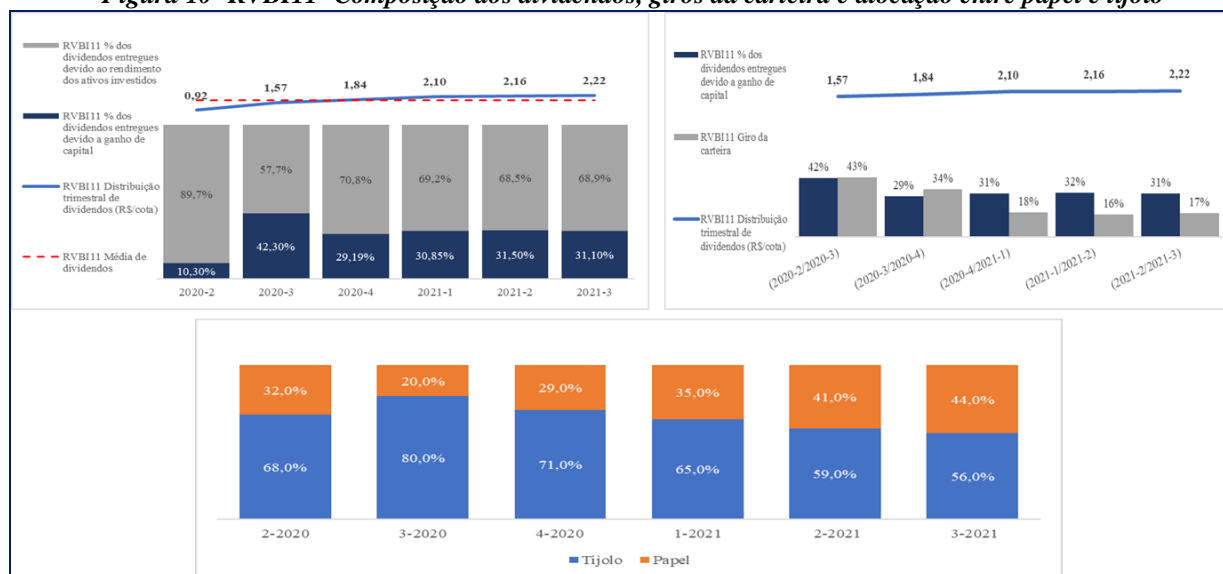




Fonte: Elaborado pela autora

O RVBI11 que tem os dados apresentados abaixo e está entre os FOFs com dividendos mais estáveis, tem sua distribuição de dividendos ancorada principalmente pelos rendimentos pagos pelos ativos investidos pelo fundo, com uma proporção consistente de ganho de capital entregue aos cotistas por trimestre a partir do 4º trimestre de 2020, quando o fundo já tinha passado por 2 trimestres completos de operação. O ganho de capital entregue a partir do 4º trimestre de 2020 e o giro da carteira gerador desse resultado se mantiveram em níveis proporcionais ao longo do ano de 2021, gerando crescimento sustentável dos dividendos, que mensalmente subiram marginalmente, privilegiando a manutenção do patamar de rendimentos entregue aos cotistas. A relação de alocação entre ativos de papel e de tijolos foi recalibrada ao longo dos períodos analisados, com menor participação de ativos de papel durante o ano de 2020, e aumento gradual e constante durante o ano de 2021. O que deve ser observado junto ao cenário do mercado de fundos imobiliários, muito impactado pela queda da taxa de juros e pandemia em 2020 e, depois, pelo aumento da taxa de juros no ano de 2021.

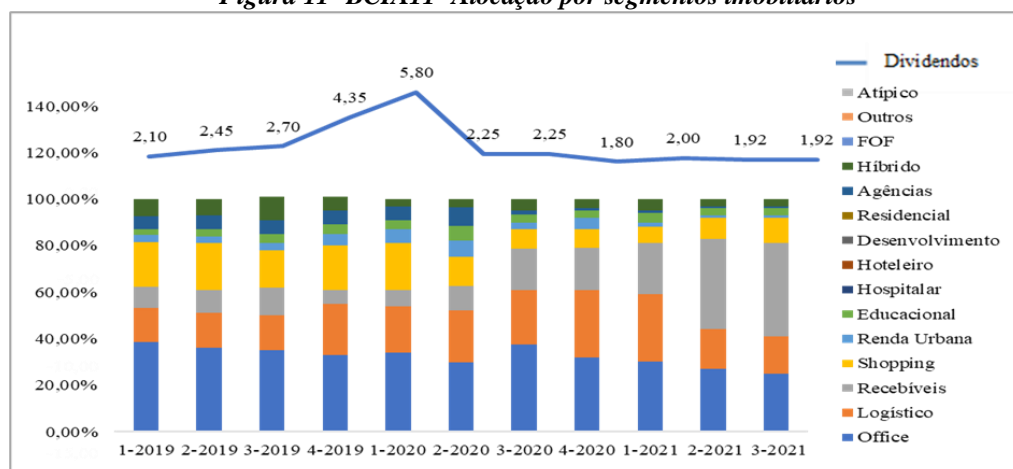
Figura 10- RVBI11- Composição dos dividendos, giros da carteira e alocação entre papel e tijolo



Fonte: Elaborado pela autora

### 3.2.3. Composição da carteira

**Figura 11- BCIA11- Alocação por segmentos imobiliários**

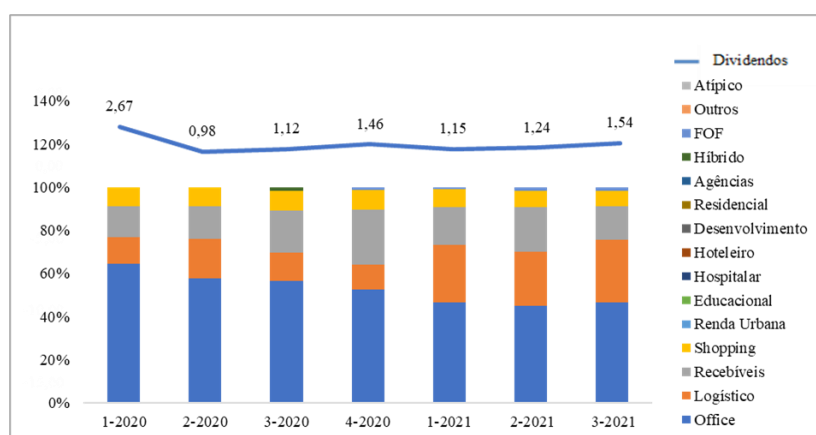


Fonte: Elaborado pela autora

O BCIA11 possui alocação bastante diversificada entre setores. Tem posições menores em vários setores, mas com concentração em 4 principais setores, de lajes corporativas, recebíveis, logístico e shoppings, que foram recalibradas ao longo do período de análise. Até o início de 2020, tinha maior concentração em shoppings, um setor de forte queda durante o ano de 2020, quando o gestor reduziu a exposição no setor. A locação em fundos de lajes corporativas foi predominante até o 1º trimestre de 2021, a partir e então a alocação em recebíveis passou a ter maior representatividade, o que está em linha com o crescimento e valorização do setor, mas sem antecipar esse movimento, como foi feito por outros FOFs.

O IBFF11, que tem os dados apresentados abaixo, tem como base de sua estratégia o investimento em lajes corporativas, pela sua interpretação de que esse setor terá valorização nos próximos anos, mantendo sua principal exposição no setor durante todos os períodos, mas com o aumento da concentração no setor logístico, que teve os preços ajustados ao longo do ano de 2021, depois de operar com ágio durante grande a maior parte do ano de 2020.

**Figura 12- IBFF11- Alocação por segmentos imobiliários**

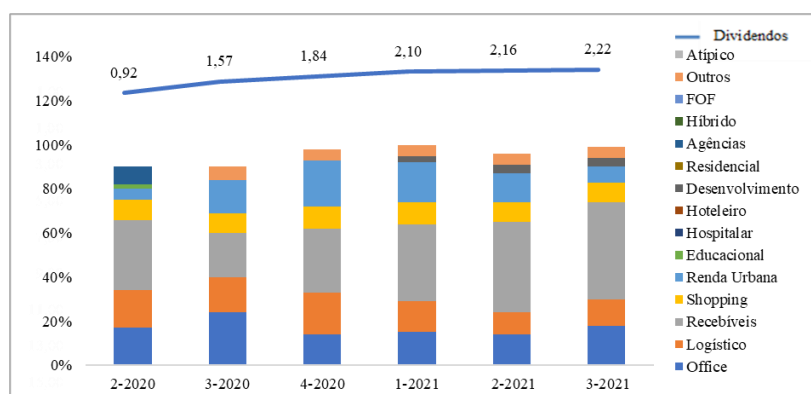


Fonte: Elaborado pela autora

O RVBI, que tem os dados apresentados abaixo, possui uma carteira mais equilibrada em relação aos outros FOF analisados, considerando alocação em diferentes setores, combinada a uma exposição relevante em relação ao PL do fundo para cada um dos setores, atuando, até mesmo, no setor de desenvolvimento, o que é atípico para fundos com o PL menor. A exposição em recebíveis aumentou significativamente já no final de 2020, antecipando o movimento de mercado e reduzindo posições em

setores que passaram por valorização desde a alocação inicial, sendo alvo de realização de ganhos de capital.

**Figura 13- RVBIII- Alocação por segmentos imobiliários**



Fonte: Elaborado pela autora

### 3.2.4. Liquidez do mercado de Fundos Imobiliários e Patrimônio Líquido dos Fundos de Fundos

A liquidez é o componente que representa a velocidade de saída de uma posição de investimento para assumir outra. No caso dos FOFs, não só a liquidez do próprio FOF influencia em sua atratividade como alternativa de investimento, mas também a liquidez dos FIIs e dos títulos de dívida com lastro imobiliário como um todo, quando observada junto ao Patrimônio Líquido do Fundo de Fundos. Se um FOF tem um Patrimônio Líquido representativo em relação ao tamanho de mercado, pode se tornar menos flexível, pois sua capacidade de montar e desmontar posições está atrelada à liquidez dos ativos investidos que fazem parte de mercado ainda em desenvolvimento no Brasil, com nível de liquidez correspondente ao seu grau de maturidade. Além da limitação imposta pela liquidez do mercado, os FOFs são restritos a um volume máximo de negociação de um certo ativo para que seu preço não seja influenciado, que está entre 15% e 20% do volume médio negociado por dia do ativo, de acordo com os gestores. Isso implica em maior lentidão para realizar ajustes na carteira do fundo em resposta às mudanças no cenário do mercado, principalmente para fundos de Patrimônio Líquido maior, enquanto FOFs de menor Patrimônio Líquido conseguem ser mais flexíveis por trabalharem com posições de investimento menores por ativo. Por outro lado, FOFs de Patrimônio Líquido maior são mais líquidos e podem ser mais vantajosos para investidores que desejam investir um volume maior, pois possibilitam maior agilidade para a montagem e saída da posição de investimento no FOF, como pode ser observado a partir dos dados da tabela abaixo.

**Figura 14- Patrimônio Líquido e Volume de Negociação dos FOFs**

Fundo	Ticker	Patrimônio Líquido (R\$ mil)	Volume médio negociado por dia em 12 meses (R\$ mil)
FII Htopfof3	HFOF11	2.002.226	3.182
FII Bc Ffii	BCFF11	1.978.946	4.496
FII Rbralpha	RBRF11	1.153.166	3.453
FII Mogno	MGFF11	693.091	1.898
FII Cap Reit	CPFF11	421.939	1.235
FII Kineafof	KFOF11	419.868	615
FII Xp Selec	XPSF11	382.274	1.364
FII Bcia	BCIA11	380.706	583
FII Absoluto	BPFF11	347.400	881
FII Vinci If	VIFI11	252.534	379
FII CSHG Fof	HGFF11	252.338	616
FII Riob Ff	RBFF11	248.072	632
FII Ouri Fof	OUFF11	144.261	257
FII Cx Rbrav	CXRI11	137.149	56
FII Vbi Reit	RVBI11	127.250	457

FII Rb Cfof	RFOF11	90.310	265
FII Cx Rbra2	CRFF11	59.338	49
FII Fof Brei	IBFF11	49.125	191

Fonte: Elaborado pela autora

Utilizando os dados das carteiras do FOF de maior PL, o HFOF11, e do FOF de menor PL, o IBFF11, listados acima, é possível verificar a questão da flexibilidade e agilidade para efetuar mudanças na carteira. Considerando o limite de negociação pelo FOF de até 20% do volume diário médio de negociação de cada ativo e as condições atuais de liquidez do mercado, calcula-se que o HFOF11 demoraria 233 meses para zerar sua maior posição e mais de um ano para zerar posições que ficam entre 4% e 6% do PL do fundo. Enquanto para o IBFF11, utilizando o mesmo critério de limite de negociação d, calcula-se que a maior parte das posições de investimento relevantes do fundo poderiam ser desmontadas em até 3 meses.

Figura 15- Maiores posições da carteira- HFOF11 E IBFF11

HFOF11							IBFF11						
PL 2.077.612.502,78							PL 56.959.683,31						
CARTEIRA 1-2021							CARTEIRA 1-2021						
Ativo	% PL	Quantidade	Valor	ADTV (RS)	Limite de negociação (20%)	Meses para zerar a posição	Ativo	% PL	Quantidade	Valor	ADTV (RS)	Limite de negociação (20%)	Meses para zerar a posição
HLOG11	14,92%	2.649.731	310.018.527	221.675	44.335	233	RCRB11	9,33%	33.185	5.312.255	832.381	166.476	1
HAAA11	9,57%	2.042.402	198.813.312	1.894	379	17.492	BRCR11	9,23%	64.118	5.257.676	2.583.018	516.604	0
BBPO11	9,37%	1.676.592	194.652.331	1.817.993	363.599	18	BLCP11	8,70%	48.135	4.957.905	45.639	9.128	18
PQAG11	7,65%	2.337.724	158.965.232	6.631	1.326	3.995	TEPP11	7,83%	51.921	4.460.014	463.773	92.755	2
HGBS11	6,73%	688.507	139.766.921	1.779.466	355.893	13	PQDP11	5,23%	1.085	2.978.325	176.296	35.259	3
GTWR11	6,12%	1.188.617	127.182.019	1.586.085	317.217	13	RBRL11	5,22%	27.743	2.972.108	2.200.877	440.175	0
RBVA11	4,98%	935.564	103.566.935	1.189.872	237.974	15							

Fonte: Elaborado pela autora

#### 4. DISCUSSÃO

A aplicação dos fatores de análise levantados para análise de dados dos Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário negociados na B3, permitiu que seu impacto na distribuição de dividendos dos FOFs fosse verificado de forma prática. O estudo de caso do impacto dos fatores também foi importante para a organização desses fatores de acordo com alguns temas principais. Os temas apontam os elementos básicos a serem observados durante a avaliação de um FOF, enquanto os fatores de análise são os pontos específicos que devem ser analisados para cada um dos temas. Além dos temas que direcionam o processo de análise e os fatores de análise específico, foram listadas as fontes de informação disponíveis para o público geral que podem ser utilizadas durante a avaliação.

Desta forma, são apresentados os fatores de análise identificados como relevantes para a decisão de investimento de Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário, do ponto de vista do cotista.

Figura 16- Fatores de análise para decisão de investimento em Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário

Temas de análise	Fatores de Análise
Qualidade das informações disponibilizadas pelo gestor Processo comunicação do time de gestão do FOF e de Relações com Investidores da gestora. Materiais de comunicação obrigatórios e iniciativas próprias da gestora.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Divulgação clara da estratégia de investimento e perfil do fundo</li> <li>Acompanhamento da execução da estratégia com base nas ações de gestão da carteira e explicação da tomada de decisão a partir da percepção de mercado frente à estratégia</li> <li>Resultados esperados das ações de gestão, prazo esperado para resultado, reporte de evolução e avaliação dos resultados em relação aos objetivos quando concretizados</li> <li>Visibilidade sobre os próximos passos, com ações de gestão, programas e expectativa de distribuição, pelo menos, em horizonte próximo</li> <li>Divulgação de informações do histórico do fundo, relevantes para tomada de decisão, formatadas para auxiliar e agilizar o processo de análise do investidor</li> <li>Divulgação de informações de divulgação não obrigatória, mas relevantes para o investidor, como, por exemplo, o valor diário da cota</li> </ul>

	patrimonial do fundo
Fontes de informação: Relatórios gerenciais, Prospecto de Oferta Pública, Site de Fundo, Materiais de comunicação da gestora.	
Métrica para avaliação da performance do FOF Definição dos indicadores do fundo adequados para embasar a tomada de decisão, tendo em vista o resultado entregue para o cotista diretamente pelo gestor por meio da distribuição de dividendos, perfil de gestão e estratégias adotadas pelo fundo frente a dinâmica do mercado de FII.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ O indicador de Dividend Yield é uma métrica de análise importante e que deve ser observada no momento da decisão de investimento, pois reflete, no momento de análise, o rendimento entregue ao investidor em relação ao preço da cota do fundo, que é o valor pago pelo investidor no momento de entrada no FOF, refletindo um rendimento percentual que pode ser usado para comparação com o rendimento de outros FOFs no mesmo momento. No entanto, o indicador aponta o rendimento alcançado em um determinado momento, não é capaz de demonstrar a sustentabilidade do resultado ou refletir o perfil do gestor e estratégia do fundo.</li> <li>▪ O valor de distribuição de dividendos por cota por período em um intervalo de tempo maior pode ser utilizado como métrica para entender a volatilidade dos rendimentos entregues isolando o impacto do preço da cota. O que permite avaliar a consistência dos resultados e comportamento dos dividendos entregues em diferentes contextos de mercado.</li> <li>▪ Razão entre Valor Patrimonial da cota e Valor de Mercado da cota é um indicador relevante no momento de entrada no fundo, pois indica se a precificação do fundo a mercado (valor que o investidor irá pagar de fato) está aderente ao valor da carteira do fundo a mercado. O preço da cota muito discrepante do valor patrimonial indica ineficiência na precificação do mercado, sendo que a entrada com preço da cota acima do valor patrimonial indica um valor mais caro e preço de mercado inferior o pagamento de um montante inferior por um ativo de valor efetivo maior.</li> </ul>
Fontes de informação: O <i>Dividend Yield</i> e o valor de distribuição de dividendos por cota são encontrados no Informe Mensal Estruturado e nos relatórios gerenciais, o Patrimônio Líquido do fundo consta no Informe Mensal Estruturado, e o Valor de Mercado é normalmente encontrado nos relatórios gerenciais, mas também pode ser visto no site Clube FII.	
Padrão de distribuição de dividendos Consistência das distribuições e assimetrias, além da avaliação do valor de distribuição médio ou consolidado.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Proporção formada por ganho de capital nas distribuições do fundo. A realização de ganho de capital não depende apenas da qualidade e resultados entregues pelo ativo, está condicionada ao momento de mercado, assim, distribuições ancoradas em ganho capital trazem um elemento de volatilidade para o fundo.</li> <li>▪ A forma com que o gestor realiza o ganho de capital também afeta o padrão de distribuição. As posições do fundo que apresentam valorização podem ser desmontadas gradualmente e os ganhos com sua venda entregues gradualmente, gerando distribuições mais estáveis, ou desmontadas rapidamente, gerando picos de distribuição.</li> </ul>
Fontes de informação: A distribuição de dividendos segregada entre ganho de capital e rendimento dos ativos investidos e a carteira detalhada do fundo com quantidade e valor investido por ativo constam no Informe Trimestral Estruturado. Essas informações também são apresentadas, pela maior parte dos FOFs, nos relatórios gerenciais.	
Composição da carteira A diversificação entre setores imobiliários, ativos de papel e tijolo e alocação entre tipos de oferta.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ A forma com que o gestor equilibra sua alocação entre ativos de tijolo e ativos de papel é relevante, pois ativos de tijolo têm mais elementos de volatilidade na distribuição de dividendos, mas também de upside, que pode ser convertido em renda para os cotistas em momentos oportunos, enquanto ativos de papel têm rendimentos mais estáveis.</li> <li>▪ A diversificação do portfólio entre os segmentos de ativos imobiliários é um indicativo da estratégia do fundo e da visão do gestor sobre os diversos segmentos, além de indicar o portfólio é balanceado distribuindo reduzindo o risco específico dos segmentos ou concentrado em segmentos específicos.</li> <li>▪ A alocação entre ativos do mercado secundário, CRI e ofertas 476 deve ser observada a partir das vantagens e desvantagens de cada um. Ativos do secundário têm a vantagem da liquidez, CRI e ofertas 476 podem gerar retornos mais atrativos em relação aos ativos do secundário, mas se sua performance ficar abaixo do esperado, a saída desses investimentos é difícil, pela sua baixa liquidez.</li> </ul>
Fontes de informação: A carteira do fundo, dividindo a alocação entre segmentos imobiliários e tipos de oferta consta nos relatórios gerenciais dos fundos.	

<p>Mudanças na carteira Adaptação aos cenários e consistência da estratégia de gestão.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ A frequência com que mudanças importantes na carteira são feitas indica a consistência da estratégia e disciplina do gestor. Investimentos imobiliários são de longo prazo e levam tempo para atingir a maturidade a ponto de serem totalmente desinvestidos e a possibilidade de ajustes na carteira em resposta ao contexto de mercado são uma vantagem dos FOF, contanto que sejam feitos em linha com a estratégia do fundo.</li> <li>▪ A forma com que as mudanças são feitas indicam como o gestor adapta a carteira de acordo com o contexto de mercado, de maneira defensiva com mudanças que gerem estabilidade e situações de crise, oportunística com foco em ganhos futuros ou combinando as duas visões de forma equilibrada.</li> </ul>
<p>Fontes de informação: As mudanças na alocação do fundo são normalmente apresentadas no relatório gerencial mensalmente, assim como o balanceamento da carteira entre os segmentos imobiliários. A carteira detalhada por ativo ao final de cada trimestre consta Informe Trimestral Estruturado, que permite avaliar as posições montadas e desmontadas a cada trimestre, mas não classifica os ativos entre os segmentos imobiliários.</p>	
<p>Liquidez do FOF e de seus ativos investidos Limitações impostas pelos níveis de liquidez do FOF e dos ativos investidos.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ A liquidez do FOF deve ser avaliada frente ao montante que se deseja investir e possível necessidade de saída do investimento, que pode ser mais lenta que o desejado, se valor de investimento for elevado e a liquidez do fundo limitada.</li> <li>▪ A liquidez dos ativos do fundo e tamanho das posições montadas pelo gestor deve ser observada em relação a cenários adversos que impactam posições específicas, pois o desequilíbrio entre a liquidez dos ativos investidos e tamanho das posições montadas, restringe possibilidade ou velocidade da realocação desses recursos.</li> </ul>
<p>Fontes de informação: O volume médio diário de negociação do FOF normalmente consta nos relatórios gerenciais, mas também pode ser encontrado no site Clube FII. A volume médio diário negociado dos ativos investidos pelo FOF normalmente consta no relatório gerencial de cada FII investido pelo FOF, ou pode ser encontrado no site Clube FII, enquanto o volume investido em cada ativo pelo FOF pode ser observado trimestralmente no Informe Trimestral Estruturado ou mensalmente nos relatórios gerenciais.</p>	

Fonte: Elaborado pela autora

## 5. CONCLUSÃO

A análise dos FOF, sob a ótica do investidor cotista envolve elementos algumas vezes de difícil compreensão, considerando a maturidade do mercado de Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil, ainda baixa, comparada a mercados desenvolvidos, mas com crescimento acentuado, principalmente a partir de 2019, quando o segmento de Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário ganhou relevância e ampliou as opções de investimento nesse veículo. As vantagens oferecidas pelos FOFs são especialmente atrativas para o investidor pessoa física, mas a escolha entre um fundo específico pode não ser óbvia, dado que o perfil de cada gestor reflete em assimetrias entre os FOFs considerando retorno, volatilidade, diversificação entre setores do Real Estate e flexibilidade para adaptação da carteira ao contexto de mercado, mesmo para fundos agrupados na mesma categoria de Fundos de Fundos.

Apesar das limitações deste estudo, que não conta com uma base de dados histórica significativa da operação dos FOFs, foi possível extrair direcionadores para a decisão de investimento aplicáveis ao cenário atual do mercado, considerando seu grau de evolução e detalhamento das informações disponibilizadas pelos gestores de FII.

A primeira delas depende apenas do investidor, que deve avaliar seu objetivo de investimento, necessidade de liquidez, horizonte de investimento e grau de aversão ao risco frente às características do veículo de investimento e do mercado em que está inserido antes de investir. Também é importante que o investidor avalie se deseja investir em um FOF porque seu perfil tem aderência ao perfil de investimento do investimento imobiliário para renda, tradicionalmente de longo prazo e renda harmônica, e quer realizar esse tipo de investimento por meio de um FOF, ou se deseja aproveitar o dinamismo proporcionado pelos FOF e o ganho de capital que o veículo pode proporcionar, mas que impacta a homogeneidade dos dividendos distribuídos. Essa



reflexão é bastante importante ao avaliar, dentre as alternativas de investimentos em FOFs, qual melhor se adequa a motivação do investidor para aplicar seus recursos em Fundos de Fundos.

Tendo em vista os objetivos de investimento individuais e a inexistência de uma classificação objetiva dos FOFs, ou termos rígidos que limitem suas ações de gestão para os ativos com investimento permitido, é de suma importância entender quem é o gestor do FOF, seu perfil de risco, estratégia de alocação e visão do mercado, não só individualmente, mas da empresa gestora como um todo, quais tipos de produto tem, que tipo de operações já realizou e como faz a gestão de seus ativos.

Hoje, a maior parte das gestoras oferece informações detalhadas aos investidores sobre o fundo, alocação e resultados dos investimentos em diferentes formatos, contando com recursos que permitem interação direta com investidores, como, por exemplo, lives e entrevistas, facilitando esse entendimento. Ainda que possível, a avaliação do perfil do FOF por meio das ações de comunicação da gestora carrega um componente de subjetividade, impondo limitações para o entendimento do investidor quando não suportada por fatores objetivos.

O levantamento desses fatores foi o objetivo central deste trabalho, que resultou na proposição de fatores de análise para decisão de investimento em Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário, que passam por temas como qualidade das informações disponibilizadas pelo gestor, escolha da métrica de análise adequada, o padrão de distribuição dos dividendos, composição da carteira do FOF, mudanças da carteira e níveis de liquidez do FOF e de seus ativos investidos.

Apesar do levantamento dos fatores de análise para decisão de investimento em FOFs ter sido possível, é importante fazer uma consideração sobre o público ao qual se destina, os investidores de Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário, majoritariamente investidores pessoa física. O método aplicado exige o levantamento de um volume expressivo de informações e tempo dedicado para entendimento de conceitos e análise de informações, o que pode dificultar sua aplicação prática pelos investidores diretamente. No entanto, as fontes de informação utilizadas pelos investidores pessoa física para investimento incluem agentes e plataformas dedicados a realizar esse tipo de análise, ainda, os estudos realizados pela B3 apontam que parte do público investidor utiliza análises estruturadas e mais aprofundadas para embasar a decisão de investimento. Desta forma, mesmo que o conteúdo deste trabalho não tenha viabilidade para aplicação direta pelo público investidor de forma abrangente, pode ser direcionado à parcela de investidores que utiliza análise estruturadas, e aos agentes e plataformas que fazem parte da jornada de investimento da grande maioria dos investidores, de forma a atingir, mesmo que não diretamente, o público-alvo investidor dos FOFs de forma geral.

## 6. REFERÊNCIAS

ALENCAR, C. T. D. O aperto monetário para enquadramento da inflação no intervalo da meta estipulada pelo banco central- Impactos no Indicador Beta do IFIX. Carta do NRE-Poli, São Paulo, 2022.

B3. Perfil pessoas físicas. B3, 31 dez. 2020. Disponível em: <[https://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/](https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/)>. Acesso em: 23 abr. 2022.

B3. Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX B3). Site da B3, 2021. Disponível em: <[https://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-segmentos-e-setoriais/indice-de-fundos-de-investimentos-imobiliarios-ifix.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-segmentos-e-setoriais/indice-de-fundos-de-investimentos-imobiliarios-ifix.htm)>. Acesso em: 17 dezembro 2021.

OKAZUKA, M. A Utilização dos Fundos de Investimento Imobiliários como Veículos na Gestão de Ativos das Empresas. São Paulo: Dissertação de mestrado: Fundação Getúlio Vargas, 2015.

PORTO, P. T. Método para gestão de portfólios de investimentos em edifícios de escritórios para locação no Brasil. São Paulo: [s.n.], 2010.

ROCHA LIMA, J. D. Distribuição de renda e amortização de cotas de FII. Real Estate em Foco, São Paulo, 2022.

SOBRAL, P. Análise do binômio risco e retorno de diferentes segmentos de atuação e tipo de gestão de fundos de investimento imobiliário no mercado brasileiro no período entre 2015 e 2019. São Paulo: Monografia (MBA): Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2020.

TOGNINI, F. B.; ALENCAR, C. T. Gestão ativa de portfólios em Fundo de Fundos de Investimento. LARES- Latin American Real Estate Society, São Paulo, 2019.