

## **Impact of Real Interest Rate in Brazil on Income Property Values: the Case of “Fundos de Investimento Imobiliário” (Publicly Traded Real Estate Mutual Funds) traded at the São Paulo Stock Exchange - Bovespa**

### **Impacto da Taxa de Juros Reais no Brasil no Valor dos Imóveis para Renda: o caso dos Fundos de Investimento Imobiliário negociados em Bolsa de Valores**

**Fernando Bontorim Amato, M.E.<sup>1</sup>**

<sup>1</sup> I Escola Politécnica da Universidade de São Paulo – Departamento de Construção Civil - Av. Prof. Almeida Prado, nº 83 – travessa nº 2, São Paulo, 05508-900, Brasil, [fernando.amato@poli.usp.br](mailto:fernando.amato@poli.usp.br)

**Palavras-chave:** fundo imobiliário, valor, rentabilidade, desempenho histórico, juros.

#### **ABSTRACT**

This paper analyses the impacts of reducing real interest rates of Brazilian Government bonds on value and liquidity of “*fundos imobiliários*” traded in BOVESPA (publicly traded real estate mutual funds) that were offered to small and medium investors, in order to identify if there is any change in their risk perception. Besides, it recognized differences on investors’ behavior in comparison with the paper issued in early 2005, when values of mutual funds’ shares were influenced by dividend yield. The main conclusions are: [i] investors have recognized “fundos imobiliários” as an attractive investment since first quarter of 2006; [ii] such recognition have caused an increase in shares’ values, mainly in the most liquid; [iii] the investor’s search for shares have not increased their liquidity in general.

#### **RESUMO**

O artigo analisa os impactos da redução das taxas de juros reais praticadas pelo Governo Federal no valor e na liquidez das quotas dos fundos imobiliários que foram ofertados a investidores de pequeno e médio porte e são negociadas na BOVESPA, buscando identificar se houve mudança da percepção de risco de tal veículo de investimento. Além disso, busca-se reconhecer alguma alteração do comportamento dos investidores constatado em artigo publicado no primeiro semestre de 2005, no qual os valores de transação das quotas são influenciados pela relação entre o rendimento mensal distribuído e o valor de mercado das quotas. Os resultados obtidos são de que: [i] os investidores passaram a reconhecer os fundos imobiliários como alternativa atraente para aplicação de seus recursos a partir do primeiro trimestre de 2006; [ii] tal reconhecimento acarretou numa valorização das quotas transacionadas na BOVESPA, sendo que os fundos imobiliários com maior liquidez de suas quotas são os que mais valorizaram nos últimos anos; [iii] comprova-se que a procura por quotas não tem provocado um aumento na liquidez das quotas em geral.

## 1. INTRODUÇÃO

Com a recente redução das taxas de juros praticadas pelo Governo Brasileiro para os seus títulos da dívida pública interna, fruto da política econômica implementada e das melhoras das condições de solvência do Estado, o mercado de capitais brasileiro tem procurado outras alternativas de investimento que possam proporcionar rentabilidade mais substanciais, desde que com riscos controlados. Segundo ESTRELLA [2007], “os últimos quatro anos foram marcados por transformações nas estruturas de oferta e demanda em nível global e condições macroeconômicas favoráveis – tanto no campo internacional quanto doméstico – sem precedentes nas últimas décadas”. ESTRELLA [2007] afirma ainda que “sob a ótica de gestão de ativos, a perspectiva de queda gradual dos juros reais implica apetite crescente dos investidores por ativos de maturidade mais longa e por títulos privados, em substituição ao financiamento ao governo, indexado à Selic e de curto prazo”.

Neste cenário, as ações das empresas brasileiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) têm sido um dos veículos escolhidos pelos agentes do mercado para aplicação de recursos, na tentativa de diversificar seus *portfolios* e potencializar ganhos. Investidores estrangeiros têm reconhecido boas oportunidades e também destinaram volumes expressivos de capital no mercado acionário brasileiro, contribuindo para o crescimento e valorização desses ativos.

As empresas brasileiras, ao visualizar tamanho grau de aceitação de investidores pelas ações negociadas, têm realizado novas ofertas públicas de ações, inclusive com a abertura do capital (Initial Public Offerings - IPO's), para captar recursos que, na sua maioria, estão direcionados à expansão dos seus negócios e redução do seu nível de endividamento. ESTRELLA [2007] complementa que “a demanda crescente por títulos privados, a disposição dos investidores de incorrer em riscos associados a participações acionárias, a busca de novas fontes de financiamento por parte das empresas e a necessidade de diversificação de ativos são o pano de fundo do intenso processo de captação de recursos por meio de abertura de capital que temos presenciado no último ano”. Esse movimento não está restrito às ações de empresas públicas negociadas na BOVESPA. Investidores têm buscado outros ativos de renda variável que também têm demonstrado uma valorização recente. Este é o caso dos fundos de investimento imobiliário que, a despeito da reduzida liquidez, estão sendo cada vez mais procurados.

O objetivo deste artigo é analisar a influência da redução das taxas de juros reais praticadas pelo Governo Federal no valor e na liquidez das quotas dos fundos imobiliários negociadas na BOVESPA que foram ofertados a investidores de pequeno e médio porte, buscando identificar se houve mudança da percepção de risco de tal veículo de investimento. O artigo busca reconhecer se houve uma alteração do comportamento dos investidores em relação ao cenário constatado em artigo publicado no primeiro semestre de 2005, no qual os valores de transação das quotas estavam influenciados pela relação entre o rendimento mensal distribuído e o valor de mercado das quotas (denominado de *dividend yield*).

Na primeira parte é descrito uma introdução do mercado de capitais, os objetivos do trabalho e sua estrutura. A segunda seção trata da conceituação geral do FIIs e traça um panorama sucinto dos REITs no mercado norte-americano. A terceira seção apresenta a metodologia do trabalho, os dados e análises implementadas. Por fim, na última seção, apresentam-se as conclusões finais sobre o comportamento dos fundos imobiliários.

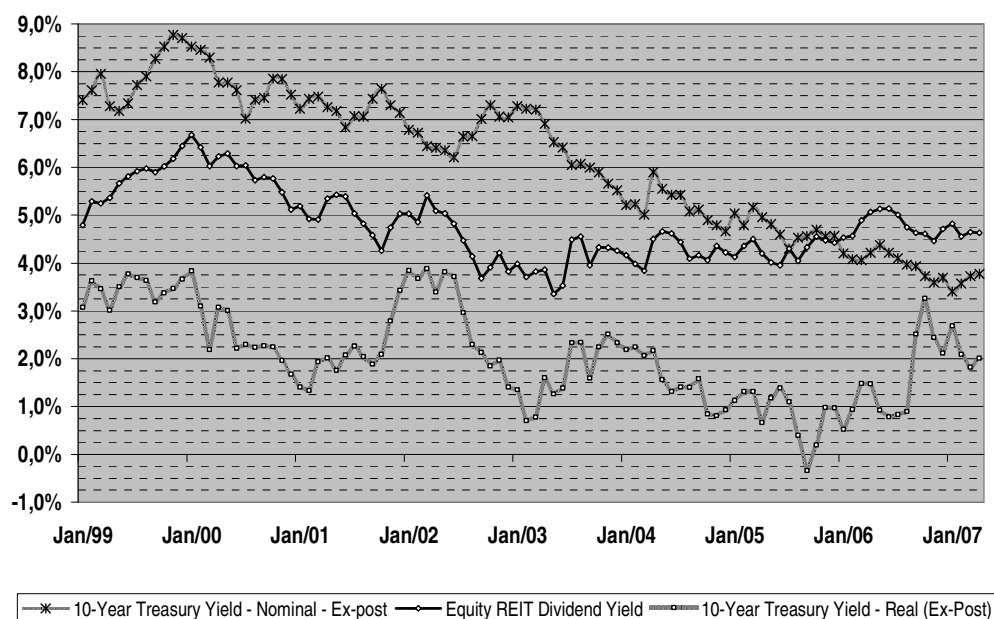
## 2. PANORAMA GERAL

### 2.1. O Mercado Norte-Americano

O mercado norte-americano de investimentos em ativos imobiliários securitizados para renda tem como figura preponderante o REAL ESTATE INVESTMENT TRUST (“REIT”), que foram criados em 1960 pelo Congresso. O modelo criado naquela década passou por alterações no intuito de fortalecer o papel dos REITs como veículos de investimento em ativos imobiliários voltados para renda. Segundo ROCHA LIMA JR. [2001], os REITs deixaram de ser ambientes de segregação de *portfolios*, no início dos anos 90, para se transformar em companhias de real estate, empreendedoras e poderosas, dotadas de contas expressivas de capital e capazes de criar, ou de acompanhar, eixos de movimento de capital.

De acordo com Amato et alli. [2005], “alguns investidores consideram o investimento em ativos de alto *dividend yield* comparável às aplicações financeiras de renda fixa, pois o pagamento de dividendos periódicos pode ser visto como o pagamento de juros sobre um ‘empréstimo’ feito com a aquisição do ativo”. Como os REITs são obrigados por lei a distribuir, no mínimo, 90% de sua receita tributável na forma de dividendos para seus investidores, é importante analisar o comportamento dos REIT’s em relação às taxas de juros praticadas pelo Tesouro Norte-americano.

**Figura 1: Equity REIT Dividend Yield versus 10-Year Constant Maturity Treasury Yield**  
(Valores em % ao ano)



Fonte: NAREIT [2007]

O gráfico da Fig.1 ilustra o comportamento dos REITs em comparação às taxas de juros dos títulos de 10 anos do governo norte-americano, tanto em valores nominais como em valores reais (ou seja, descontada a inflação norte-americana medida pelo CPI – *Consumer Price Index*). A partir deste gráfico, pode-se constatar que existe uma correlação relevante entre a remuneração proporcionada pelos títulos públicos do Governo Norte-americano e a rentabilidade dos REITs em relação ao seu valor de mercado (*dividend yield*).

No final da década passada e início desta, quando os juros reais estavam em cerca de 3% ao ano, os REITs apresentavam um *dividend yield* por volta dos 7% ao ano. Com a queda das taxas de juros a partir de 2002, houve uma redução dos *dividend yield* dos REITs que chega a 5% ao ano contra juros reais da ordem de 1% ao ano.

Somente no último ano, houve uma redução do *dividend yield* proporcionada pelos REITs, a despeito da desvalorização dos títulos de 10 anos dos EUA. Isso se deve, principalmente, à valorização acentuada dos preços dos imóveis norte-americanos, sem que houvesse contrapartida nos rendimentos proporcionados.

Em síntese, os investidores em REITs são influenciados, de uma certa maneira, pelas taxas de juros praticadas pelo Governo Norte-americano. A queda da taxa de juros reais tende a provocar uma maior procura por ativos imobiliários capazes de gerar renda, o que, por sua vez, acarreta numa valorização dos ativos e, por conseguinte, uma redução no *dividend yield* proporcionado pelos REITs.

## **2.2. Fundos Imobiliários**

Os fundos imobiliários foram criados em meados da década de 90 e tiveram uma grande expansão a partir de 1999 quando foram ofertados, pela primeira vez, aos pequenos e médios investidores. Apesar da expansão do mercado naquela oportunidade, os fundos imobiliários ainda careciam de liquidez e as centenas de investidores que adquiriram quotas de FII não encontraram um mercado ativo o suficiente para vendê-las com facilidade a preços satisfatórios.

Com o intuito de aumentar o volume de negócios e prover maior agilidade e transparência nas transações, alguns fundos imobiliários obtiveram o registro na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), onde começaram a negociar suas quotas. O primeiro deles a obter registro foi o FII EUROPAR em 17 de janeiro de 2003. Atualmente, existem mais de 20 fundos imobiliários com quotas sendo negociadas na BOVESPA.

O quadro a seguir ilustra 14 (quatorze) fundos imobiliários negociados na BOVESPA, que tiveram suas quotas pulverizadas para pequenos e médios investidores, classificados de acordo com a tipologia de empreendimentos que compõem o seu *portfolio* para renda. Pode-se constatar que a maioria destes fundos possui apenas um ativo como gerador de renda para os investidores, fato este que difere totalmente das características dos REITs norte-americanos.

A negociação das quotas na BOVESPA não foi capaz de potencializar a liquidez das quotas, a despeito do interesse de que alguns administradores em proporcionar a expansão da base de investidores.

Com a entrada de instituições financeiras no esforço de colocação primária de novos fundos imobiliários, observou-se um aumento do número de investidores nas operações. Somente a critério comparativo, fundos lançados entre 1999 e 2001 tinham, individualmente, de 300 a 800 investidores quando do encerramento da captação. Já fundos lançados pelas grandes instituições financeiras entre 2003 e 2005 conseguiram de 4.000 a 6.000 investidores.

**Tabela 1: Fundos Imobiliários Seleccionados**

SETOR	CÓDIGO	NOME DO FUNDO	ATIVOS
Comércio Varejista (Retail)	ABCP	Fundo de Investimento Imobiliário ABC Plaza Shopping	Shopping Center com 227 lojas em 35.800m <sup>2</sup> de ABL e 1.283 vagas de estacionamento localizado no Município de Santo André (SP)
	FJKI	Fundo JK de Investimento Imobiliário	Imóvel, localizado em Santo André (SP) com 24.039m <sup>2</sup> construídos, ocupado por hipermercado, loja de materiais de construção e mais 26 lojas satélites.
	FMAL	Fundo de Investimento Imobiliário Fashion Mall	23,64% do shopping center denominado São Conrado Fashion Mall no Rio de Janeiro (RJ)
	SHPH	Fundo Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis	25% do Shopping Center com 220 lojas em 24.907m <sup>2</sup> de ABL e 1.350 vagas de estacionamento localizado em São Paulo (SP)
Hospital e Centros Médicos (Health)	HCRI	Fundo de Investimento Imobiliário Hospital da Criança	Hospital Pediátrico de Atendimento Infantil com 90 leitos, maternidade, centro cirúrgico, UTI e enfermaria instalado em edificação de 09 andares em operação desde 1998 em São Paulo (SP).
	NSLU	Fundo de Investimento Imobiliário Nossa Senhora da Lourdes	Hospital e Maternidade com 10.403,61m <sup>2</sup> de área construída localizado em São Paulo (SP) com ampliação de 9.300m <sup>2</sup> .
Galpão Industrial (Industrial)	EURO	Fundo de Investimento Imobiliário Europar	Galpões Industriais e de Logística, sendo 02 localizados no município do Rio de Janeiro e 04 em São Paulo, com 46.400m <sup>2</sup> de área construída.
Hotel e Escritórios (Mixed Use)	FLMA	Fundo de Investimento Imobiliário Continental Square Faria Lima	Parcela do empto. Continental Square, localizado em São Paulo (SP), composta por 75% do hotel Caesar Park Faria Lima e 18 conjuntos comerciais.
Escritórios (Office)	ALMI	Fundo de Investimento Imobiliário Torre Almirante	Edifício Comercial de 40 mil m <sup>2</sup> de área útil localizado no Rio de Janeiro e locado integralmente à Petrobrás
	BBFI	BB Fundo de Investimento Imobiliário Progressivo	Imóvel no Setor Bancário de Brasília - DF (Edifício Sede I) e Centro Administrativo Andaraí no Rio de Janeiro (RJ) - locados para o Banco do Brasil
	EDFO	Fundo de Investimento Imobiliário Edifício Ourinvest	05 andares do Edifício Ourinvest na Av. Paulista em São Paulo - locados ao Banco Ourinvest.
	FAMB	Fundo de Investimento Imobiliário Edifício Almirante Barroso	Edifício localizado no Rio de Janeiro (RJ) com 83.000m <sup>2</sup> construídos em 30 andares, no qual estão instalados escritórios administrativos e agências bancárias da Caixa Econômica Federal
	FFCI	Fundo Financeiro Center de Investimento Imobiliário	06 andares do Edifício de Escritório JK Financial Center, localizado em São Paulo (SP), com 13.195m <sup>2</sup> de área útil total para locação.
	TRNT	Fundo de Investimento Imobiliário Torre Norte	Edifício de Escritórios localizado em São Paulo (SP), integrante do Centro Empresarial Nações Unidas com 135.000m <sup>2</sup> de área construída.

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários [2007]

Com advento da promulgação da Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005, os investidores, na qualidade de pessoa física, passaram a ter direito a isenção de imposto de renda incidente sobre os rendimentos distribuídos pelos Fundos Imobiliários, cujas quotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado. Este benefício só é válido desde que se atendam aos seguintes requisitos:

- q Fundo de Investimento Imobiliário deve possuir, no mínimo, 50 (cinquenta) quotistas;
- q Quotista pessoa física pode ser titular de quotas que representem menos de 10% (dez por cento) da totalidade das quotas emitidas pelo Fundo de Investimento Imobiliário ou cujas quotas lhe derem direito ao recebimento de rendimento inferior a 10% (dez por cento) do total de rendimentos auferidos pelo fundo.

Com isso, os fundos imobiliários se tornaram uma alternativa muito atraente para captar recursos de pequenos e médios investidores. Segundo ALENCAR e ROCHA LIMA JR. [2005], “na economia brasileira, cujo custo dos tributos é um desincentivador de investimentos, as isenções tributárias oferecidas aos FII e seus investidores são tantas e de tal expressão, que outras soluções de securitização de *portfolios* de base imobiliária terminam por ser rejeitas, mesmo que apresentem um desenho estrutural mais avançado que o dos FII”.

Em função da liquidez existente, os fundos podem ser classificados em dois grupos: [i] os fundos com maior liquidez potencial (Fundos Pulverizados Líquidos - FIPL) devido ao maior volume ou maior quantidade de negócios realizados mensalmente; e [ii] os fundos com menor liquidez (Fundos Pulverizados Ilíquidos - FIPI) devido à reduzida quantidade de negócios, seja por falta de compradores e/ou de vendedores interessados, seja por diferenças entre os preços de ofertas de compra e venda no mercado. A Tab.2 ilustra no período de novembro de 2006 a abril de 2007 a participação de fundos imobiliários pulverizados no volume de negócios realizados na BOVESPA.

*Tabela 2: Negociações dos Fundos Imobiliários Selecionados entre Nov/06 e Abr/07*

FUNDO IMOBILIÁRIO	VOLUME MENSAL (R\$ mil)		Nº DE NEGÓCIOS POR MÊS	
<i>Nossa Senhora da Lourdes</i>	2.605	31,9%	162	36,3%
<i>Europar</i>	1.375	16,8%	87	19,5%
<i>Torre Almirante</i>	1.350	16,5%	54	12,0%
<i>BB Progressivo</i>	1.327	16,2%	51	11,3%
<i>Almirante Barroso</i>	1.048	12,8%	41	9,1%
<i>09 Outros Fundos</i>	468	5,7%	53	11,8%

*Fonte: Bolsa de Valores de São Paulo [2007]*

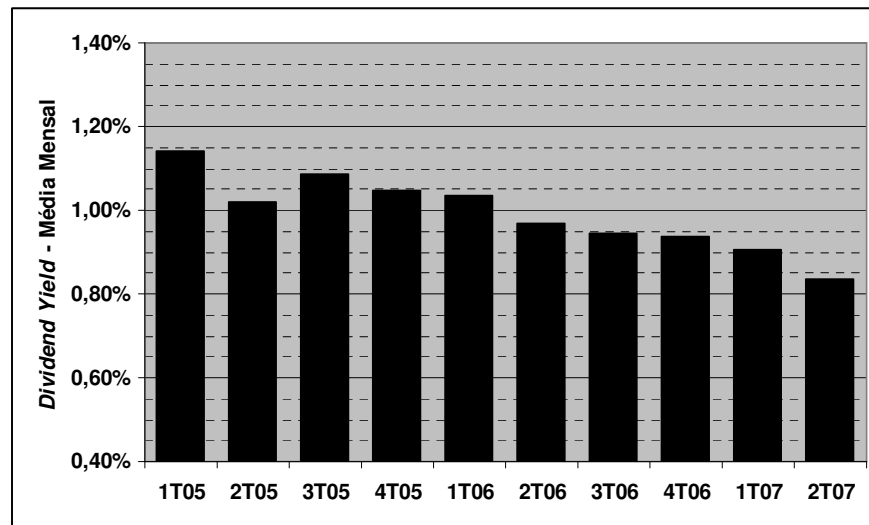
Pode-se concluir que o volume médio mensal de transações dos 05 fundos líquidos é de R\$ 1.541 mil com uma média de 79 negócios realizados. Já os fundos ilíquidos têm um volume médio de R\$ 52 mil em 6 negócios realizados. Em face à significativa diferença verificada, é importante analisar o comportamento destes fundos de acordo com o grau de liquidez constatado.

### 3. RESULTADOS

Ao analisar o desempenho dos fundos imobiliários nos últimos anos, pode-se constatar que recentemente houve uma tendência de redução do *dividend yield* nas negociações de quotas na BOVESPA, conforme pode ser visualizado na figura 02.

Isso se deve principalmente à recente valorização das quotas num gradiente superior ao crescimento dos rendimentos distribuídos mensalmente aos quotistas. Esta valorização está associada diretamente ao aumento da procura por parte de pequenos e médios investidores que vislumbraram a possibilidade de obter renda imobiliária por meio do investimento em FII.

*Figura 2: Comportamento Trimestral do Dividend Yield de Fundos Imobiliários Seleccionados negociados na Bovespa*



Fonte: BOVESPA [2007]

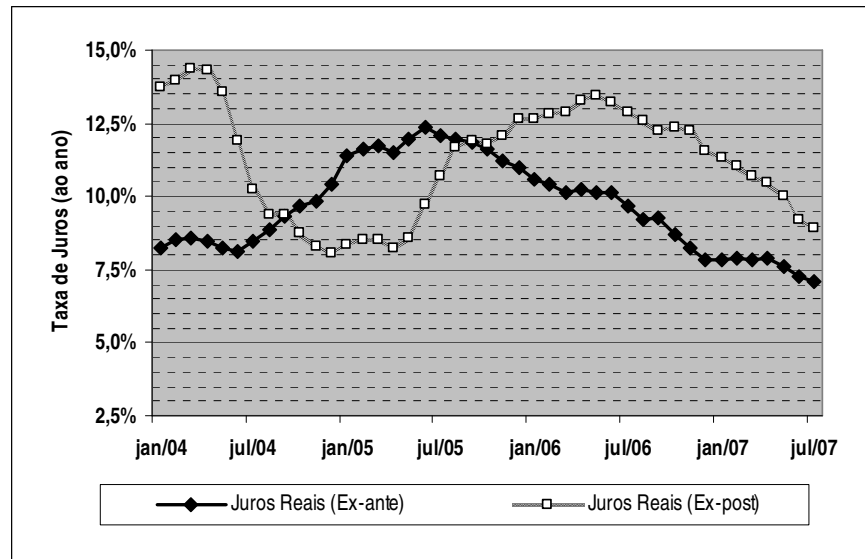
AMATO ET ALLI [2005] constaram que o valor de mercado das quotas dos fundos imobiliários estava fortemente influenciado pela capacidade destes remunerar seus investimentos por meio do pagamento de dividendos (renda), fruto da exploração do seu lastro imobiliário. Naquela oportunidade, a rentabilidade da carteira homogênea dos FIIs não conseguia ser explicada pelos retornos de outros ativos financeiros, inclusive aqueles atrelados aos títulos da dívida pública federal.

No entanto, observa-se que este cenário se alterou na medida em que houve uma redução das taxas de juros praticadas pelo Governo. A partir de meados do segundo semestre de 2005, o Banco Central do Brasil passou a reduzir os juros praticados em seus empréstimos (medidos por meio da taxa Selic), o que provocou uma redução das expectativas de remuneração efetiva das aplicações financeiras atreladas aos títulos públicos.

A figura 03 mostra as taxas anuais de juros reais acumuladas nos últimos doze meses (denominada de taxa ex-post – verificada a posteriori) e esperadas para os doze meses subsequentes (denominada de taxa ex-ante) de acordo com pesquisa realizada junto aos agentes do mercado financeiro (Relatório Focus do Banco Central). Utilizou-se como referencial de inflação o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo, apurado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IPCA/IBGE).

Pode-se verificar que há uma defasagem entre as duas curvas que representa a expectativa dos juros futuros e os juros efetivamente incorridos. Para exemplificar, a expectativa de juros reais em dezembro de 2005 para o ano seguinte era de 11% (taxa ex-ante), sendo que a taxa que ocorreu efetivamente ao final do ano foi de 11,5% (taxa ex-post). Isto denota que as taxas esperadas pelo mercado sinalizam uma tendência de comportamento dos juros reais a serem alcançados por ativos financeiros atrelados à taxa Selic.

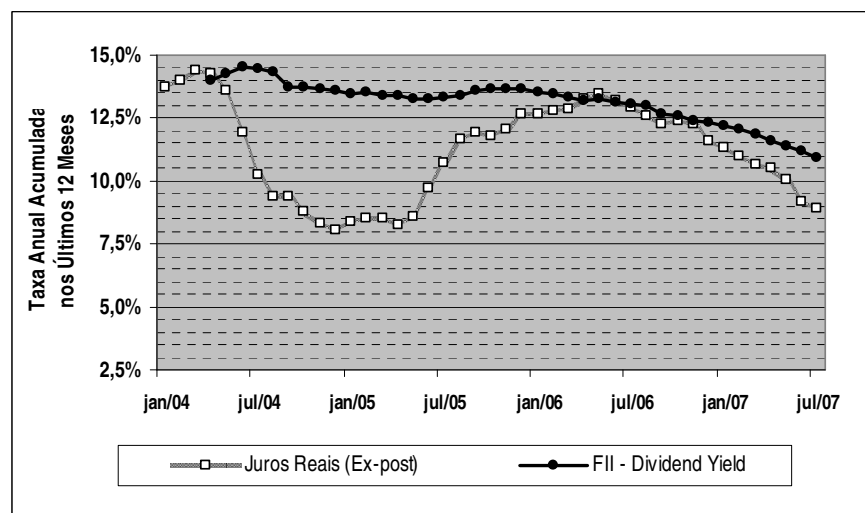
**Figura 3: Taxa de Juros Reais acima do IPCA/IBGE Verificadas nos Últimos 12 Meses e Esperadas pelo Agentes do Mercado Financeiro**



Fonte: Banco Central do Brasil [2007]

A partir do conceito de uma carteira homogênea de FIIs, já adotado por AMATO ET ALLI. [2005], pode-se comparar o comportamento do *dividend yield* desta com as taxas de juros reais obtidas por aplicações financeiras. Nota-se que houve uma redução gradativa do *dividend yield* acumulado em 12 meses da ordem de 13,5%a.a. para 11%a.a. do final do ano de 2005. Essa redução foi acompanhada pela queda dos juros reais praticados e dos esperados pelo mercado financeiro.

**Figura 4: Comportamento do Dividend Yield da Carteira de Fundos Imobiliários em comparação às Taxas de Juros Reais praticadas**



Fonte: BANCO CENTRAL DO BRASIL [2007] e BOVESPA [2007]

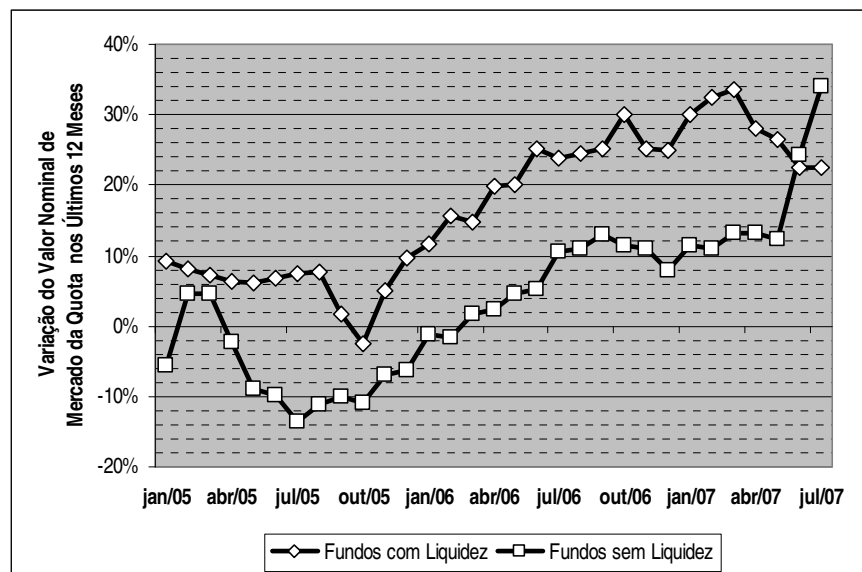
Do gráfico anterior, vale destacar que não se observa alteração significativa do *dividend yield* da carteira de fundos imobiliários no decorrer dos anos de 2004 e 2005, fato este que corrobora com as conclusões obtidas por AMATO ET ALLI. [2005]. Em outras palavras, os investidores não estavam tão influenciados pelas taxas de juros praticadas pelo governo, quando da definição do



preço pago pela maior parte das quotas de fundos imobiliários negociadas na BOVESPA. Sendo assim, não se constatou correlações entre os valores transacionados e as taxas de juros na época.

A redução do *dividend yield* da carteira homogênea de FII pode ser explicada pela valorização das quotas negociadas na BOVESPA, visto que não houve incremento expressivo na renda proporcionada pelos imóveis que lastreiam os FIIs. A partir da figura abaixo, que ilustra a elevação nominal dos valores de transação das quotas dos FIPL e dos FIPI, pode-se concluir que a liquidez dos fundos imobiliários foi fator determinante nos últimos anos para a valorização de suas quotas.

**Figura 5: Variação Anual Acumulada dos Valores Nominais de Mercado das Quotas dos Fundos Imobiliários Selecionados com e sem Liquidez**



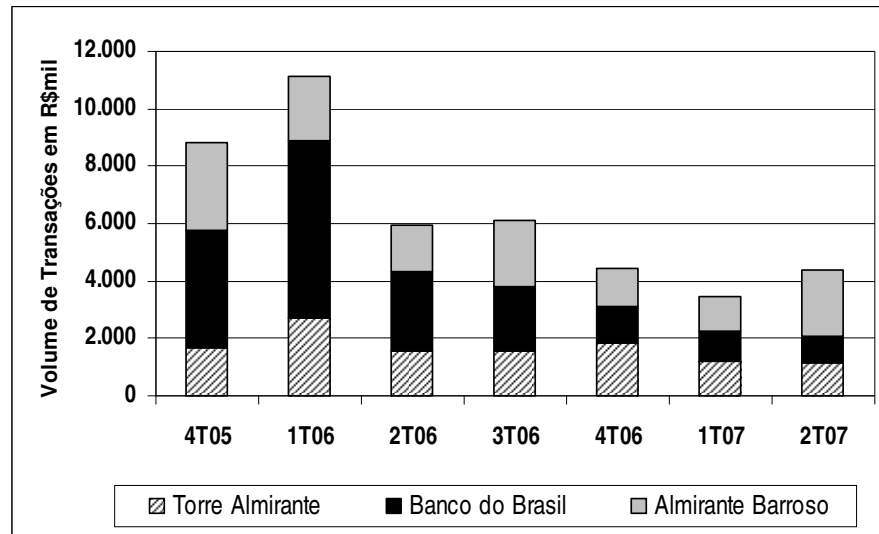
Fonte: BOVESPA [2007]

Nota-se ainda que houve uma expressiva valorização das quotas com a promulgação da Lei Federal nº 11.196, em 22/11/2005, que isentou os investidores em fundos imobiliários pulverizados, negociados em bolsa de valores, do pagamento de imposto de renda na distribuição dos rendimentos periódicos. Essa valorização se deu independentemente do grau de liquidez dos fundos imobiliários, ou seja, os investidores estiveram dispostos a pagar valores mais altos pelas quotas em retribuição à isenção fiscal, mesmo cientes da eventual dificuldade que teriam no caso de necessitar vendê-las no futuro.

Diante deste quadro, cabe analisar se a redução dos juros reais praticados pelo Governo Federal proporcionou um aumento na quantidade de investidores em fundos imobiliários. Infelizmente, as instituições financeiras não são obrigadas a divulgar publicamente a quantidade de quotistas de fundos imobiliários por elas administrados. Todavia, pode-se admitir que o volume de transações é um indicativo a respeito da base de investidores que negociam quotas no mercado de capitais. Quanto maior é o número de quotistas, o volume de transações tende a ser maior.

Para avaliar a alteração significativa da base de investidores, foram utilizados, como referencial, três fundos imobiliários líquidos que tinham milhares de quotistas após a oferta pulverizada a investidores de pequeno e médio porte (Torre Almirante (ALMI) = 4.271 quotistas, Banco do Brasil (BBFI) = 5.870 quotistas e Almirante Barroso (FAMB) = 5.249 quotistas).

Figura 6: Volume Trimestral de Transações de Fundos Líquidos



Fonte: BOVESPA [2007]

Nota-se claramente, a partir da figura 06, que não houve incremento expressivo no volume médio de transações destes fundos imobiliários, sendo que no caso do BBFI houve até redução deste volume. Este cenário delineado também é válido para quase todos os demais fundos imobiliários pulverizados. Portanto, não se pode afirmar que a redução da taxa de juros reais no Brasil foi capaz de atrair um contingente maior de investidores dispostos a adquirir quotas de fundos imobiliários a ponto de possibilitar um aumento no volume negociado na BOVESPA

#### 4. CONCLUSÃO

O mercado de capitais brasileiro tem evoluído nos últimos anos com novas regulamentações que buscam incentivar a aplicação de recursos financeiros por parte investidores tanto nacionais como internacionais. Os ativos ligados a atividades imobiliárias, em particular os fundos imobiliários, não fogem a este comportamento e também estão sendo identificados como uma alternativa atrativa de investimento.

Com a redução das taxas de juros reais de títulos públicos, os investidores, de um modo geral, estão aplicando seus recursos em ativos com maior risco que permitam proporcionar maior rentabilidade ao seu *portfolio*. Neste contexto, os fundos imobiliários são considerados uma opção que pode gerar ganhos fruto da valorização de suas quotas e também da distribuição de renda oriunda da exploração do lastro imobiliário.

Isto posto, este artigo constatou que: [i] os investidores passaram a reconhecer os fundos imobiliários como alternativa atraente para aplicação de seus recursos a partir do primeiro trimestre de 2006; [ii] tal reconhecimento acarretou numa valorização das quotas transacionadas na BOVESPA, superior às taxas inflacionárias constatadas em idêntico período; [iii] a procura por quotas não tem provocado um aumento na liquidez das quotas em geral, do que se pode depreender não haver ainda uma expansão expressiva da base de investidores; [iv] os fundos imobiliários com maior liquidez de suas quotas são os que mais valorizaram nos últimos anos.

Todavia, é importante destacar que os fundos imobiliários ainda carecem de agilidade e porte suficientes para se tornarem um veículo de investimento ativo com liquidez mais próxima às

ações negociadas na BOVESPA. Apesar dos incentivos diretos (como a isenção fiscal) e indiretos (como a redução das taxas de juros reais), a quantidade de quotistas de fundos imobiliários é muito reduzida em comparação ao potencial de mercado esperado quando se visualiza outras economias mais desenvolvidas, em particular a norte-americana com seus REITs.

Se não houver uma mudança da regulamentação do setor que, dentre outras medidas, incentive a fusão de fundos imobiliários e a emissão de novas quotas para aquisição de novas propriedades, a tendência é de que as empresas patrimoniais com ações negociadas na BOVESPA, administradas por empreendedores do mercado imobiliário, passem a ocupar o espaço deixado pelos fundos imobiliários, à medida que estas serão mais capazes e competentes de formar *portfolios* de imóveis para renda, por meio da aquisição de propriedades existentes e/ou da implantação de novos empreendimentos.

## 5. REFERÊNCIA

AMATO, F.B. et al. *Estratégia de aplicação em fundos imobiliários como diversificação de investimentos: uma análise do desempenho recente e seus fatores de influência*. In: Seminário de Economia e Administração – SEMEAD, 8., São Paulo, 2005. Anais eletrônicos. São Paulo: FEA-USP, 2005. Disponível em <<http://www.ead.fea.usp.br>>. Acesso em: 22 nov. 2005.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB. Brasília. Apresenta informações sobre o mercado financeiro e de capitais no Brasil. Disponível em <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 12 maio 2007.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – BOVESPA. São Paulo. Apresenta informações sobre os ativos do mercado financeiro, em particular dos fundos de investimento imobiliário. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 25 ago. 2007.

BRASIL. Presidência da República. Lei nº 11.196, de 21 de nov. de 2005. Altera a Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004 e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.presidencia.gov.br/>>. Acesso em: 27 jun. 06.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Rio de Janeiro. Apresenta informações sobre o mercado de capitais no Brasil. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 25 ago. 2007.

ESTRELLA, F. *Aspectos da alocação de recursos*. Gazeta Mercantil, São Paulo: 21 maio 2007. p.B3.

NATIONAL ASSOCIATION OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS - NAREIT. Washington. Apresenta informações sobre o mercado dos REITs nos Estados Unidos. Disponível em <<http://www.nareit.com>>. Acesso em: 18 ago. 2007.

ROCHA LIMA JR., J.; ALENCAR, C. T. *Os atributos do mercado brasileiro de empreendimentos de base imobiliária para captar recursos de investidores estrangeiros*. Real Estate: Economia & Mercados, São Paulo, v.2, n.2, p. 73-114, jul./dez. 2005.

ROCHA LIMA JR., J.. *Fundos de Investimento Imobiliário e Real Estate Investment Trusts*. In: Congresso Urban Land Institute - Real Estate na América Latina, 2001, São Paulo, Brasil, 2001. Disponível em <<http://www.realestate.br>>: Acesso em: 22 de agosto de 2005.