

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**FIIs VS REITs: UMA ANÁLISE COMPARATIVA DA EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA
DE FUNDOS IMOBILIÁRIOS NO BRASIL E SUA INSPIRAÇÃO AMERICANA**

VICTOR FERREIRA CARNEIRO

Matrícula: 2010998

Orientador: Antônio Marcos Höelz Pinto Ambrózio

Rio de Janeiro

Dezembro de 2023

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**FIIs VS REITs: UMA ANÁLISE COMPARATIVA DA EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA
DE FUNDOS IMOBILIÁRIOS NO BRASIL E SUA INSPIRAÇÃO AMERICANA**

VICTOR FERREIRA CARNEIRO

Matrícula: 2010998

Orientador: Antônio Marcos Höelz Pinto Ambrózio

**Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a
nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.**

Rio de Janeiro

Dezembro de 2023

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer, inicialmente, aos meus pais (Wagner e Adriana) e demais familiares pelo apoio constante ao longo do período universitário e do restante da vida. Por não medirem esforços para prover todo o necessário para que eu pudesse ter uma vida plena e me desenvolvesse academicamente.

Ao professor Antônio Marcos Höelz Pinto Ambrózio, meu orientador ao longo desse trabalho, pelos ensinamentos e por me ajudar a desenvolver a monografia. Também gostaria de agradecer aos demais professores do departamento de economia da PUC-Rio por tudo o que me foi ensinado ao longo dos últimos anos.

Fica o agradecimento também para todos os amigos que fiz ao longo do meu ciclo universitário. Estarão para sempre em minha memória.

SUMÁRIO

1) INTRODUÇÃO	5
2) MOTIVAÇÃO	7
3) METODOLOGIA E FONTES DE DADOS	8
4) O CASO BRASILEIRO: OS FUNDOS IMOBILIÁRIOS.....	9
4.1) CARACTERÍSTICAS.....	9
4.2) EVOLUÇÃO DO MERCADO NO TEMPO.....	12
5) O CASO AMERICANO: OS REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS.....	25
5.1) CARACTERÍSTICAS.....	25
5.2) EVOLUÇÃO DO MERCADO NO TEMPO.....	27
6) DIFERENÇAS ENTRE MERCADOS.....	30
6.1) COMPOSIÇÃO.....	30
6.2) MODELOS DE NEGÓCIO, GESTÃO E MANEIRAS DE CRESCER.....	33
7) CONCLUSÃO.....	44
8) REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	47
9) BIBLIOGRAFIA DIGITAL.....	49

1. INTRODUÇÃO

Os fundos de investimento imobiliário (FIIs) apresentaram crescimento exponencial em valor de mercado e número de investidores ao longo da última década. Desde a criação do IFIX (Índice de Fundos de Investimento Imobiliário) pela BM&F Bovespa, hoje B3, este mercado viu o número de investidores e de fundos listados subir de pouco mais de 100 mil cotistas e 176 FIIs registrados na CVM para mais de 2 milhões de investidores e mais de 700 FIIs listados. Além disso, o valor de mercado do seu principal índice subiu de pouco mais de R\$12 bilhões em agosto de 2012 para mais de R\$105 bilhões em abril de 2023.

Também vimos a composição teórica da carteira do índice mudar bastante de perfil e se diversificar, oferecendo mais opções para investidores e maior diversificação interna no portfólio dos fundos. Inicialmente, o índice era concentrado em prédios corporativos, com mais de 60% do portfólio do IFIX neste setor, sendo grande parte dos fundos listados monoativos, ou seja, com apenas um ativo subjacente.

Hoje, por outro lado, vemos um índice liderado pelos fundos de papel, que são aqueles que investem em dívidas atreladas ao setor imobiliário (normalmente CRIs), que compõem quase metade do índice. Além disso, também temos grande presença dos setores de logística, shoppings, edifícios corporativos, renda urbana, fundos de fundos, entre outras estratégias, todos eles com mais de uma opção de fundos com múltiplos ativos e múltiplos locatários. Isto oferece maior segurança e diversificação aos investidores, além de maior liquidez das cotas negociadas no mercado secundário, dado que a capitalização total de mercado, o número de cotas e o número de cotistas com participação nestes fundos “multi-multi” tende a ser maior.

Apesar de todo esse crescimento na última década o mercado de fundos imobiliários brasileiros ainda é muito pequeno comparado ao de seus “primos” americanos, os Real Estate Investment Trusts. Mais conhecidos como REITs, eles possuem estruturas diferentes dos fundos imobiliários, apesar de sua razão social também ser a de investir em ativos atrelados ao setor. Ao contrário dos FIIs, eles não são fundos, mas sim empresas; e seus investidores são chamados de acionistas, ao invés de cotistas. Por serem empresas sua forma de crescer é similar a de ações, pois elas não dependem que seus cotistas subscrevam a emissões de cotas para

conseguirem crescer seu patrimônio líquido. Elas também possuem conselhos de administração e executivos na sua gerência ao invés de gestores de portfólio. Em 2022 o valor deste mercado era de U\$1,2 trilhão, mais de 50x superior ao brasileiro.

O objetivo do presente projeto é apresentar as principais diferenças de regulamentação entre os FIs e os REITs; a evolução da composição setorial dos dois; estudar as razões que levaram o mercado de REITs a ser concentrado em equity/tijolo, enquanto que no Brasil os FIs de títulos de dívida estão ocupando uma parcela crescente da carteira dos investidores; o comportamento destes veículos ao longo dos ciclos econômicos; as características do processo de consolidação em curso dentro de cada mercado; e a importância desses veículos de investimento para o mercado imobiliário das economias brasileira e americana. A principal motivação é utilizar o *case* de sucesso americano para buscar meios pelos quais o produto pode ser aperfeiçoado, respeitando as suas particularidades e as características dos investidores brasileiros, de modo a beneficiar cotistas, gestores e administradores de fundos e também todos os afetados direta e indiretamente pelo crescimento do mercado imobiliário.

Em nossa pesquisa, como esperado, encontramos importantes diferenças entre os mercados imobiliários de bolsa no Brasil e nos EUA, onde percebemos que nos EUA existe um menor foco em empresas cujo objetivo é financiar empreendimentos imobiliários sendo credores deles (através de títulos de dívidas, lá chamados de *mortgages*) e estão presentes setores de *real estate* associados com evoluções tecnológicas em curso, como os REITs de data center e de telecomunicações, enquanto que no Brasil ainda predominam fundos imobiliários que investem em títulos de dívidas e em setores tradicionais como logística, escritórios e varejo (setores estes também presentes e importantes no mercado americano, mas que dividem o mercado com setores de tecnologia). Isso é reflexo das condições econômicas dos dois países e suas posições relativas na economia mundial, mas também é um resultado do desenho institucional de cada mercado, que confere maior flexibilidade aos REITs em comparação aos FIs, e das diferenças culturais de investimento entre brasileiros e americanos.

Apesar de o mercado de fundos imobiliários ainda ser incipiente no Brasil e estar passando por um crescimento exponencial ao longo da última década, com a subida dos juros nos últimos anos, muitos fundos vêm apresentando dificuldades para

fazer novas emissões, deixando evidente um dos desafios que esses veículos apresentam para poder se expandir em momentos de crise. Comparar seus mecanismos e regras com aqueles presentes nos REITs é um modo de se avaliar como as diferenças institucionais impactam seus respectivos mercados e mostrar alternativas para os veículos brasileiros através do exemplo de um mercado mais maduro.

Levando isto em consideração, este projeto será desenvolvido tendo em mente que Brasil e Estados Unidos são países diferentes, com mercados de capitais em diferentes estágios de maturidade e que o primeiro possui uma economia menor e menos desenvolvida que o segundo. Além disso, a cultura de investimento, os prêmios de risco exigidos e o comportamental dos investidores brasileiros e americanos também são diferentes ao se expor no mercado de capitais. Tudo isso deverá ser considerado para que as conclusões do trabalho sejam representativas e possam contribuir para o conhecimento e aprimoramento do mercado de fundos imobiliários no Brasil.

Palavras-chave: Fundos de investimento imobiliário (FIIs); Real Estate Investment Trusts (REITs); evolução; diferenças.

2.MOTIVAÇÃO

Este trabalho busca analisar as principais diferenças entre FIIs e REITs objetivando entender quais são os melhores caminhos para que o mercado brasileiro cresça e se consolide, oferecendo maior segurança, liquidez e rentabilidade para seus investidores. Isto é importante não apenas para os 5 milhões de investidores em bolsa no Brasil, mas para a sociedade brasileira como um todo, pois o setor imobiliário é fundamental para o desenvolvimento econômico de qualquer país. Evidência disto é que nos últimos 20 anos ele teve uma participação média de 10% na composição do PIB nacional.

Como é cultural do investidor brasileiro com maior capital o investimento em imóveis físicos para renda através de aluguéis e valorização imobiliária, o investimento em FIIs pode contribuir para a democratização do acesso a este tipo de investimento também ao pequeno investidor e oferecer uma alternativa vantajosa ao grande investidor que já participa do mercado imobiliário. Desde o surgimento e popularização

deles, investidores pessoas físicas com muito ou pouco capital e até mesmo alguns institucionais passaram a ter opção de investir em ativos mais líquidos, com maior diversificação e com benefício tributário quando comparado ao investimento direto em imóveis. Assim, estudar como esse mercado pode continuar evoluindo é fundamental para poder ajudar neste processo, beneficiar os participantes e desenvolver habilidades e conhecimentos técnicos necessários para trabalhar nessa indústria no futuro.

3.METODOLOGIA E FONTES DE DADOS

O principal objetivo do presente trabalho é apresentar a evolução do mercado de Fundos Imobiliários no Brasil e compará-lo com as movimentações no mercado americano. Assim, buscamos compreender as diferenças nos caminhos que ambos os mercados seguiram e quais as diferenças no desenho institucional deles que podem ter provocado isso. O estudo também pretende levar em conta diferenças culturais entre os países e o perfil de investimentos da população.

Para atingir esse objetivo, foram explorados diversos meios de obtenção de informação, como: revisão da bibliografia sobre o tema; análise de leis e instruções CVM sobre o tema; coleta de informações em bases de dados especializadas, da B3 e da Nareit; e artigos antigos sobre o tema. Foram importantes ferramentas de busca sites especializados no tema, como o Clube FII e a Nareit. A base de dados da Quantum Axis também foi importante para conseguir acesso a informações sobre o mercado brasileiro. Além disso, foram consultados analistas de valores mobiliários certificados com o CNPI que cobrem o mercado imobiliário brasileiro e/ou americano.

4.0 CASO BRASILEIRO: OS FUNDOS IMOBILIÁRIOS

4.1. CARACTERÍSTICAS

Criados e regulamentados pela primeira vez em junho de 1993, os fundos imobiliários surgiram através da Lei 8.668/93. Assim, foi determinado que os fundos seriam constituídos como condomínios fechados, com prazos de duração que poderiam ser determinados ou indeterminados. Faz-se necessário também que eles sejam administrados por uma instituição que fica incumbida de aprovar o regulamento. O patrimônio desses fundos precisa ser dividido em cotas de valores iguais, que correspondem a pedaços do seu patrimônio e podem ser negociadas em mercados de bolsa ou balcão. Estas cotas devem ser escriturais e nominativas. Além disso, segundo a lei, seus recursos devem ser destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários e eles estão sujeitos à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). No início de 1994 a instrução CVM 205 regulamentou a lei.

A Instrução CVM 472 (2008), que revogou a CVM 205, e, posteriormente, foi atualizada pela Instrução CVM 571 (2015), em seu texto delimita os ativos que podem constituir o patrimônio de fundos imobiliários. Estão entre eles: quaisquer direitos reais sobre bens imóveis; ações, debêntures, recibos, certificados de depósito, cotas de fundos de investimento e outros ativos de emissores registrados na CVM e cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FIs; ações ou cotas de sociedade cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FIs; cotas de outros FIs ou de fundos de investimento em participações (FIPs) e fundos de investimento em ações (FIAs) que sejam setoriais e invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário; certificados de recebíveis imobiliários (CRIs); cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas ao FI; letras hipotecárias; letras de crédito imobiliário; e letras imobiliárias garantidas. Também é determinado pela instrução que os ativos que compõem o patrimônio do fundo não poderão integrar o ativo do seu administrador, nem responder por qualquer obrigação de sua responsabilidade.

A mesma Instrução também dispõe sobre os encargos do fundo. São eles: taxas de administração e, se prevista em regulamento, de performance; taxas e impostos que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do

fundo; gastos com publicação de relatórios e outras formas de comunicação com os cotistas previstas em regulamento; gastos na distribuição de cotas e seu registro para negociação em mercados organizados de valores mobiliários; despesas com auditor independente; gastos sobre as operações do fundo; honorários de advogados que defendam interesses do fundo; custódia de títulos ou valores mobiliários do fundo; gastos inerentes à constituição, fusão, incorporação, cisão, transformação ou liquidação do fundo e realização de assembleia-geral; gastos decorrentes de avaliações obrigatórias dos ativos do fundo; gastos necessários para manutenção e reparos de imóveis integrantes do patrimônio do fundo; e despesas com o registro de documentos em cartório. Dessa forma, são delimitadas as despesas com as quais o fundo pode incorrer, de maneira a proteger os cotistas e garantir segurança jurídica quanto aos gastos do fundo. Também fica estabelecido que o gestor do fundo não pode ser uma pessoa física, pois precisa ser uma instituição financeira com autorização da CVM.

Na lei 9.779, aprovada em janeiro de 1999, passa a ser definido que os fundos imobiliários deverão distribuir a seus cotistas, no mínimo, 95% dos lucros auferidos em regime caixa, com base no balanço semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano. Assim, é através dessa lei que os fundos imobiliários passam a ser vistos como produtos geradores de renda, dado que eles passam a ser obrigados a entregar quase que a totalidade de seus resultados na forma de rendimentos aos cotistas.

A lei de 1999, contudo, enquadra os fundos imobiliários como objeto de taxaço de 20% tanto sobre os rendimentos auferidos quanto sobre os lucros obtidos com a negociação de cotas. É apenas em 2005, com a lei 11.196, que os rendimentos distribuídos pelos fundos imobiliários passam a ser isentos de imposto de renda para pessoas físicas. Contudo, para que tal direito seja garantido faz-se necessário que o FII tenha ao menos 50 cotistas e que nenhum cotista tenha mais de 10% das cotas do fundo nem receba mais de 10% dos rendimentos distribuídos. A única taxa que permanece para o cotista pessoa física é quando ele vende as cotas com lucro no mercado secundário. Caso isso aconteça, ele deve pagar 20% de IR sobre o lucro auferido. Após a instituição dessas leis, portanto, os fundos imobiliários passam a se enquadrar como ativos voltados para obtenção de renda com o benefício tributário da

isenção de imposto nos rendimentos recebidos pelas pessoas físicas, tornando-os mais atrativos para PFs do que PJs.

Podemos então concluir que os FIs são fundos de condomínio fechado voltados para a exploração de ativos imobiliários, que possuem benefícios tributários e são geridos externamente por uma instituição financeira responsável pela gestão do fundo, ou seja, pelas tomadas de decisão relacionadas aos ativos que constituem o fundo e cujos recursos são administrados pela entidade administradora do mesmo. As entidades responsáveis pela gestão e administração dos FIs não são proprietárias dos ativos do fundo, mas apenas prestadores de serviços que podem ser destituídos de sua função em caso de aprovação do movimento pelos cotistas em assembleias que atinjam os quóruns estipulados de convocação e deliberação.

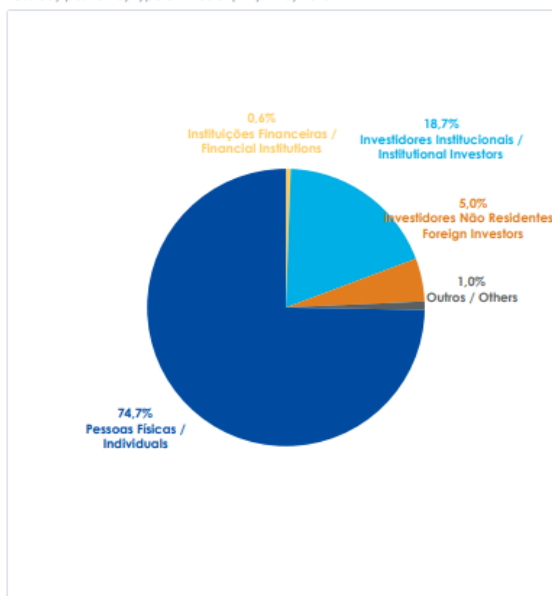
A ICVM 472 delimita como nascem os fundos, mas também dita as regras sobre como eles podem encerrar e sobre como se dão as contratações dos prestadores de serviço e suas possibilidades de troca. Foi decidido, portanto, que em matérias consideradas relevantes seriam necessárias a aprovação dos cotistas detentores de pelo menos 25% das cotas do fundo em caso de FIs com mais de 100 cotistas, e de pelo menos 50% das cotas quando o número de cotistas for inferior a este número. Temos assim, que cada cota equivale a um voto e cotistas com posição relevante dentro do fundo possuem maior poder de influência nas decisões tomadas em assembleia. Dessa forma, podemos dizer que o fundo é dos cotistas, de maneira proporcional a sua participação nele, e não dos prestadores de serviço que trabalham para o funcionamento dele.

Em 2012 a B3 criou o IFIX, índice criado para representar uma carteira teórica com a presença dos fundos mais negociados do mercado de FIs. Este índice em tese tem a capacidade de identificar o retorno médio do mercado de fundos imobiliários. Atualmente, ele conta com 111 fundos listados, representando 23% de todos os fundos listados no mercado.

4.2. EVOLUÇÃO DO MERCADO NO TEMPO

Conforme pode ser visualizado nos gráficos abaixo, disponibilizados no Boletim Mensal de Fundos Imobiliários da B3 do mês de maio de 2023, o crescimento no número de investidores em FIs é exponencial nos últimos anos e é majoritariamente composto por pessoas físicas (PFs).

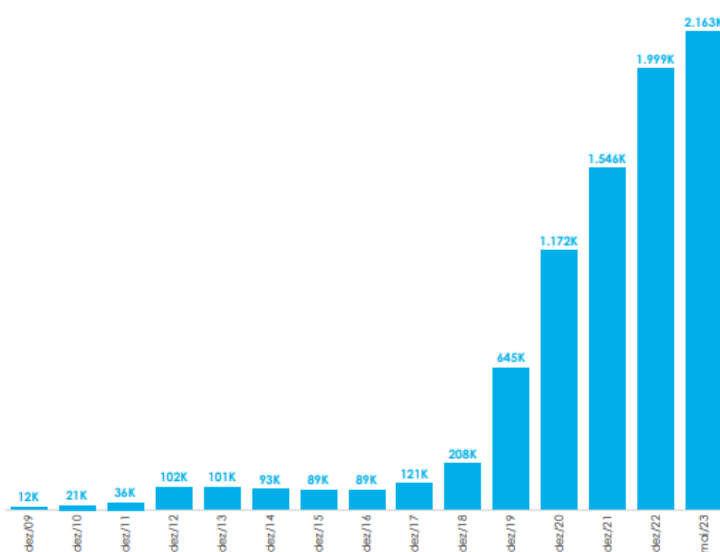
Participação na posição em custódia (R\$) - maio de 2023
Custody position by type of Investor (BRL) - May 2023



NÚMERO DE INVESTIDORES

Number of investors

Evolução do Número de Investidores com posição em custódia (milhares)
Evolution of the number of investors - Custody (thousands)



Nota: Houve reclassificação dos investidores em abril/21, podendo resultar em diferenças em relação aos meses anteriores.



Número de Investidores por Tipo Investidor - maio de 2023
Number of investors by type of investors - May 2023

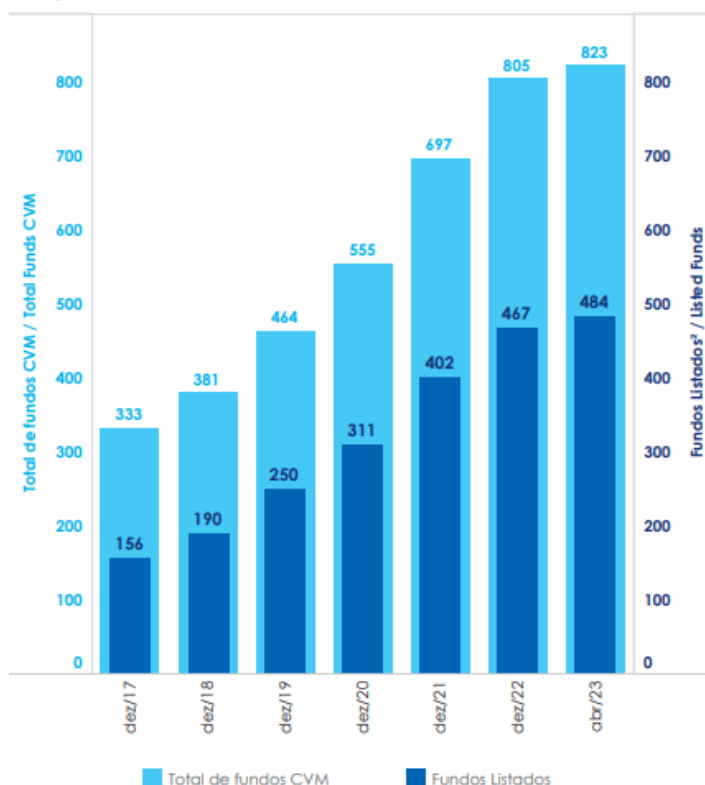
PF	2.157.356
OT	3.422
II	2.338
NR	165
IF	36

Embora estejamos presenciando um crescimento significativo no número de investidores na classe, a realidade nem sempre foi assim. No primeiro gráfico podemos perceber que após um crescimento de aproximadamente 750% no número total de cotistas entre o fim de 2009 e 2012, o mercado de fundos imobiliários passou por uma retração na quantidade de investidores entre 2012 e 2016. Esse movimento não foi à toa e está correlacionado com a economia local, que passou por uma retração no período. Além disso, o IFIX no período passou por um crescimento de apenas 18%, sendo que o índice apenas veio a ter um retorno positivo nesse recorte temporal em maio de 2016, ou seja, foi vivenciado um “*bear market*”.

Como o mercado imobiliário possui forte correlação com a economia brasileira, a retração no IFIX não foi apenas um movimento financeiro, mas algo lastreado pela piora do mercado imobiliário local. Nessa época muitos setores do IFIX vivenciaram crescimento na vacância média dos seus imóveis. Segundo relatório da Colliers, empresa especializada no mercado imobiliário, o mercado de lajes corporativas em São Paulo viu a vacância consolidada subir de 12% para 25% entre 2012 e 2016 em imóveis de classe A+ ou A, enquanto que em imóveis de classe B a vacância subiu de 4% para 21%. Além disso, os preços médios de locação reduziram em ambas as classes. No Rio de Janeiro, entre 2013 e 2016, as lajes de classe A ou A+ viram sua vacância dobrar de 16% para 32%, enquanto que as de classe B tiveram crescimento de vacância de 8% para 31%. Em ambas também houve queda nos preços médios de locação. O mercado de imóveis logísticos foi menos afetado, porém a vacância consolidada no país também subiu entre 2013 e 2016, de 18% para 25%, enquanto que os preços médios de locação se mantiveram praticamente estáveis, o que configura numa perda real de valor se considerarmos a inflação do período.

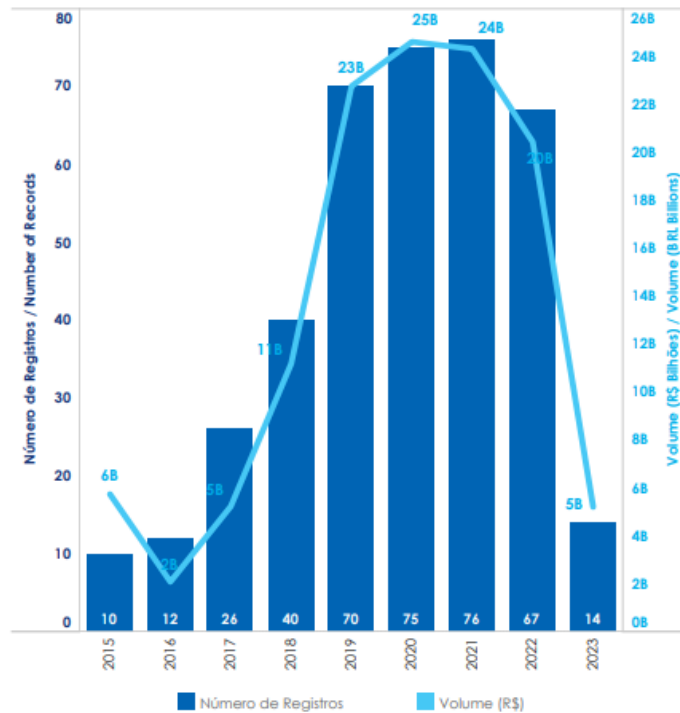
Após o término desse período conturbado da economia brasileira, o número de investidores voltou a crescer exponencialmente, movimento que se segue até os dias de hoje. Entre o início de 2016 e o final de 2019, o IFIX subiu aproximadamente 128%, porém mesmo o retorno negativo entre janeiro de 2020 e abril de 2023 não impediu que o número de investidores continuasse crescendo. O crescimento no número de cotistas também se refletiu no número de fundos imobiliários registrados na CVM e listados em bolsa, como podemos notar no gráfico abaixo, também presente no boletim mensal de fundos imobiliários da B3 de maio de 2023.

Evolução anual do número de FIs¹
Yearly evolution of the number of FIs

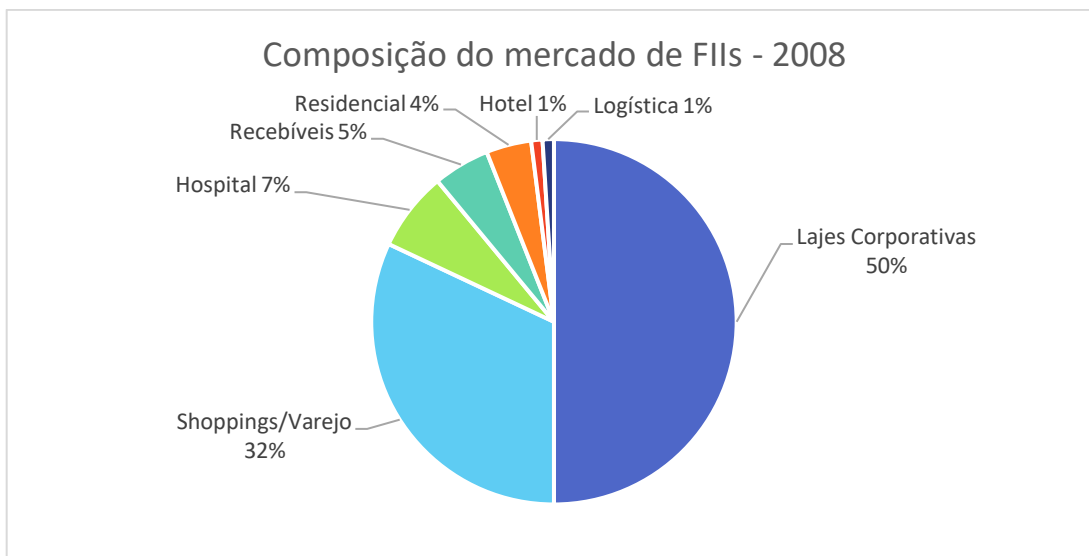


Da mesma forma que cresceu o número de fundos registrados na CVM e listados em bolsa, também ocorreu um aumento na quantidade e no volume de ofertas de fundos, dado que elas são necessárias tanto para que fundos possam nascer quanto crescer (este assunto será mais explorado à frente). Podemos ver que a partir de 2021 presenciamos uma desaceleração e, posteriormente, queda tanto no volume emitido quanto na quantidade de ofertas. Esse foi também o mesmo período em que a Taxa SELIC subiu de 2% para 13,75%, movimento contrário do período de 2016 a 2020, em que a SELIC foi reduzida de 14,25% para 2%. Mais tarde exploraremos a relação do retorno dos fundos imobiliários, sua capacidade de realizar novas emissões e a taxa juros da economia (não apenas a SELIC, mas principalmente as taxas futuras representadas pelas NTN-Bs).

Evolução do número e volume de ofertas³ (ICVM 400)
Evolution of the number and volume of offers

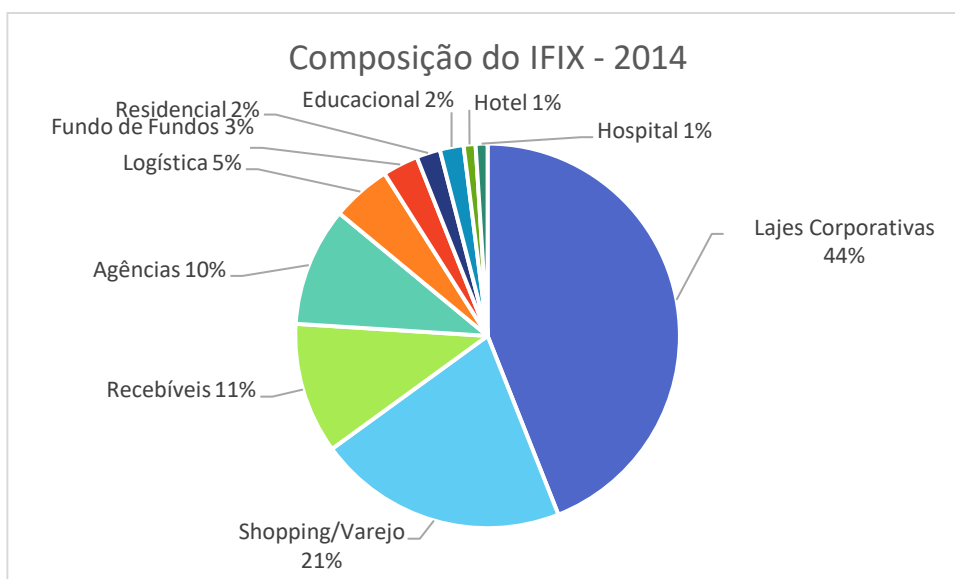


Podemos notar, portanto, que o mercado de fundos imobiliários passou por um notável crescimento tanto em termos de volume financeiro envolvido quanto em número de investidores participantes. Contudo, essa não é a única mudança pela qual esse mercado passou recentemente. Podemos notar também uma alteração na composição dos setores mais importantes do IFIX ao longo do tempo. Como poderemos ver, essa mudança de perfil pela qual passou o índice também possui relação com a evolução da economia real. Separei quatro distintos períodos para analisar diferentes momentos do mercado imobiliário brasileiro e como a indústria de FIIs evoluiu com o tempo. Em 2008, ainda não existia o IFIX, porém segundo dados da Bloomberg e de relatórios da XP na época, essa era uma composição aproximada do mercado:



Chama atenção que metade do mercado era composto por fundos de lajes corporativas. Além disso, fundos de shopping e varejo representavam aproximadamente 1/3 do mercado, enquanto que os fundos de recebíveis/CRIs eram apenas 5%, ou seja, pouco representativos e com menor participação que o setor de hospitais, por exemplo.

Entre o primeiro período selecionado (2008) e o próximo (2014), ocorreram algumas mudanças regulatórias e surgimento de novas classes de fundos, provocando uma alteração no perfil do mercado, que em 2014 já pode ser corretamente aproximado pela composição do IFIX, que teve seu nascimento em 2012. Assim estava o mercado na época:

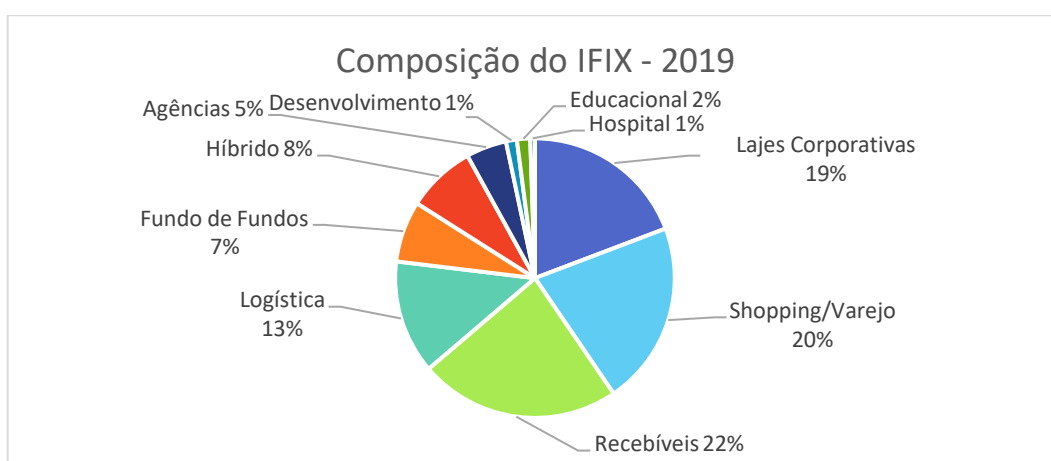


Como podemos ver, as lajes corporativas e os imóveis voltados para shoppings e varejo ainda representavam a maior parte do mercado, porém perderam importância relativa no período. A principal mudança, no entanto, é o crescimento dos fundos de recebíveis, agências bancárias, logística e de fundos de fundos. Também vimos o surgimento de alguns fundos híbridos, que possuem múltiplas estratégias.

Os fundos de agências bancárias foram, em grande parte, impulsionados por um crescimento nas ofertas desse tipo de fundo entre 2011 e 2013. Muitos deles eram monoinquilinos, ou seja, possuíam apenas um inquilino (mesmo que em múltiplos imóveis). É o caso do fundo BB Progressivo II (BBPO11), único fundo remanescente dessa classe no IFIX em 2023. No caso dos fundos de logística, foi no início da década de 2010 que vimos o surgimento de alguns dos importantes fundos desse segmento até hoje, como o HGLG11, BTLG11 (antigo TRXL11, quando era gerido pela TRX) e o TRBL11 (antigo SDIL11).

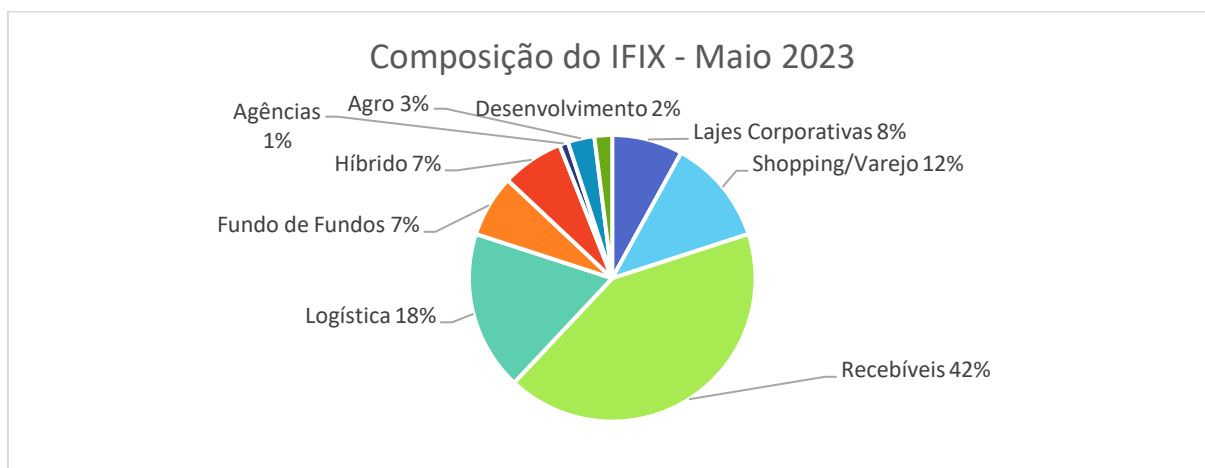
No caso dos fundos de recebíveis e dos fundos de fundos, esta última classe surgiu e foi impulsionada pela lei 12.024 de 2009, que fez com que FIIs que investem em outros FIIs tivessem garantida a isenção de imposto de renda. Essa lei também impulsionou o crescimento dos fundos de recebíveis, que já existiam, mas foram beneficiados pela garantia da isenção de IR concedida aos FIIs que investiam em LCIs, CRIs e LHS, sendo os CRIs o principal objeto de investimento dos fundos de recebíveis.

Seguindo, podemos perceber que entre 2014 e 2019 a composição do IFIX intensificou muitas das alterações de perfil que estavam em curso, enquanto que outras foram desaceleradas:



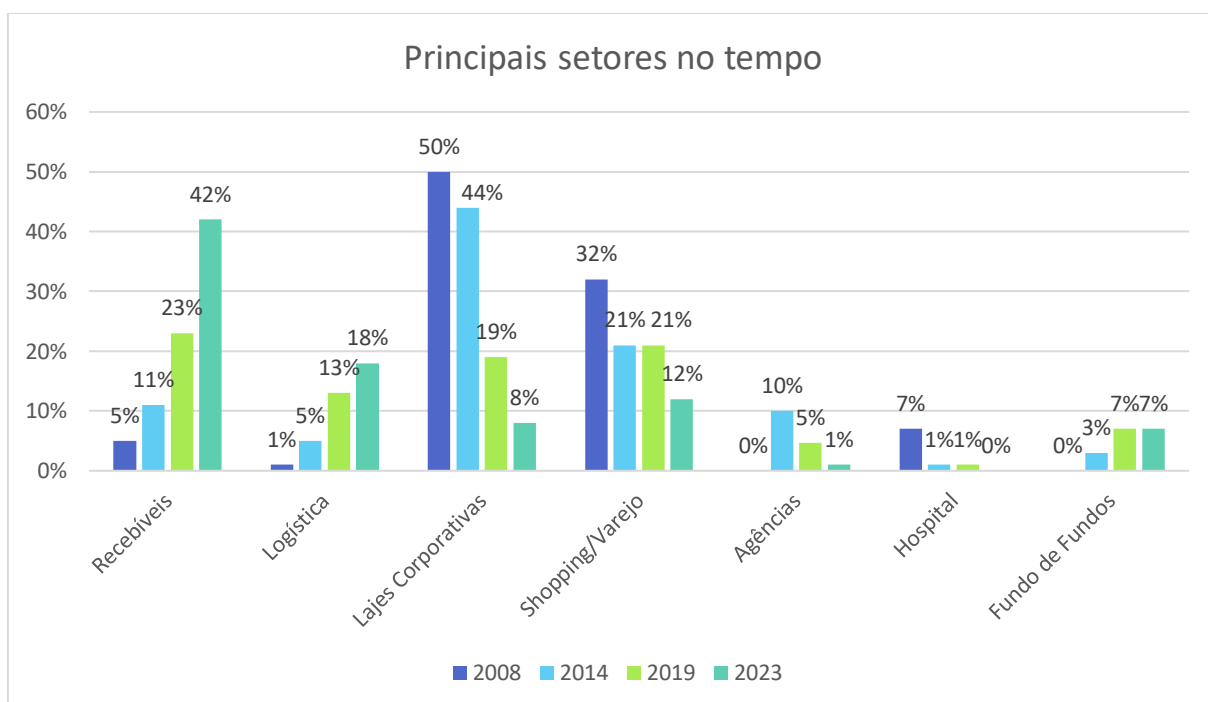
O mercado de fundos de agências, que havia acelerado de 0% para 10%, retraiu para apenas 5% da composição do índice em 2019. Contudo, as lajes corporativas continuaram seu movimento de retração e perderam o posto de principal segmento do IFIX com apenas 19% da composição do índice. Os fundos de shoppings/varejo se mantiveram praticamente estáveis, enquanto que os de recebíveis cresceram significativamente e se tornaram o maior segmento do mercado de fundos imobiliários, com 22% do IFIX. Outros segmentos que passaram por um período de expansão foram os de logística e de fundos de fundos.

Mais abaixo podemos ver uma composição mais atualizada do IFIX, de maio de 2023. Nele, o que mais chama atenção é que os fundos de recebíveis passaram a compor aproximadamente 42% do mercado, tornando-se isoladamente o setor mais representativo do mercado e também o detentor do maior FII negociado, o Kinea Índice de Preços (KNIP11), com valor patrimonial de aproximadamente R\$7,8 bilhões.



Lajes corporativas e shoppings/varejo passaram a ocupar, somados, 20% do índice, contra 82% do mercado em 2008, mostrando como eles perderam importância relativa ao longo do tempo, em especial o setor de lajes que viu sua representatividade ser reduzida de 50% para 8%. O setor de logística continuou ganhando espaço aos poucos, alcançando hoje 18% do IFIX. Os Fundos de fundos e os híbridos estagnaram-se em 7%. As Agências praticamente saíram do IFIX, restando apenas a participação do BBPO11 e houve o surgimento modesto de algumas estratégias novas, como fundos ligados ao agronegócio (que surgiram antes do advento do FIAGRO em 2021) e os fundos de desenvolvimento.

Abaixo temos um gráfico explorando a evolução no tempo dos principais setores do mercado de fundos imobiliários. Nele podemos perceber o crescimento gradual dos segmentos de recebíveis e logística, contrastando com as quedas nos setores de lajes, agências, hospitais e imóveis ligados ao varejo. Como os fundos de recebíveis investem em ativos financeiros ligados ao setor imobiliário e não em imóveis propriamente ditos, podemos dizer então que logística foi o único setor de equity (“tijolo”) que apresentou crescimento consistente na participação de mercado ao longo do tempo.



A alteração na importância relativa dos principais setores do mercado de fundos imobiliários ao longo do tempo não foi aleatória, pois possui relação com a evolução dos fundamentos microeconômicos de cada mercado ao longo do tempo. A última década no Brasil foi marcada por duas crises econômicas (crise no segundo governo Dilma e pandemia) e por uma inflação média alta, de aproximadamente 6,07%. Por conta dessa combinação de inflação alta com crescimento econômico baixo, o mercado imobiliário, muito dependente da dinâmica da economia interna, passou por dificuldades e os locatários em quase todos os setores não conseguiram repassar preços em linha com a inflação do período para seus inquilinos. Além disso, taxas de vacância subiram em alguns mercados, o que dificultou ainda mais os ganhos com preços de locação. No entanto, a dinâmica da evolução de preços não foi igual para

todos os setores e alguns acabaram perdendo prestígio e investidores em relação a outros.

O setor mais afetado no período foi o de lajes corporativas e, não coincidentemente, foi o setor que perdeu maior importância relativa no IFIX, dado que sua participação no índice caiu de aproximadamente 44% em 2014, para 8% em 2023. Além de ser um mercado limitado em termos de potencial de expansão de portfólio, dado que a maioria dos fundos imobiliários de escritórios focam seus investimentos no eixo Rio de Janeiro-São Paulo, a dinâmica dele foi muito prejudicial para seus investidores nos últimos anos. Conforme já foi mencionado anteriormente, as taxas de vacância em escritórios tanto cariocas quanto paulistanos cresceram muito tanto nas classes A/A+ quanto na classe B e os preços médios de locação também foram reduzidos entre 2013 e 2016 durante o período da crise econômica.

Em 2019, contudo, quando o mercado de São Paulo ensaiava uma recuperação, com taxas de vacância em queda para 13% e o mercado carioca passava por uma melhora gradual, mas com vacância ainda bastante elevada em 30%, o movimento de redução da vacância foi interrompido pela pandemia. Este evento alterou as dinâmicas de trabalho de maneiras que ainda estão sendo estudadas e compreendidas em 2023, mas o fato é que alimentou novamente o aumento das taxas de vacância do setor em ambas as cidades.

Em São Paulo a vacância terminou o ano de 2022 em 22%, enquanto que no Rio de Janeiro ela se manteve estável no período. Cabe notar que na cidade do Rio de Janeiro praticamente não houve entrega de novo estoque, com o inventário total de lajes crescendo apenas em 13 mil metros quadrados entre 2018 e 2022, enquanto que em São Paulo houve entrega de 366 mil metros quadrados no mesmo período, refletindo as dificuldades ainda maiores pelas quais passa o mercado de lajes cariocas. Todos esses dados podem ser encontrados em relatórios da Colliers, empresa especialista no setor imobiliário.

Outra informação importante que podemos encontrar é sobre os preços médios por metro quadrado alugado. Em São Paulo, mesmo com a pandemia houve aumento dos preços médios entre 2018 e o primeiro trimestre de 2023, com salto de 15% nos preços para imóveis de classe A/A+ e de 8% para os de classe B. Contudo, os preços de aluguel ainda não recuperaram os valores do primeiro trimestre de 2014, dado que

no período entre 2014 e o 1ºT de 2023 o preço de locação foi reduzido em aproximadamente 21,1% para os imóveis de classe A/A+ e 12,4% para os de classe B. No mercado do Rio de Janeiro a situação é ainda mais dramática: o movimento de queda nos preços de locação entre 2014 e 2018 foi perpetuado para o período entre 2018 e 2023. Levando-se em consideração todo o período compreendido entre 2014 e o início de 2023, o aluguel do metro quadrado foi reduzido em 33,6% para imóveis de classe A/A+ e 39,4% para os de classe B na capital carioca, mesmo com baixa entrega de novo estoque. Portanto, o investidor do mercado de lajes corporativas não conseguiu ter ganho real na sua renda ao longo do tempo, o que afastou novos investimentos no setor e provocou perda na relevância relativa das lajes dentro do mercado de FIIs, conforme ele evoluía e explorava novos setores com o tempo.

O setor de logística, por outro lado, foi o setor de “tijolo” (equity) que mais cresceu dentro do IFIX, apresentando crescimento constante na sua participação de mercado, especialmente nos últimos anos, dado que triplicou sua participação no índice desde 2014. Como mencionado anteriormente, ele foi menos afetado pela crise entre 2013 e 2016, com pequeno aumento na vacância e estabilidade nos preços nominais de locação.

Foi a partir de 2018, contudo que vimos o setor apresentar grande crescimento e melhora nos seus fundamentos. Entre 2018 e 2022 a taxa de vacância consolidada em condomínios logísticos no Brasil foi reduzida de 20% para 11%. Essa redução na vacância foi acompanhada pelo aumento nos preços médios de locação, que subiram de R\$18,90 para R\$23,70 por metro quadrado mensal entre junho de 2020 e março de 2023. Embora o crescimento dos preços tenha sido inferior a inflação do período, é importante notar que essa valorização das locações se deu em meio a um período em que houve grande entrega de novos galpões logísticos. Entre 2018 e 2022 o inventário total de galpões cresceu de 13.646 mil para 23.204 mil metros quadrados e, segundo projeções da Colliers, deve chegar a 26.049 até o fim do ano de 2023, quase o dobro da área que o país tinha em 2018 voltada para esse setor. Portanto, o crescimento dos preços de locação se deu em meio a um cenário de forte aumento na concorrência de áreas locáveis, demonstrando como imóveis de vocação logística passaram a ser muito demandados no país em decorrência das alterações dos hábitos de consumo provocados pelo *e-commerce* e intensificados pela pandemia.

Como essa expansão na demanda pelo setor logístico no país se deu no mesmo período em que estava começando o “boom” de fundos imobiliários negociados em bolsa, grande parte dela foi absorvida por fundos já existentes e novos que se constituíram para aproveitá-la e atender os anseios de investidores de participar desse mercado. Foi nessa época que surgiram alguns dos maiores fundos do mercado, como XP Log, Vinci Logística, VBI Logístico, Bresco Logística e também foi o período de maior expansão do CSHG Logística e do BTG Pactual Logística.

Esses fundos acabaram se tornando alguns dos maiores players donos de galpões logísticos e industriais do Brasil. Só o CSHG Logística e o XP Log possuem, respectivamente, aproximadamente 1.000.000 e 954.000 metros quadrados, possuindo só entre eles perto de 8,4% da Área Bruta Locável (ABL) total do setor no fim de 2022. Considerando todos os fundos listados, a ABL total pertencente a FII é de aproximadamente 8 milhões de metros quadrados, ou seja, quase 35% de todo o mercado existente no fim do ano passado. Podemos dizer, portanto, que o mercado de fundos imobiliários ajudou a desenvolver o parque logístico brasileiro e a equilibrar a oferta e a demanda do setor, ajudando a desenvolver galpões importantes para a infraestrutura do mercado brasileiro.

O setor que mais cresceu sua participação no IFIX, entretanto, foi o de recebíveis. Fundos desse tipo investem em dívidas imobiliárias, normalmente Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), mas que também podem ser Letras de Crédito Imobiliário (LCIs), debêntures atreladas a imóveis ou outros tipos de valores mobiliários. Esse setor cresceu exponencialmente e se tornou hoje mais de 40% do mercado total de fundos imobiliários, ajudando a financiar projetos de diversos tipos que possuam algum viés imobiliário, podendo esses projetos estarem dentro de outros fundos imobiliários ou serem de empresas que estejam de alguma forma ligada ao mundo imobiliário ou a um imóvel específico.

Muitos investidores passaram a se interessar pelos fundos imobiliários de “papel” (recebíveis/dívida) pois, ao contrário dos fundos de “tijolo”, estes repõem rapidamente a inflação, dado que a maior parte dos CRIs e outros valores mobiliários presentes neles são atrelados a índices inflacionários, que são somados ao valor da dívida. Algumas dívidas também são atreladas ao CDI, que desde fevereiro de 2022 está em dois dígitos, atraindo também cotistas interessados em bons pagamentos de dividendos no curto prazo.

Dessa forma, enquanto fundos de imóveis dependem de reavaliações positivas do seu patrimônio, reajustes positivos nos aluguéis ou vendas de seus ativos com lucro para poderem entregar reajustes inflacionários na forma de retorno para seus cotistas (e correndo o risco desse lucro não se materializar, em caso de investimento malsucedido), para os fundos de recebíveis basta que a dívida seja paga para que os reajustes sejam entregues ao investidor. É normal, portanto, que fundos de recebíveis possuam maiores pagamentos de dividendos, porém não tenham expectativa de ganhos de capital no preço da cota, dado que o patrimonial no longo prazo tende a se manter constante e próximo ao valor da primeira emissão de cotas.

O dividendo maior e a reposição rápida da inflação, contudo, chamam atenção e são atrativos para investidores que buscam altos *dividend yields*, especialmente em períodos de alta inflação. Em decorrência disso, em períodos de mercado de baixa, com inflação alta e taxas de juros ascendentes, como visto em 2021 e 2022, enquanto a maior parte dos fundos de *equity* tiveram dificuldades para realizar emissões de cotas e crescer seu patrimônio por estarem com preços abaixo do valor patrimonial, muitos fundos de recebíveis conseguiram crescer, explicando porque eles dobraram a sua participação de mercado entre 2019 e 2023.

Dados da ANBIMA mostram que no mesmo período os números de emissões de novos CRIs também cresceram consideravelmente, muito influenciados pelo próprio aumento da demanda dos fundos imobiliários. De 2014 a 2016 houve um crescimento no estoque total de CRIs de 32%, porém o estoque se manteve praticamente estável entre 2016 e 2020. Foi a partir de 2020 que o estoque voltou a se expandir, crescendo aproximadamente 85% em um período de 2 anos. Só entre 2020 e 2021 o volume anual de emissões de CRIs mais do que dobrou, demonstrando o quanto o período foi atrativo para o setor e sua renovada capacidade de financiar projetos imobiliários pelo país.

Ao final de junho de 2023, o patrimônio total dos fundos imobiliários de recebíveis era de aproximadamente R\$56,8 bilhões, enquanto que o estoque total de CRIs calculado pela Ambima ao término de março do mesmo ano era de cerca de R\$150 bilhões, ou seja, os fundos imobiliários também representam mais de 1/3 do mercado de títulos privados de cessão de crédito imobiliário e, portanto, são significativos para a capacidade do Brasil de financiar empreendimentos imobiliários. Como os dados da Uqbar também demonstram, o patrimônio líquido dos fundos

imobiliários de recebíveis se expandiu em cerca de 300% só entre 2016 e 2020 e, no mesmo período houve expansão da parcela de emissões novas de CRIs voltadas para fundos de investimento e aumento da liquidez para negociações de CRIs no mercado secundário, o que reforça a importância dos FIs para aumentar o volume de financiamentos imobiliários em território nacional e tornar a negociação dos títulos de dívida mais líquidos no mercado secundário.

Como podemos ver, mercados que passaram por uma expansão recente tem nos fundos imobiliários um importante vetor e impulsionador do seu crescimento. É o caso principalmente da logística e dos títulos de dívida imobiliários. Todavia, setores que perderam relevância relativa para os investidores de fundos imobiliários também podem ser muito influenciados pelo mercado de FIs. É o caso do mercado de lajes corporativas, que foi o setor mais focado pelos gestores quando os fundos imobiliários estavam começando a ganhar popularidade.

Mesmo representando hoje apenas 8% do IFIX, fundos de lajes tem uma ABL total de aproximadamente 2,36 milhões de metros quadrados, enquanto que o estoque total da Colliers para as cidades do Rio de Janeiro e de São Paulo é de cerca de 5 milhões de metros quadrados. Se levarmos em consideração a ABL de escritórios também presente em fundos híbridos e o fato de que a maior parte dos imóveis corporativos presentes em FIs são dessas duas capitais, podemos chegar à conclusão de que os fundos imobiliários representam quase metade do mercado de escritórios das duas principais cidades do Brasil. Já no mercado de shoppings, a participação dos fundos imobiliários é reduzida: segundo dados da ABRASCE, há 17,5 milhões de metros quadrados de shoppings no Brasil, mas em junho de 2023 apenas cerca de 2 milhões pertenciam a FIs, como podemos ver no site do Clube FII.

Os dados nos mostram, portanto, que embora os fundos imobiliários sejam um produto relativamente novo, criado há 3 décadas, mas que só atingiu 100 mil investidores em 2012, quando passou a ganhar tamanho e escala, diversos setores importantes do mercado imobiliário brasileiro já possuem fatia relevante do seu estoque total sob a posse do CNPJ de algum fundo imobiliário. Então, podemos concluir que os ciclos imobiliários desses setores naturalmente serão afetados pelos ciclos internos do mercado de FIs, pela sua dinâmica regulatória, suas expansões ou retrações futuras e novos movimentos e tendências buscados por gestores, cotistas e reguladores.

Faz-se mister, por conseguinte, compreender melhor as dinâmicas de crescimento dos fundos imobiliários (tanto através de novas ofertas, quanto de incorporações e alavancagens), debates contemporâneos sobre a consolidação do mercado, modelos de gestão e novos setores que podem ser explorados. Antes disso, faz sentido olhar para o mercado de Real Estate Investment Trusts, versão americana dos fundos imobiliários, que embora possuam muitas diferenças em relação ao produto brasileiro, são um sucesso mundial e possuem capitalização total de mercado 50x maior do que o nosso.

5. O CASO AMERICANO: OS REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS

5.1. CARACTERÍSTICAS

Criados em 1960, sob o advento do 86º Congresso dos Estados Unidos, o mercado de Real Estate Investment Trusts (referidos aqui como REITs) possuía ao final de 2022 uma capitalização total de aproximadamente US\$1,27 trilhões e 206 REITs negociados publicamente nas bolsas de valores americanas. No entanto, o tamanho desse mercado nem sempre foi tão grande: em 1971, data do primeiro registro do índice FTSE Nareit Real Estate Index Historical Market Capitalization, a capitalização total de mercado era de apenas cerca de US\$1,5 bilhões, e apenas em 1997 foi superada a barreira de US\$100 bilhões de dólares. O número de REITs públicos negociados em bolsa também cresceu nesse tempo: de 34 em 1971 para 206 ao término de 2022. Contudo, em 2014 o número de REITs negociados em bolsa já era de 216, ou seja, um número maior do que o atual, o que reflete o fato de que a capitalização e o tamanho dos REITs continuam crescendo, porém dentro da lógica de um processo de consolidação, com um número menor de empresas maiores, se aproveitando dos ganhos de escala advindos de processos de fusões e aquisições.

Os REITs funcionam como empresas, ou seja, possuem conselhos, diretorias e acionistas que detém direito de participação sobre os lucros da mesma. Esses conselhos e diretorias tomam as decisões estratégicas da empresa e não precisam da aprovação de suas estratégias pelos acionistas minoritários, embora estes possuam direito a fração proporcional dos lucros.

Embora esse seja o modo de funcionamento dos REITs hoje, eles também passaram por importantes alterações na sua regulação ao longo do tempo que serviram para impulsionar o crescimento do mercado e tornar os ativos mais eficientes:

Primeiramente, é importante compreender que para uma empresa se enquadrar como REIT, ela precisa se enquadrar dentro de algumas regras, como: possuir no mínimo 100 acionistas, sendo que os 5 maiores não podem deter mais de 50% do número de ações; a alocação mínima em ativos com viés imobiliário deve ser de 75% e ao menos 75% da sua receita bruta deve vir de aluguéis, vendas de imóveis ou pagamentos de juros de financiamentos cedidos pela empresa (este último, no caso de REITs de hipotecas, assunto que será melhor discutido mais adiante).

Elas também são obrigadas, por legislação, a distribuir 90% do seu lucro anual tributável aos acionistas. Todavia, eles não possuem isenção de imposto nos dividendos, que são tributados em 30%, assim como as demais empresas norte-americanas. Porém, isso não significa que eles não possuam uma vantagem tributária, dado que o lucro líquido distribuído pelos REITs não sofre incidência de impostos no nível corporativo. Assim, podemos dizer que são instrumentos geradores de renda para seus investidores, que podem cumprir função de ativos complementadores de renda ou previdenciários para quem detém participação neles e recebem incentivos fiscais e possuem obrigações regulatórias que os fazem ser ativos geradores de renda passiva, dado que precisam distribuir parte relevante de seus resultados.

Outro fator notável entre eles é que nem todos precisam ser negociados publicamente em bolsa de valores ou de balcão. Existem REITs privados, chamados de Private REITs, que não são registrados na SEC – a reguladora do mercado de capitais americano, similar à CVM no Brasil – e que, por consequência, não tem ações negociadas em bolsa.

Apesar da enorme capitalização total do mercado americano de REITs hoje, esta também já foi significativamente menor do que é na atualidade e precisou passar por diversos aprimoramentos institucionais para ganhar tração entre os investidores. Apesar de terem sido criados em 1960, foi apenas na década de 90 que começamos a ver um crescimento exponencial no mercado imobiliário americano de bolsa de valores. Isso se deveu a uma série de mudanças e evoluções regulamentárias que

aconteceram ao longo do tempo. Entre as mais notáveis estão: a *Tax Reform Act* de 1986 (TRA), o *IRS private letter ruling on the Taubman Centers Inc. initial public offering* (IPO) em 1992, o *Omnibus Budget and Reconciliation Act* de 1993 (OBRA), e o *REIT Modernization Act* de 1999 (RMA).

A TRA foi importante para o setor, pois permitiu que os REITs passassem a ser geridos internamente, ou seja, que não precisassem mais ser geridos obrigatoriamente por uma empresa externa (como ocorre no caso dos FIs). Também permitiu a integração vertical e eliminou os benefícios fiscais das sociedades de responsabilidade limitada imobiliárias, tornando os Real Estate Investment Trusts mais atraentes frente a veículos imobiliários concorrentes.

A IPO e a OBRA foram importantes, pois trouxeram um novo modelo de parceria e flexibilizaram regras de propriedade, contribuindo para que houvesse um maior fluxo de imóveis e capital para os REITs. Já o RMA reduziu a distribuição mínima de rendimentos de 95% para 90%, além de permitir a criação de REITs filiais tributáveis 100% detidos pelos REITs originais, através dos quais a empresa poderia prestar mais serviços aos seus inquilinos.

Na leitura dos autores do artigo “An Overview of Equity Real Estate Investment Trusts (REITs): 1993-2009” essas mudanças permitiram que os REITs fizessem a transição de portfólios passivos de ativos imobiliários para corporações de gestão ativa com maior acesso ao capital de investidores. No período que se seguiu a essas mudanças, a capitalização total de mercado dos REITs cresceu de US\$40 bilhões em 1993 para US\$1,27 trilhões em 2022, um crescimento superior a 30x em pouco menos de 30 anos.

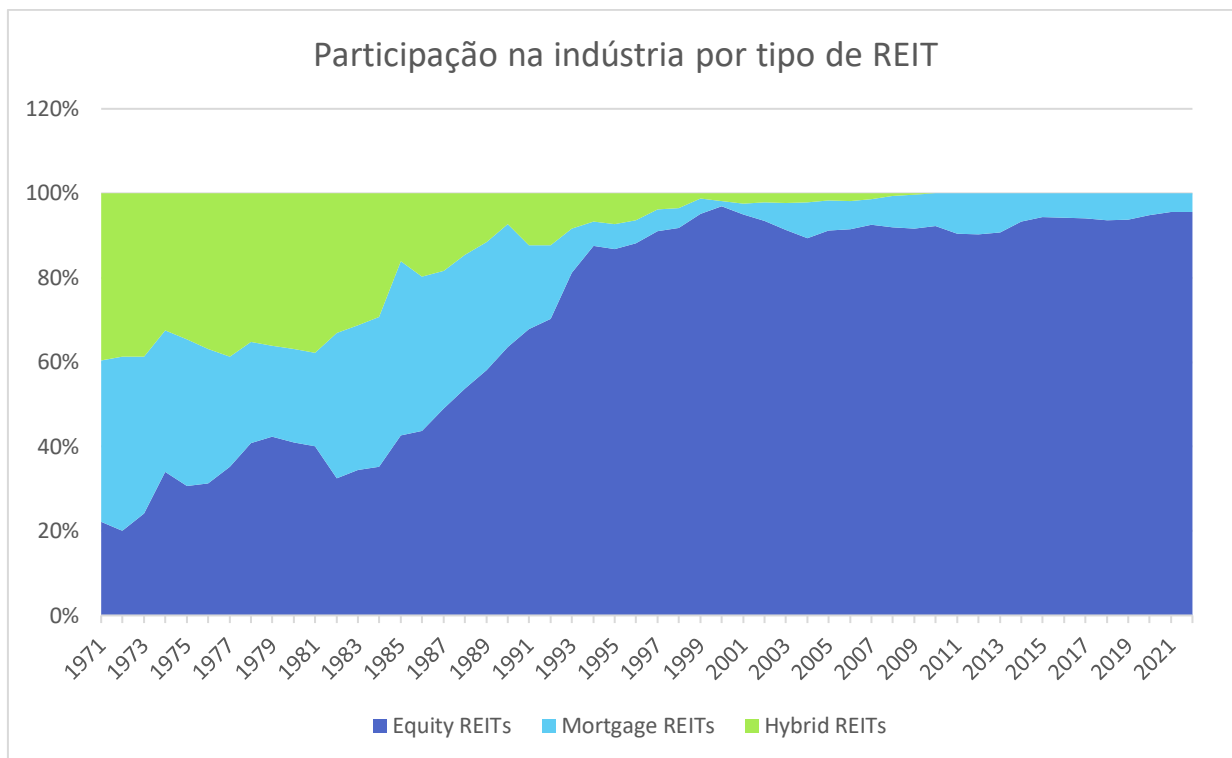
5.2. EVOLUÇÃO DO MERCADO NO TEMPO

Como vimos anteriormente, o mercado de REITs apenas ganhou tração na década de 90, quando após uma série de reformas na sua legislação o mercado cresceu mais de 30x em um período de poucas décadas, se transformando num mercado trilionário. Veremos também que nesse tempo não foi apenas o tamanho do mercado que mudou, pois passou por alterações na sua composição também, já que

as principais categorias de REITs e os ativos mais investidos pelas empresas do setor também mudaram ao longo do tempo.

Inicialmente vale destacar que, segundo dados da NAREIT do segundo trimestre de 2023, REITs atualmente possuem mais de US\$4,5 trilhões em ativos brutos e distribuíram em dividendos, apenas em 2021, US\$92,3 bilhões. Além disso, 535.000 propriedades são de posse de algum REIT apenas nos EUA (eles também podem investir em propriedades fora dos Estados Unidos), REITs contribuem atualmente direta ou indiretamente para aproximadamente 3,2 milhões de empregos em território americano e cerca de 150 milhões de americanos (aproximadamente 45% da população) tem investimentos em REITs, seja possuindo as ações diretamente ou estando investidos em fundos de investimento e de pensão que possuem parte do seu capital em REITs. Também temos que mais de 1 milhão de casas em território americano são financiadas por REITs de *mortgage*, ou seja, aqueles que investem em títulos de dívida de financiamentos imobiliários. Podemos concluir, portanto, que os REITs hoje possuem tal tamanho e capilaridade dentro da economia americana que hoje já se tornaram vitais na vida cotidiana dos americanos e até mesmo são capazes de impactar significativamente na evolução do PIB dos Estados Unidos e de mudar qualidade de vida da sua população, assim como, evidentemente, influenciar a dinâmica do setor imobiliário.

Quando analisamos a evolução dos principais índices do mercado de REITs e sua composição setorial, percebemos que nos Estados Unidos os *Equity* REITs (com portfólios compostos de imóveis, de modo similar aos FIIs de “tijolos”) com o tempo passaram a absorver quase todo o mercado, no mesmo período em que *Mortgage* REITs (com portfólios similares aos FIIs de “papel”) foram se tornando uma fração cada vez menor do mesmo. Essa evolução histórica pode ser observada pelos padrões comportamentais do gráfico abaixo, que ilustra a fatia de mercado de cada um desses dois tipos de REIT ao longo do tempo, assim como os REITs híbridos, cujo índice de registro foi extinto em 2010. Para fazer essa análise foi usada a evolução histórica da composição do índice FTSE Nareit Real Estate Index:



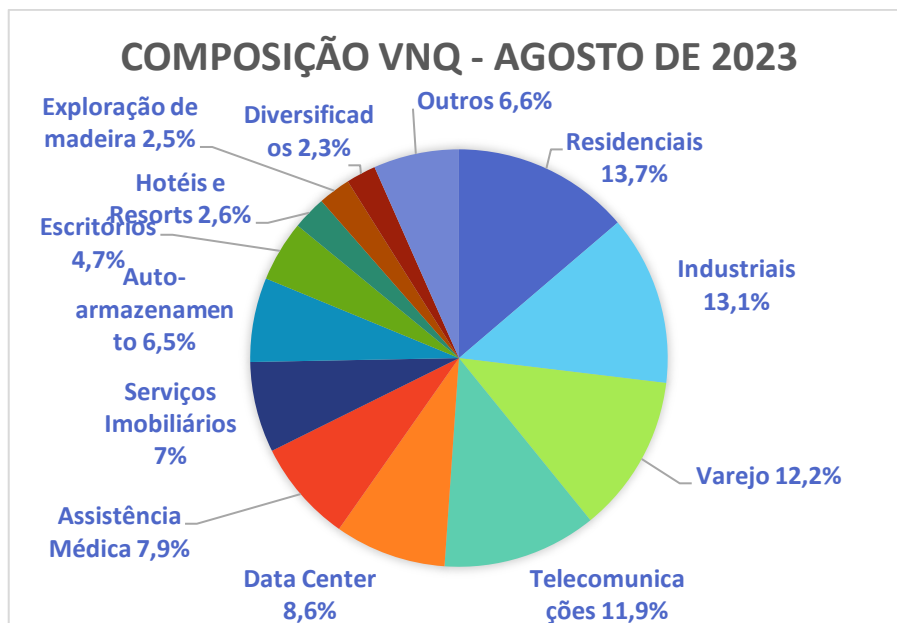
É possível perceber que o mercado começou dominado por REITs de hipotecas e pelos ativos de portfólio híbrido, mas a importância relativa de ambos decaiu ao longo do tempo, abrindo espaço para que os *Equity* REITs assumissem quase todo o mercado. Nota-se isso pelo fato de que em 1972 estes representavam apenas 20% do índice, enquanto que ao fim de 2022 eles já representavam aproximadamente 96% de toda a capitalização de mercado. Enquanto isso, embora a capitalização total dos *Mortgage* REITs tenha crescido de aproximadamente US\$775 milhões para quase US\$56 bilhões no mesmo período, eles perderam importância relativa, pois representavam 41% de todo o mercado em 1972, mas atualmente ocupam uma fatia de apenas 4% do mesmo. Já os REITs híbridos, que constituíam 40% do mercado em 1971, também perderam importância até que em 2010 se tornaram tão pequenos frente ao tamanho do mercado que o índice de REITs híbridos foi descontinuado.

6. DIFERENÇAS ENTRE MERCADOS

6.1. COMPOSIÇÃO

Conforme foi visto no último gráfico da seção 5.2 deste trabalho, entre 2008 e 2023 a participação dos fundos imobiliários de financiamento de dívidas na composição do principal índice do mercado de FIIs (o IFIX) subiu de 5% para 42%. No mercado americano, vimos o oposto: o gráfico da seção 7.2 nos mostra que, segundo dados da NAREIT, a parcela da capitalização de mercado dos REITs que financiam dívidas caiu de cerca de 40% para menos de 5% entre 1971 e 2022. Ademais, REITs híbridos, que também possuíam dívidas dentro do seu balanço de ativos, representavam aproximadamente 40% da capitalização total de mercado em 1971, mas de 2010 em diante viram seu índice ser descontinuado dado o quão pequeno era o seu tamanho frente ao mercado como um todo. Essa é a primeira diferença importante que podemos perceber.

Além disso, quando analisamos o principal ETF representativo do mercado de *equity* REITs, o VNQ, que segue o índice MSCI US IMI Real Estate 25/50 Index ajustado para ter uma posição de 2% em caixa, podemos ver que dentre os REITs que investem diretamente em ativos imobiliários há uma variedade maior de setores em relação ao mercado brasileiro, contando inclusive com a presença de setores diretamente ligados a mudanças tecnológicas. O gráfico abaixo ilustra como estava composto o mercado de REITs de “tijolos” segundo o índice presente em VNQ, no fim de agosto de 2023:



Chama atenção que o setor com maior participação na composição do VNQ é o residencial, praticamente inexistente no IFIX. No mercado americano existem diversas empresas com capitalizações de mercado bilionárias que são especializadas em atender a demanda dos americanos pelos mais variados tipos de residências. É o caso, por exemplo, de Sun Communities, Inc. (código SUI), REIT especializado em 3 tipos de residência: casas manufaturadas, comunidades de trailers e marinas. Naturalmente, também existem REITs residenciais mais tradicionais voltados para apartamentos e/ou casas, como AvalonBay Communities, Inc. (AVB) e American Homes 4 Rent (AMH), respectivamente.

O segundo e o terceiro setor mais participativos entre os *equity* REITs são o Industrial e o Varejo. Industrial, na denominação americana, seria o equivalente ao setor que chamamos de Logística, portanto, temos aí setores relevantes em comum entre os mercados de REITs e de FIIs. Além deles, vemos também o setor de escritórios com 4,7% de representação no VNQ, valor esse que decaiu nos últimos anos, assim como ocorreu no mercado brasileiro. Um setor que possui alguma similaridade com um que já esteve presente no mercado de FIIs é o de assistência médica, porém com uma maior variedade, dado que no mercado de REITs existem empresas detentoras de hospitais como a Medical Properties Trust (código MPW), mas também existem empresas que se especializaram em deter outros tipos de imóveis, como habitações para idosos e laboratórios de pesquisa, exemplificados pelos REITs Welltower Inc. (WELL) e Alexandria (ARE), respectivamente. No Brasil,

os FIs desse tipo se especializaram apenas em hospitais e perderam participação relativa com o tempo.

O mais importante que se pode perceber quando observamos o gráfico da composição do VNQ, entretanto, é que há alguns setores que não estão presentes no IFIX, em especial Telecomunicações e Data Center. São dois setores diretamente ligados às mudanças tecnológicas dos tempos atuais e no mercado brasileiro ainda estamos atrasados no desenvolvimento deles.

Vemos, contudo, que ao mesmo tempo que não temos o desenvolvimento de grandes FIs de tecnologia no Brasil, existem REITs desses setores que investem em imóveis fora dos EUA, inclusive no Brasil, mostrando que há espaço para fundos deste tipo no mercado nacional. A American Tower (AMT), por exemplo, é o maior REIT de telecomunicação e é proprietária de mais de 22 mil imóveis voltados para isso só no Brasil, em especial de torres e *small cells*, e está se aproveitando do impulso na demanda originado pela expansão do 5G para se expandir pelo mundo, enquanto que não existe nenhum fundo imobiliário especializado nisso no Brasil, até mesmo entre os fundos pequenos que não estão no IFIX.

O setor de Data Center, por outro lado, possui alguma representação no Brasil, através de um imóvel presente no FII híbrido Alianza Trust Renda Imobiliária (ALZR11), porém se resume apenas a este imóvel presente num fundo que não tem especialização no setor. Isso se contrasta com o fato de que os dois REITs do setor de Data Center (Equinix e Digital Realty) nos EUA possuem posição em múltiplos imóveis no Brasil, além dos EUA e outras partes do mundo. Assim, temos mais REITs americanos investindo em imóveis ligados à tecnologia no Brasil do que o próprio mercado local de fundos imobiliários, um retrato bem vívido de como os FIs ainda estão bastante atrasados em relação aos REITs no que tange a investimentos feitos nos setores menos tradicionais de *real estate*.

Outros dois setores presentes na indústria de REITs que chamam atenção por não existirem na indústria brasileira de fundos imobiliários são os setores de Auto Armazenamento e Exploração de Madeira. Contudo, ao contrário dos setores de tecnologia, a inexistência de FIs nestes setores pode estar mais associada a cultura brasileira, onde as pessoas não tem por hábito demandar instalações para armazenar

objetos que não cabem mais em casa e também existe uma menor utilização de madeira como matéria-prima para a construção de casas.

Olhando para o quadro geral, portanto, temos que por diferentes motivos há maior variedade de setores de REITs de *equity* do que de FIIs de “tijolos”. Enquanto alguns deles podem ser explicados por diferenças culturais e geográficas, outros, em especial os de tecnologia, são resultado dos diferentes estágios de desenvolvimento de cada um dos países, mas também das diferenças de desenho institucional entre as classes. Isso tem maior relevância para setores como Infraestrutura e Data Center porque imóveis dessas classes normalmente necessitam maiores reinvestimentos, algo que é difícil de ser executado de forma eficiente no mercado de fundos imobiliários, como consequência da lei que exige uma distribuição de ao menos 95% de todo o resultado.

6.2. MODELOS DE NEGÓCIO, GESTÃO E MANEIRAS DE CRESCER

Como mencionado anteriormente, Fundos Imobiliários e REITs possuem algumas importantes diferenças em termos de regras que regem seus respectivos funcionamentos e, conseqüentemente, a forma como são administrados e geridos. Os primeiros são fundos, ou seja, veículos de investimento conjunto onde os cotistas têm direito a receber os resultados dos investimentos na mesma proporção que possuem de cotas. Embora as decisões estratégicas de alocação dos recursos sejam de responsabilidade da empresa gestora (nos fundos de gestão ativa), os cotistas podem se unir em assembleia para tomar decisões contrárias, impedir decisões que gerem conflitos de interesse ou até mesmo trocar a gestão, caso estejam insatisfeitos. Já no caso dos REITs, temos empresas que possuem conselhos e diretorias. Seus investidores são acionistas minoritários com direito a receber o lucro distribuído. Isso provoca algumas diferenças entre as classes, que podem ajudar a explicar porque o mercado de REITs é muito maior e significativo que o de fundos imobiliários, para além do fato evidente de que os Estados Unidos possuem uma economia mais pujante, com um PIB cerca de 14,5x maior que o brasileiro, segundo dados de 2021.

Uma primeira importante diferença que decorre do fato de REITs e FIIs possuírem modelos de negócios divergentes é que o tipo de gestão feita em cada veículo é diferente. No mercado brasileiro, 100% dos fundos imobiliários possuem

gestão externa, enquanto que no mercado americano a gestão pode ser feita tanto externamente, quanto internamente. Segundo dados da consultoria Ernst & Young, numa pesquisa de 2017, REITs de gestão externa naquele ano representavam 13% do número total de empresas do setor e apenas 3% da capitalização total de mercado, ou seja, além de representar uma fração menor dos REITs, aqueles que tinham gestão externa, em média, tinham menor valor de mercado que os geridos internamente. Isso decorre do fato de que a gestão externa possui algumas desvantagens em relação a gestão interna, como: taxas de gestão e/ou associadas a performance, incentivos que podem ser contrários ao alinhamento entre gestão e investidores (dado que a gestão tende a receber mais proporcionalmente ao tamanho do veículo, mesmo quando o crescimento não vem acompanhado de melhor retorno para os investidores) e maiores incentivos para tomar risco.

Esses dados nos mostram, portanto, que existe uma grande preferência pela gestão interna no mercado de REITs americanos, porque as empresas que evitaram esses riscos de gestão externa entregaram maiores retornos e se consolidaram como as maiores do ramo. Outros países com mercados fortes de REITs, como os do Reino Unido, Canadá e Austrália também demonstram preferência pela gestão interna, dado que em 2017 a capitalização total de mercado dos REITs geridos internamente era de 90% ou mais em todos os mencionados. Contudo, existem alguns países em que a indústria de REITs é majoritariamente de gestão externa. Entre eles temos Espanha, Japão, México e Hong Kong, sendo que nesses últimos três também temos todos os veículos geridos externamente por força de regulamentação, da mesma forma que ocorre na indústria de Fundos Imobiliários brasileira.

Da forma como está regulamentado o mercado brasileiro hoje, portanto, o investidor que colocar seu dinheiro em cotas de FIIs vai naturalmente incorrer nos riscos e custos de uma gestão externa, o que pode afastar algumas pessoas, pode gerar retornos menos atrativos, crescimento mais lento de valor de mercado e pode incorrer em emissões e crescimento de portfólio que não gerem tanto valor ao cotista quando comparamos com os REITs de gestão interna. Entretanto, temos exemplos de outros países desenvolvidos mostrando que é possível ter uma indústria de investimentos em *real estate* com veículos geridos externamente. Apesar disso, é necessário reconhecer que o fato de os REITs americanos poderem ser geridos em ambas as modalidades confere uma maior flexibilidade de gestão e dá poder de

escolha aos investidores, o que é um ponto favorável ao seu crescimento, em detrimento do modelo vigente no Brasil.

A maior flexibilidade dos REITs em relação aos FIs não se resume apenas ao modelo de gestão, contudo. Outras características como a porcentagem de distribuição obrigatória de resultados, permissões para investir (ou não) no exterior, regras de alavancagem e possibilidades de novas emissões também são mais flexíveis e dão maior poder de escolha aos gestores de portfólio imobiliário dos REITs em relação aos dos fundos imobiliários.

Quanto a porcentagem de distribuição obrigatória de resultados, enquanto que nos Fundos Imobiliários 95% do resultado semestral tem que ser distribuído dentro do semestre, dando pouca capacidade aos gestores de fazer caixa utilizando os resultados, na regulamentação dos REITs eles apenas precisam distribuir 90% do resultado tributável anual, o que permite maior capacidade de retenção de caixa com os 5% adicionais e com a parte do resultado que não está sujeita a tributação. Assim, vemos REITs com *payouts* (porcentagem do lucro líquido de uma empresa distribuído aos acionistas) significativamente mais baixos, enquanto que os FIs são obrigados a ter ao menos 95% de *payout*.

É normal, portanto, vemos muitos REITs com *payouts* entre 60-80%, mas existem casos mais radicais como o de Equinix, REIT de Data Center, que até o terceiro trimestre de 2023 possuía um *payout* de apenas 42,8%. Isso gera maior capacidade de retenção de caixa para a compra e/ou manutenção de imóveis, permitindo um crescimento mais rápido do portfólio sem necessidade de emitir capital ou dívidas e, caso os investimentos com o caixa sejam bem feitos, isso permite gerar maior valor no longo prazo. É importante mencionar, contudo, que, apesar da regra dos 95%, os FIs podem aprovar em assembleia uma diminuição da distribuição, mas isso normalmente só é feito em casos de necessidade, quando o fundo está com problemas de caixa e precisa pagar dívidas, como vimos acontecer em 2023 com o RELG11, por exemplo.

Outra importante distinção regulatória entre os Fundos Imobiliários e os REITs é que os primeiros não são permitidos por legislação a investir em imóveis no exterior, tendo seu território de investimento, portanto, limitado apenas ao Brasil. Já os REITs americanos têm permissão para investir no mundo todo, o que permite não apenas

uma maior diversificação regional nos investimentos, como também se aproveitar de diferentes ciclos imobiliários, taxas de juros e momentos econômicos para gerar retorno aos seus investidores. Em 2022, por exemplo, REITs como Realty Income (varejo) e American Tower (infraestrutura) investiram bilhões de dólares na expansão do seu portfólio na Europa aproveitando que o “velho continente” estava mais atrasado em relação aos Estados Unidos no ciclo de aumento das taxas de juros, o que permitiu a emissão de dívidas em euro a taxas de juros mais baixas do que se elas fossem emitidas em dólares naquele momento.

Como mencionado no parágrafo anterior, REITs podem não só comprar imóveis no exterior, como emitir dívidas em outras moedas, o que leva a outra importante diferença entre eles e os FIs. De acordo com a legislação vigente, fundos imobiliários não deveriam poder contrair dívidas para financiar suas aquisições. Todavia, o que muitos gestores tem feito é emitir um Certificado de Recebível Imobiliário (CRI) atrelado na matrícula do imóvel, usando-o como garantia. Assim, muitos gestores conseguiram “driblar” a legislação para se aproveitar dos benefícios gerados pela utilização de alavancagem financeira. Outra forma de se aproveitar dos benefícios da alavancagem tem sido fazer compras de imóveis negociadas a prazo, onde o fundo assume a obrigação de pagar parte do imóvel num período posterior, possibilitando, portanto, a compra de imóveis em períodos em que não for possível fazer emissões, na expectativa de que emissões futuras sejam capazes de bancar os pagamentos planejados.

Ainda assim, o tema não é tão avançado como nos Estados Unidos, onde a alavancagem é vista com normalidade e está presente em maior ou menor grau em qualquer REIT. Ademais, como podem emitir dívidas, eles possuem notas de crédito e aqueles com menor risco percebido pelas Agências de Risco, como Moody's, Fitch e Standard & Poor's conseguem emitir títulos a taxas de juros baixas e, muitas vezes, sem precisar colocar imóveis como garantia. É o caso, por exemplo, do REIT de varejo Realty Income (código “O”), no qual 94% das suas dívidas eram não seguradas no fim de 2022, ou seja, não possuíam nenhum imóvel em garantia.

É importante ratificar, entretanto, que a emissão de dívidas embora possa ser um importante instrumento para acelerar o crescimento de portfólios e incrementar o retorno dos investidores, ela também eleva o risco dos empreendimentos. Por esse motivo, embora os REITs tenham potencial para gerar maior valor, eles também

possuem, em média, maior risco. A volatilidade anual do IFIX, por exemplo, desde o seu início em 2012 até novembro de 2023 é de 8,2% , enquanto que o VNQ, principal ETF representativo do mercado de REITs, teve volatilidade de aproximadamente 17,3% ao ano ao longo dos últimos 10 anos finalizados em novembro de 2023.

Apesar do menor risco, temos exemplos em ambos os mercados de empresas e fundos que tiveram problemas com alavancagens que geraram destruição de valor para seus investidores. No mercado de REITs isso já seria esperado, porém nos últimos anos vimos alguns fundos de “tijolos” que se aproveitaram da brecha regulatória, como RELG11 e XPPR11, perderem grande valor de mercado em decorrência de problemas com o pagamento de suas dívidas.

O XPPR11, por exemplo, já viu sua cota cair mais de 82% entre o valor da primeira emissão e o da cota no dia 17 de novembro de 2023, além de ver a sua distribuição de dividendos cair para apenas R\$0,10 por cota, sendo que já chegou a atingir R\$0,93 no seu período de maior distribuição. Mesmo o valor do laudo de avaliação patrimonial do portfólio mostra a deterioração de valor: como os imóveis comprados não conseguiram gerar valor, enquanto o saldo devedor de suas dívidas crescia, dado que foram estruturadas com carência de amortização, o valor patrimonial por cota do fundo foi decaindo ao longo do tempo, passando de R\$96,31 no seu início a apenas R\$69,55 em setembro de 2023.

O RELG11, por outro lado, chegou ao ponto de aprovar em assembleia o não-pagamento de dividendos aos cotistas enquanto o fundo não fosse capaz de arcar com suas dívidas, logo temos que nesse caso os dividendos pagos aos cotistas chegaram a zerar, em decorrência de problemas com alavancagem. Esses e mais outros casos levantaram muitas críticas entre os investidores, que entre outros argumentos afirmam que gestores tem incentivos a se alavancar para gerar maiores retornos na forma de dividendos no curto prazo, permitindo que os preços das cotas se elevem para que eles realizem novas emissões de cotas, aumentando a base em cima da qual eles ganhariam taxa de administração. Essa argumentação possui relação direta com as desvantagens comentadas anteriormente de possuir uma gestão externa, que pode gerar conflitos de interesses.

Tanto REITs quanto Fundos Imobiliários podem crescer emitindo dívidas, embora a legislação restrinja essa capacidade no caso brasileiro. Outra forma pela

qual os dois podem aumentar sua base é através da emissão de capital. No mercado americano isso é feito através das emissões de ações, feitas através de ofertas ATM (“*At the market*”), em que o REIT disponibiliza novas ações no mercado e eles são obrigados a informar quantas ações foram vendidas e o preço apenas nos informes de resultados apresentados ao fim do trimestre. Por um lado, isso levanta um questionamento quanto a transparência dessas transações, mas por outro isso dá maior liberdade para os gestores/conselheiros da empresa para realizarem emissões, mesmo em momentos ruins de mercado, evitando reações negativas mais fortes do mercado em meio a preocupações de diluição.

Já no caso dos Fundos Imobiliários, a emissão de capital sempre depende da realização de uma Oferta Pública, que precisa ser disponibilizada aos cotistas atuais do fundo e também pode ser oferecida para os que ainda não são cotistas, a depender da decisão do gestor e do regulamento do fundo. Dessa forma, a capacidade que os gestores tem de realizar emissões de capital novo fica à mercê da vontade dos investidores. Como é comum no mercado utilizar como referência para novas emissões o valor patrimonial atual do fundo, para evitar diluições de capital, normalmente as ofertas precisam ser realizadas em valor maior ou igual ao valor do patrimônio por cota atual para que a base de cotistas opte por aderir a ela. Assim, em momentos de mercado de baixa, com taxas de juros elevadas, os fundos imobiliários tem muita dificuldade de crescer, como fica claro quando olhamos o gráfico da página 13 que mostra a desaceleração do ritmo de novas emissões em 2022 e 2023, além do período de poucas emissões vivido durante a crise de 2015 e 2016. Isso acontece porque nesses períodos as cotas de grande parte dos FIs passam a ser negociadas com valores de mercado abaixo do valor patrimonial, inviabilizando novas ofertas que não tenham efeito diluidor.

É verdade, todavia, que para os REITs também se torna menos vantajoso realizar novas emissões de capital em momentos de juros elevados e mercados de baixa, pois com a redução do preço das ações negociadas em bolsa, o valor das potenciais novas emissões também se torna menor, o que acarreta num custo de capital próprio mais elevado. Assim, gerar valor torna-se mais difícil. Entretanto, se o conselho de administração ou a empresa administradora considerar o investimento válido, ela possui a liberdade para tal, mesmo num mercado de baixa, sem depender do humor dos seus investidores. Dessa forma, vemos um mercado ativo de compras

em muitos REITs mesmo em meio a cotações depreciadas. Isso acontece porque mesmo com custo de captação de capital maior, nesses momentos as compras também tendem a acontecer a preços mais baratos, podendo gerar maiores retornos no longo prazo.

Vimos casos recentes no mercado americano que exemplificam essa lógica. Tivemos, por exemplo, a compra de Spirit Realty Capital Inc. por Realty Income. Apesar de Realty Income estar perto da sua cotação mínima nos últimos 5 anos no momento da compra, como Spirit Realty possuía um desconto ainda maior na sua cotação e *cap rates* implícitos de mercado ainda mais elevados, na visão da gestão a compra geraria valor e, portanto, fizeram a aquisição através de emissão de capital com a utilização de operações ATM.

Se Realty Income fosse um fundo imobiliário, para realizar essa mesma aquisição ela precisaria convencer seus cotistas a aderirem a uma oferta pública de US\$9,3 bilhões por um preço abaixo do seu valor patrimonial, o que é complexo porque vai contra as práticas comuns do mercado de fundos imobiliários e poderia gerar atrito com a base de cotistas. Ademais, se Spirit Realty Income também fosse um fundo imobiliário, a sua venda para Realty Income e a posterior troca de cotas de Spirit por Realty Income precisariam também ser aprovadas em assembleia pelos cotistas.

Outra forma pela qual a aquisição poderia ser realizada seria através de convocação de assembleias em ambos os fundos hipotéticos para que houvesse a consolidação de ambos dentro do Realty Income. Essa situação hipotética seria similar ao que vimos na incorporação dos imóveis do fundo GTLG11 ao portfólio do HGLG11, onde os cotistas do GTLG11 aprovaram a incorporação e receberam em troca cotas de HGLG11. Embora esse tipo de transação também seja possível em momentos de mercado de baixa, é visivelmente mais burocrático do que o processo no mercado americano, onde os responsáveis pela gestão de cada portfólio têm maior liberdade de atuação.

Apesar das características dos REITs, possibilitadas pela sua legislação mais flexível, serem mais favoráveis ao crescimento, dadas as diferentes alternativas possíveis e a menor burocracia, é importante recordar que o mercado de fundos imobiliários é relativamente novo e a capitalização de mercado e o número de

investidores vem numa trajetória ascendente rápida nos últimos anos. Ademais, com o amadurecimento e crescimento do portfólio dos fundos, vemos cada vez mais fundos se beneficiando de ganhos de escala e da capacidade de gerar ganhos não-recorrentes de forma recorrente através da reciclagem de ativos. Essas características juntas permitem tornar os gastos administrativos e de gestão mais eficientes e aumentar as distribuições dos referidos veículos.

Esse amadurecimento dos portfólios faz parte das características daquilo que o analista CNPI de Fundos Imobiliários da Suno Research, Marcos Baroni (conhecido como “Professor Baroni”), chama de “terceira geração dos fundos imobiliários”. Na visão dele a indústria de FIs passa por um processo de evolução desde a sua concepção e se mostra cada vez mais flexível e adequada ao perfil de investimentos de mais pessoas. Para ele, a indústria está passando por uma transição, onde está saindo da sua segunda geração e entrando na terceira.

A primeira geração seria marcada pelos fundos de gestão mais passiva, voltados para gerir um único imóvel ou um pequeno portfólio imutável de imóveis. Essa geração, segundo ele, era mais concentrada e restritiva. Apesar desse modelo já não ser mais o padrão atual e responder por apenas uma pequena parcela do mercado, ainda há dezenas de fundos de gestão passiva na B3 e há um público de investidores que gostam do modelo.

A segunda geração, portanto, seria ainda a atual. Marcada por fundos de gestão ativa que buscam crescer e dão liberdade para o gestor trabalhar o portfólio, desde que de maneira adequada às regras definidas no Regulamento. São esses fundos que passaram a crescer através de sucessivas emissões e também através de emissões de dívidas atreladas aos imóveis ou pagamentos a prazo. Contudo, nessa geração a maioria dos fundos ainda estão restritos a investir em classes específicas de ativos imobiliários.

A terceira geração já passa a ser algo projetado pela opinião e visão do Marcos Baroni para o futuro do mercado, embasado em alguns movimentos já vistos na indústria atual. Na visão dele, essa geração será marcada pela maior flexibilidade de estratégias. Exemplo disso está no surgimento de cada vez mais fundos com estratégia híbrida, ou seja, que não se restringem a investir em um único setor. Vemos também Hedge Funds aparecendo no mercado, como VGHF11, MCHF11, JSAF11 e

KNHF11, que investem em CRIs, cotas de FIs, ações de empresas imobiliárias e que também podem, por regulamento, ter imóveis diretamente. Para ele, essas estratégias devem ganhar cada vez mais espaço no mercado, pois dão mais liberdade para que os gestores invistam pensando em diferentes setores, riscos e momentos de ciclo de cada mercado imobiliário. Isso conferiria maiores oportunidades de retorno, ao menos para os fundos bem geridos e reduziria riscos intrínsecos e direcionais de cada um deles. Assim, o fator gestão passaria a ser cada vez mais importante para um fundo imobiliário gerar retorno ao investidor.

Outro ponto que ele menciona sobre a terceira geração é que a tendência seria de em algum momento a indústria passar por uma consolidação de mercado, passando a se concentrar em um número menor de ativos, com estratégias mais flexíveis. A incorporação recente de alguns FIs menores por outros maiores pode ser um exemplo de movimentos nesse sentido, como o GTLG11 e o MGCR11 sendo incorporados pelos HGLG11 e VGHF11, respectivamente. Esse movimento seria inclusive similar àquele pelo qual já passam os REITs, que hoje estão em um número menor do que em 2014, embora a capitalização de mercado tenha continuado crescendo.

Podemos dizer que, confirmando essa passagem para a terceira geração, a indústria de Fundos Imobiliários se aproximaria mais da de REITs. Nela, vemos que entre os maiores da indústria temos empresas como Realty Income e W.P. Carey que investem em múltiplos setores, embora o primeiro seja mais focado no varejo. Além disso, é comum que haja compras de REITs menores por maiores, levando a uma consolidação cada vez maior em algumas poucas empresas com dezenas de milhares de propriedades. Esse é o caso de algumas aquisições e fusões recentes, como a união entre Realty Income e VEREIT, dois REITs com foco em varejo, ou a compra de CoreSite (Data Center) por American Tower (focado em Infraestrutura). Vemos, portanto, que embora o arcabouço legal dos Fundos Imobiliários ainda seja muito menos flexível do que no caso da sua contraparte americana, a indústria tem conseguido se recriar ao longo do tempo, dentro dos limites da legislação, para crescer, se consolidar e atrair mais investidores.

Cabe mencionar, entretanto, que mudanças regulatórias que concedam maior flexibilidade de distribuição e crescimento aos fundos imobiliários seriam outro passo importante nessa direção, que ainda não foi dado. Embora hoje os fundos sejam

capazes de comprar novos imóveis com a utilização de instrumentos de dívida, também seria importante que a legislação mudasse para permitir de maneira institucional que alavancagens ocorram, inclusive possibilitando novas formas de dívida, que não precisem estar atreladas na matrícula do imóvel. Isso conferiria maior flexibilidade aos gestores de fundos imobiliários e, a depender da qualidade de crédito de cada FII, poderíamos ver desenvolvimentos de instrumentos de dívidas com menor custo de capital ou com garantias que pudessem ser diferentes dos imóveis propriamente ditos.

Ademais, os FIIs também seguem sofrendo com os problemas decorrentes de conflitos de interesse, como consequência do fato de serem geridos externamente. Mudanças regulamentares que permitissem que alguns FIIs pudessem escolher ter um perfil de gestão mais parecido com o de uma empresa poderiam mudar isso. Tal evolução também poderia gerar incentivos para que grandes empresas consolidadas e com capital aberto em bolsa de *Properties* decidissem virar FIIs, algo que acontece com frequência no mercado americano. No Brasil apenas costumamos ver essas empresas se envolverem no universo de fundos imobiliários para vender imóveis que elas já não desejem mais ter em seus portfólios.

É importante lembrar que os próprios REITs precisaram passar por mudanças na regulamentação para se tornarem o que são hoje. Assim, o Brasil poderia tomar de exemplo o sucesso das transformações resultantes das regulamentações mencionadas anteriormente (TRA, IPO, OBRA e RMA) no mercado de REITs que surgiram entre o final dos anos 80 e início dos anos 90 e tentar buscar mudanças similares, que flexibilizem o mandato dos fundos imobiliários. Mudanças na regulação dos FIIs poderiam ser uma importante ajuda dada pelos políticos para que esse processo de amadurecimento se consolide e resulte em fundos maiores e mais eficientes.

Embora o amadurecimento do mercado de fundos imobiliários o tenha aproximado um pouco mais do modelo americano de REITs, é importante frisar que, além das diferenças de legislação e regulamentação, também há uma diferença de perfil entre os investidores brasileiros e americanos. Como visto anteriormente, o mercado de FIIs é dominado por pessoas físicas residentes no Brasil. Ao contrário do que ocorre na cultura americana, no Brasil a cultura de investimento em ações não é tão forte quanto nos Estados Unidos. Segundo dados da ANBIMA, ao fim de 2022

apenas 2% da população brasileira investia em ações na bolsa de valores, enquanto que a empresa de pesquisa de opinião, Gallup, estimava que no fim do mesmo ano cerca de 58% dos americanos possuíam algum tipo de aplicação em ações.

Possuir ações de empresas e lidar com a volatilidade desse tipo de investimentos são coisas com as quais a maioria dos americanos já estão acostumados e faz parte da sua cultura de investimentos. No Brasil, pelo contrário, poucos investidores possuem ações e a maioria costuma possuir apenas renda fixa, que historicamente pagou bem àqueles que deixaram seu dinheiro aplicado. Assim, os fundos imobiliários foram desenvolvidos para serem veículos mais seguros de investimento, com menor volatilidade. Esse objetivo foi atingido com sucesso, pois, como vimos anteriormente, a volatilidade do IFIX é significativamente menor que a do VNQ. Regras como a da distribuição obrigatória de pelo menos 95% do resultado e a proibição da emissão de dívidas contribuem para isso, embora esta última já tenha sido flexibilizada e, inclusive, conte com alguns exemplos de fundos que tiveram problemas com dívidas que levaram a grandes perdas de capital dos seus investidores.

Todos estes fatores precisam ser levados em consideração quando analisamos os caminhos pelos quais o mercado de fundos imobiliários pode evoluir institucionalmente. Dar maior flexibilidade aos gestores e/ou possibilitar que fundos imobiliários se pareçam mais com empresas pode permitir que seus portfólios e respectivos valores de mercado cresçam mais rápido, mas também incorreriam em um risco maior. É importante saber se o investidor de FIs gostaria de investir caso o risco intrínseco do veículo crescesse ou se isso poderia afastá-lo, dado que o mercado só pode crescer se os cotistas estiverem satisfeitos.

7. CONCLUSÃO

Vimos ao longo do estudo que o mercado de fundos imobiliários ainda está bastante distante do de REITs em alguns pontos importantes. Entre eles, estão: tamanho, consolidação, diversificação e legislação.

Apesar de ter passado por um crescimento exponencial na sua capitalização total de mercado e do número de investidores em FIs ter aumentado em mais de 10x somente nos últimos 5 anos, o mercado brasileiro ainda está distante do americano, dado que os REITs têm valor total de mercado acima de US\$1 trilhão, superando em mais de 50x o tamanho do mercado de fundos imobiliários. Isso ilustra como, apesar da economia brasileira ser significativamente menor que a americana, existe espaço para que o mercado de FIs feche parte desse *gap* através de mais crescimento.

Outro ponto que foi analisado ao longo desse estudo é o processo de consolidação de ambos os mercados. No mercado de FIs temos visto recentemente casos de fusões e aquisições de um fundo por outro, porém ainda temos como padrão a existência de diversos fundos de variados tamanhos investindo nos mesmos setores e competindo entre si. Enquanto isso, nos EUA, desde 2014 o número de REITs não cresce (na verdade, diminui), embora o mercado tenha seguido crescendo em capitalização e número de propriedades detidas. O que ocorre é que, nos Estados Unidos, empresas menores têm sido adquiridas ou estão sendo fundidas com outras maiores, processo que vem gerando ganhos de escala e de sinergia entre portfólios de diferentes REITs. Esse processo no Brasil ainda está “engatinhando”, com alguns poucos exemplos recentes de eventos similares ocorrendo.

No que tange à diversificação, temos que os REITs investem numa maior variedade de setores que os FIs, pois não se concentram apenas naqueles tradicionais de *real estate*. Além do fato do setor residencial ser muito pouco representativo entre os fundos imobiliários (estando praticamente apenas presente no financiamento de dívidas através de CRIs presentes nos fundos de “papel”), setores de imóveis diretamente ligados a novas tecnologias, como Torres de Celular e Data Centers, são quase inexistentes dentro de fundos brasileiros, enquanto que são parte relevante do mercado de REITs, sendo representados até mesmo por algumas das maiores empresas de todo o ramo imobiliário mundial. American Tower (focado em Torres de Celular) e Equinix (Data Centers) são dois dos maiores REITs do mundo,

por exemplo. Inclusive, ambas as empresas possuem posição em múltiplas propriedades no Brasil, o que nos mostra que existe espaço para esses imóveis no mercado nacional, embora eles ainda não tenham sido explorados pelos FIIs.

Há que se mencionar que, em contrapartida, o mercado brasileiro conseguiu ser mais eficiente em desenvolver fundos voltados para o financiamento de dívidas. Enquanto nos Estados Unidos os *Mortgage* REITs não conseguiram se desenvolver na mesma velocidade que os *Equity* REITs, os fundos de “papel” foram ganhando maior espaço no mercado do Brasil com o tempo. Isso ocorre porque esses fundos entregam a inflação de forma mais célere e recorrente do que os fundos de “tijolos”, resultando em pagamentos maiores de dividendos, o que atrai muitos investidores brasileiros. O fato de o perfil de investimento desses fundos também ser mais parecido com o de uma renda fixa também colabora. Outro fator interessante é que eles entregaram, em média, retorno positivo aos cotistas ao longo do tempo, enquanto que no mercado de REITs vimos muitas empresas de *Mortgage* tendo problemas, principalmente em períodos de crise, o que levou muitos investidores americanos a se afastarem desse tipo de investimento. Podemos concluir, portanto, que embora o mercado americano possa ser um exemplo a ser seguido em termos de uma busca por maior diversificação setorial, o mercado brasileiro pode ser considerado um *case* de sucesso para o desenvolvimento de negócios atrelados ao financiamento de dívidas imobiliárias.

Com relação a legislação, exploramos o tema ao longo do estudo e mostramos que os fundos imobiliários poderiam se beneficiar de algumas flexibilizações regulatórias pelas quais passaram os REITs há algumas décadas. Ter maior flexibilidade para emitir capital próprio ou dívidas poderia permitir que o mercado crescesse mesmo em momentos de “pouco apetite” dos investidores. Além disso, maior capacidade de retenção de resultados e de fazer reinvestimentos poderiam facilitar a gestão do caixa, possibilitar mais aquisições e viabilizar que setores de tecnologia possam existir de modo eficiente dentro da estrutura de fundos imobiliários.

O modelo de gestão, atualmente externa para todos os FIIs por força da regulamentação, também pode ser questionado dentro desse processo. Podemos concluir isso, pois vimos que os investidores do mercado americano se beneficiaram do fato de terem poder de escolha do tipo de gestão e também porque ficou

empiricamente comprovado que, na maioria dos casos, eles optaram por uma gestão internalizada ao REIT, para evitar conflitos de interesses.

Diante do exposto, podemos concluir que a indústria de fundos imobiliários, apesar de estar se adaptando gradualmente e passar por um rápido crescimento no número de investidores e propriedades detidas, ainda poderia se beneficiar de mudanças regulatórias que tornassem sua estrutura mais eficiente. Contudo, essas flexibilizações precisam ser feitas respeitando o perfil do investidor brasileiro, tradicionalmente mais avesso ao risco do que o investidor americano, culturalmente acostumado a investir em bolsa. Para isso, precisa existir uma comunicação eficiente entre gestores de fundos, investidores e legisladores, para que possam ser gradualmente desenvolvidas mudanças regulatórias que conversem com os desejos e necessidades de cada um dos participantes do mercado, sem inviabilizar sua estrutura e nem descaracterizar a classe.

8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

BORGES, Gustavo Gonzaga. **A evolução do mercado de fundos imobiliários**. PUC-Rio, Rio de Janeiro, 2014.

HENRIQUE, Marcelo Rabelo. et. al. **O comportamento das empresas do setor imobiliário brasileiro para momentos de instabilidade econômica**. CGE, vol. 10, Rio de Janeiro, 2022.

CAMPOS, Mario Andrey Levy Santos. **Influência do cenário macroeconômico no crescimento dos fundos de investimentos imobiliários**. Centro Universitário IBMEC, Rio de Janeiro, 2020.

FENG, Zhilan; SIRMANS, C. F.; PRICE, S. McKay. **An Overview of Equity Real Estate Investment Trusts (REITs): 1993-2009**. Journal of Real Estate Literature, Março de 2011.

SPEISKI, Luisa Albuquerque. **Uma análise da indústria dos Fundos Imobiliários no Brasil**. PUC-Rio, Rio de Janeiro, 2023.

BRASIL. Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro); e dá outras providências.

BRASIL. Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999. Altera a legislação do Imposto sobre a Renda, relativamente à tributação dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos rendimentos auferidos em aplicação ou operação financeira de renda fixa ou variável; e dá outras providências.

BRASIL. Lei nº 12.024, de 27 de agosto de 2009. Dá nova redação aos arts. 4º, 5º e 8º da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, que tratam de patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias; dispõe sobre o tratamento tributário a ser dado às receitas mensais auferidas pelas empresas construtoras nos contratos de construção de moradias firmados dentro do Programa Minha Casa, Minha Vida – PMCMV; e dá outras providências.

BRASIL. Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais; e dá outras providências.

BRASIL. Instrução CVM 472, de 31 de outubro de 2008. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII.

BRASIL. Instrução CVM 571, de 25 de novembro de 2015. Altera dispositivos da Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, e da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

COLLIERS. **Market Overview 1T 2018**. 11 de dezembro de 2018.

COLLIERS. **Market Overview 1T 2023**. 15 de maio de 2023.

CLUBE FII. **Panorama de Mercado Research Clube FII**. 15 de junho de 2023.

B3. **Boletim Mensal Fundos Imobiliários (FIIs)**. Maio de 2023.

ERNST & YOUNG. **Internal vs. External management structures**. 2017.

EQUINIX. **Equinix Reports Third-Quarter 2023 Results**. 2023.

REALTY INCOME. **Realty Income Investor Presentation Q2, 2023**. Agosto 2023.

MANTONE, Joe; YEATTS, Tom. **Rising REIT ATM issuance raises questions about public disclosure**. S&P Global, abril de 2019

HOWTON, Shawn D.; HOWTON, Shelly W.; SCHEICK, Benjamin. **Financial Flexibility and Investment: Evidence from REIT At-the-Market (ATM) Equity Offerings**. Real Estate Economics, julho de 2017

9. BIBLIOGRAFIA DIGITAL:

B3. Portal. Disponível em: < https://www.b3.com.br/pt_br/institucional >.

Boletim Mensal Fundos Imobiliários (FIIs). **B3**. Maio, 2023. Disponível em: <<https://www.b3.com.br/data/files/62/51/E9/F5/47698810A1E6D588AC094EA8/Boletim%20FII%20-%2005M23.pdf> >

ANBIMA. Portal. Disponível em: < https://www.anbima.com.br/pt_br/index.htm >.

SUNO. Relatórios de análise da Suno: Suno FIIs e Radar FIIs. Disponível em:

< <https://www.suno.com.br/> >

CVM. Portal. Disponível em: < <https://sistemas.cvm.gov.br/> >

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/> >

NAREIT. Portal. Disponível em: < <https://www.reit.com/> >

CAPITÂNIA. **Carta aos cotistas**. Agosto de 2022. Disponível em:

< <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/exibirDocumento?id=339994> >

QUANTUM AXIS. Portal. Disponível em:

< <https://www.quantumaxis.com.br/webaxis/login.jsp> >

CLUBE FII. Portal. Disponível em: < <https://www.clubefii.com.br/> >

VANGUARD. Aba do ETF VNQ. Disponível em:

< <https://investor.vanguard.com/investment-products/etfs/profile/vnq#portfolio-composition> >.

ALREITS. Portal. Disponível em: < <https://alreits.com/> >

UQBAR. Portal. Disponível em: < <https://uqbar.com.br/> >

ABRASCE. Dados do setor. Disponível em: <<https://abrasce.com.br/numeros/setor/>>

DARONCO, João. Payout: Descubra o que é este importante índice para o investidor.

Suno, 03 abr. 2018. Disponível em: < <https://www.suno.com.br/artigos/payout/> >

EQUINIX. Investor Relations. Disponível em: < <https://investor.equinix.com/> >

REALTY INCOME. Investor Relations. Disponível em:

< <https://www.realtyincome.com/investors/> >

YAHOO FINANCE. VNQ Data. Disponível em:

< <https://finance.yahoo.com/quote/VNQ?p=VNQ> >

FUNDS EXPLORER. Portal. Disponível em: < <https://www.fundsexplorer.com.br/> >

BARONI, Marcos; CORREA, Marcos. Evolução da indústria de fundos imobiliários: onde estávamos e para onde vamos. **Infomoney**, 2 jun. 2022. Disponível em: < <https://www.infomoney.com.br/colunistas/professor-baroni/evolucao-da-industria-de-fundos-imobiliarios-onde-estavamos-e-para-onde-vamos/> >

REALTY INCOME. Press Release. Disponível em:

< <https://www.realtyincome.com/investors/press-releases/realty-income-closes-merger-verein/> >

American Tower to acquire CoreSite. **CoreSite**, 15 nov. 2021. Disponível em:

< <https://www.coresite.com/newsroom/american-tower-acquire-coresite> >

REC GESTÃO. Relatórios mensais do RELG11. Disponível em:

< <https://rec-gestao.com/fundos/relg11/> >

MCCOLL, Bill. Realty Income Buys Spirit Realty Capital for About \$9.3 Billion.

Investopedia, 30 out. 2023. Disponível em: < <https://www.investopedia.com/realty-income-buys-spirit-realty-capital-8384529> >