

14ª Conferência Internacional da LARES

Edifício Manchete, Rio de Janeiro - Brasil
17 a 20 de Setembro de 2014



Condições para estruturação de fundos imobiliários com renda proveniente de locações residenciais

Luis Felipe Sola¹, Dra. Paola Torneri Porto²

¹Escola Politécnica da USP, felipe@publitas.com.br

²Escola Politécnica da USP, paolatrn@usp.br

RESUMO

Em um estudo sobre o mercado de fundos de investimento imobiliário (FIIs) no Brasil, em fevereiro de 2014, foram observados instrumentos com estratégias de remuneração baseadas em ativos de diversos setores tais como shopping centers, edifícios de escritórios comerciais, galpões logísticos e industriais, entre outros. Entretanto, não foram identificados fundos com estratégias de obtenção de renda proveniente de locação residencial. Observando-se o mercado americano, constatou-se que cerca de 12 % dos *Equity REITs* (*Real Estate Investment Trusts*) auferiram renda através da locação ou operação de imóveis residenciais. Face ao exposto, este trabalho tem como objetivo avaliar a possibilidade de estruturação de fundos imobiliários com renda proveniente de locações residenciais no Brasil, do ponto de vista de atratividade para um investidor que busca renda homogênea de longo prazo. Inicialmente foi feita a análise dos REITs residenciais, procurando compreender seus mecanismos e estratégias. Na sequência, por meio de simulações em um modelo protótipo de um fundo imobiliário residencial no Brasil, elaborou-se uma análise econômica, onde foi feita a análise da qualidade do investimento, de modo a extrair conclusões sobre este tema. Concluiu-se, a partir do estudo de caso, que um fundo com estas características forneceu indicadores que tendem a ser pouco atrativos para investidores, quando comparados com outras alternativas de fundos imobiliários disponíveis no mercado no cenário atual. Entretanto, quando comparado com a operação direta das propriedades por investidores pessoa física, o investimento por meio de um fundo tende a apresentar um rendimento superior. Além disso, o estudo identificou um conjunto de estratégias que podem ser utilizadas de forma a melhorar a performance deste instrumento de securitização neste mercado e, eventualmente no futuro, permitir que fundos imobiliários invistam no mercado residencial.

Palavras-chave: Locação imobiliária. Fundo de investimento imobiliário. *REIT* residencial.

14ª Conferência Internacional da LARES

Edifício Manchete, Rio de Janeiro - Brasil
17 a 20 de Setembro de 2014



Conditions to structure real estate Investment funds with residential leasing income

Luis Felipe Sola¹, Dra. Paola Torneri Porto²

¹Escola Politécnica da USP, felipe@publitas.com.br

²Escola Politécnica da USP, paolatrn@usp.br

ABSTRACT

In a study about the market of Real Estate Investment Funds (FII) in Brazil in February 2014, instruments with income strategies based on assets in various sectors such as shopping centers, commercial office buildings, logistics and industrial warehouses, among others, were observed. However, no funds with strategies focused on obtaining income from residential leasing were found. Meanwhile, in the American market, it was noticed that about 12% of Equity REITs (Real Estate Investment Trusts) had earned their revenue through leasing or operation of residential properties. Given the above, this study aim to verify the possibility of structuring real estate investment funds with income from residential leasing in Brazil, in terms of attractiveness for investors in order to explore long term homogeneous income flow. Firstly, it were analyzed the Residential REITs, in order to understand their mechanisms of functioning and strategies. Then, by simulations in a prototype model of a real estate investment fund in Brazil, an economic analysis was prepared, in which, a quality investment analysis was made, in order to draw conclusions on this topic. It was concluded, from the case study, that a fund of this nature provides indicators that tend to be less attractive to investors, compared with other alternatives of real estate investment funds available in the market in the current scenario. However, when compared with the direct leasing operation for individual investors, investing through a real estate investment fund has a higher yield. In addition, the study identified a number of strategies that can be used to improve the performance of this instrument of securitization in this market, and possibly in the future, allow real estate investment funds to invest in the residential market.

Key-words: Residential leasing. Real Estate Investment Fund. Residential REITs.

1. INTRODUÇÃO

“Os recursos mais conservadores disponíveis para investimento na economia brasileira tem sido tradicionalmente derivados para produtos imobiliários, especialmente comerciais, destinados a locação[...]” (ROCHA LIMA JR, 2011, p. 2). Estes recursos são direcionados com o objetivo de obtenção de um fluxo de renda mensal harmônico e de longo prazo, ancorado em um ativo imobiliário, que na visão prevalente no mercado está protegido da inflação.

Entretanto, ao se investir diretamente na aquisição e operação de imóveis, o investidor se envolve com problemas relativos à administração dos mesmos, correndo riscos elevados de vacância ou inadimplência dos inquilinos, sendo obrigado a realizar investimentos unitários significativos e com pouca flexibilidade de liquidar sua posição. No intuito de incentivar o mercado imobiliário e de tornar a renda dos imóveis acessível a uma parcela maior da população foram criados produtos securitizados, entre os quais, foram constituídos os Fundos de Investimento Imobiliário (FII), que em síntese podem ser definidos como condomínios fechados de investimento que distribuem rendimentos oriundos de bens ou direitos lastreados no mercado imobiliário e que são tributariamente incentivados.

Nos últimos cinco anos houve um desenvolvimento intenso deste mercado, quando os valores de capitalização dos fundos imobiliários listados na Bovespa passaram de 3,9 bilhões de reais em 2009 para 27,3 bilhões de reais em fevereiro de 2014 e a quantidade de fundos imobiliários elevou-se de 31 fundos para 117 (BM&F BOVESPA, 2014, p. 1-2). Estes fundos detém vários ativos nos quais são desenvolvidas diversas atividades, entre elas podem ser destacadas operações de edifícios de escritórios para locação, galpões industriais, centros de armazenagem e distribuição, hotéis, shopping centers, entre outros. Porém não existem atualmente fundos que possuam ativos para locação residencial.

É importante compreender possíveis razões para a exclusão deste segmento de mercado no mercado brasileiro, considerando o cenário atual. No intuito de fornecer elementos para compreensão de possíveis tendências para este segmento, pode-se analisar o mecanismo de funcionamento deste tipo de fundo em um mercado mais desenvolvido e consolidado, como por exemplo o mercado norte-americano.

Nos Estados Unidos, o veículo de investimento para renda no mercado imobiliário são os *Real Estate Investment Trust (REITs)*. Estes podem ser definidos como uma sociedade, incentivada fiscalmente¹ para abrigar um portfólio de imóveis para renda. Eles distribuem uma grande parte de seu resultado operacional para os investidores, os quais aplicam em uma ação que paga dividendos regulares. Pode-se identificar *REITs* destinados à geração de renda de locação com portfólios constituídos tanto de imóveis comerciais como de imóveis residenciais (casas, apartamentos, casas de madeira, etc...). Em fevereiro de 2014, a *National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT)*, em seu relatório mensal (*NAREIT*, 2014, p. 30) registrou um valor de mercado de U\$ 757,6 bilhões de dólares (*EMC*² - capitalização de merca com um total de 204 *REITs* registrados na *SEC*³ nos Estados Unidos.

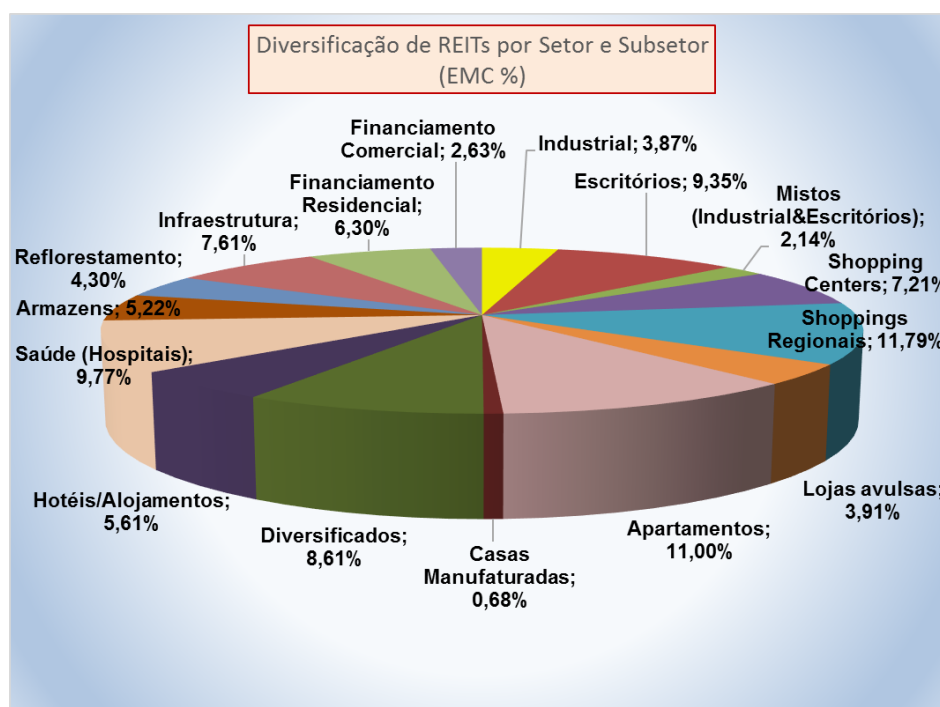
¹ Para se enquadrarem nos regimes especiais de tributação os *REITs* devem preencher certos requisitos de constituição e operação.

² *EMC: Equity Market Capitalization*, trata-se do valor de capitalização de mercado do *REIT*, composto pela multiplicação da totalidade de suas ações multiplicadas pelo valor de mercado em uma determinada data.

³ *SEC: Securities and Exchange Commission* (Comissão de Valores Mobiliários) é uma agência federal do governo americano que detém a responsabilidade primária pela aplicação das leis de títulos federais e

Os *REITs*, em seu processo de desenvolvimento, optaram pela estratégia de especialização em determinados segmentos de atuação, permitindo a sua classificação conforme a Fig. 1.

Fig. 1 - Divisão dos *REITs* em subsetores com respectivas participações (EMC %)



Fonte: *NAREIT* (2014, p.21)

Os *REITs* residenciais estão subdivididos em duas subclasses: Apartamentos e Casas Manufaturadas.

Esta classe (*REITs* residenciais) alcançou US\$ 88,5 bilhões de dólares (EMC) com um total de 20 *REITs* registrados na SEC nos Estados Unidos, na mesma data. A participação no mercado alcançou 11,68 % (*NAREIT*, 2014, p. 30).

Esta participação expressiva da locação residencial no mercado americano evidencia que este segmento de mercado tende a oferecer uma adequada relação rendimento e risco que acaba por atrair uma parcela significativa de investidores nos Estados Unidos. No entanto, verifica-se no Brasil no cenário atual a inexistência de instrumentos de securitização voltados a este segmento de mercado. É esperado a existência de razões que contribuíram para desencorajar um maior desenvolvimento deste mercado. Desta forma, pretendeu-se identificar e analisar estes fatores e compreender seus efeitos.

2. METODOLOGIA

Primeiramente analisou-se a experiência bem sucedida do mercado dos Estados Unidos, por seu porte, tradição e significado, com o propósito de identificar as características importantes e as estratégias utilizadas em um mercado mais maduro, que podem ser aplicadas à realidade brasileira, no sentido de mitigação de riscos e de melhora de performance, de modo que um futuro instrumento de securitização neste mercado possa ser atrativo aos seus investidores.

a regulação do setor de valores mobiliários, as ações da nação e opções de câmbio, e outros mercados de valores eletrônicos nos Estados Unidos

Para tanto, foi estudado o mercado de *Equity REITs* residenciais, observando-se a estratégia de duas companhias neste segmento com os maiores valores de capitalização de mercado. Foram identificados os fatores que permitiram estas empresas sua diferenciação no mercado e que conseqüentemente contribuíram para o seu desenvolvimento. Foram identificadas posturas e táticas que podem ser incorporadas para estimular o desenvolvimento de fundos imobiliários de locação residencial com o objetivo de incremento de performance e/ou de qualidade de serviços, de modo a conferir um patamar de atratividade superior para o investidor.

A próxima etapa consistiu no estudo da evolução do mercado brasileiro de locação residencial e sua comparação com outros países do mundo. Na sequência verificou-se os parâmetros de *benchmark* para comparação da atratividade econômica da atividade⁴ e os aspectos legais e entendimento jurídico, pois estes dois últimos fatores têm introduzido importantes restrições ao desenvolvimento desta atividade.

Verificadas as premissas básicas de mercado presentes na locação residencial foram então elencadas as possíveis vantagens e desvantagens para o investidor conservador que optasse por trocar o gerenciamento direto de um ativo residencial por possuir cotas de um fundo imobiliário com estratégia semelhante.

Como não existem, no Brasil fundos imobiliários voltados para o mercado de locação residencial, foi utilizado um caso protótipo para simulação da análise da qualidade do investimento. Para modelar o caso foram coletados dados com imobiliárias e compiladas informações de mercado disponíveis sobre os parâmetros de locação residencial. Arbitrou-se um cenário referencial e os limites de flutuação das variáveis, por meio dos quais foram estudados os padrões de comportamento de seus indicadores da qualidade e sua sustentação, mediante condições adversas de riscos, as quais podem ocorrer nos empreendimentos de base imobiliária

Na sequência comparou-se as condições de desempenho de um fundo imobiliário com as condições de um investidor operando diretamente os imóveis.

Por fim foram analisados os resultados obtidos e elencadas sugestões para favorecer o desenvolvimento do mercado de FIIs de locação residencial.

3. REITS RESIDENCIAIS

O *REIT (Real Estate Investment Trust)* é uma companhia (sociedade), não um fundo de investimento (comunhão de recursos), que investe no mercado imobiliário através de duas vertentes. A primeira, que recebe a denominação de *Equity REIT*, principalmente possui, e, na maioria dos casos opera um portfólio de imóveis para renda, tais como apartamentos, shopping centers, escritórios, hotéis, armazens, entre outros. A segunda, chamada de *Mortgage REIT*, está envolvida com financiamento de imóveis através do financiamento de hipotecas ou securitização de títulos hipotecários lastreados em imóveis, gerando receita de juros. Desta forma, este veículo permite que os investidores invistam em ativos imobiliários valiosos através da compra de ações e possibilita, de maneira análoga ao mercado acionário, que estes mesmos investidores recebam uma parte dos ganhos gerados por estas propriedades, mediante as distribuições de dividendos de suas ações.

Para aprofundar o estudo deste setor, foi feita uma análise detalhada das duas principais companhias com este foco de atuação, identificando-se suas características e estratégias de atuação, com o objetivo de avaliar os fatores que podem ter contribuído para seu

⁴ A atividade atualmente no Brasil é realizada principalmente através do gerenciamento direto da propriedade.

sucesso e sua ampla aceitação no mercado. Foram portanto escolhidos os *REITs: Equity Residential* e *AvalonBay Communities Inc.*, que juntos possuem 42,6 % do valor total de capitalização de mercado dos *Residential REITs*.

Para cada um destes *REITs* foram avaliados alguns aspectos, tais como: mercado de atuação, seleção do público alvo, portfólio de propriedades, serviços oferecidos aos residentes, utilização de pesquisa de mercado, estratégia de compra e desenvolvimento de propriedades e alavancagem financeira.

Mercado escolhido de atuação

A primeira estratégia seguida pelos *REITs*, conforme Porto (2010), de uma forma geral, foi a segmentação em determinados mercados. Estas empresas se tornaram especialistas em seus mercados. Este fato parece conferir ganhos de produtividade aliados a redução de custos advindos de sinergias na administração de seus ativos.

Além disso, as duas empresas estudadas optaram pela escolha de mercados de atuação restritivos conjugados a regiões com crescimento significativo.

Estas restrições podem ser representadas por altas barreiras de entrada para construção de estoque de novos apartamentos devida a pouca quantidade de terrenos disponíveis para incorporação, dificuldade de concessões de alvarás para novas construções, entre outras, ou ainda a pouca quantidade disponível de oferta de apartamentos no mercado competitivo.

Outras restrições podem aparecer na procura por regiões que apresentem um elevado custo de propriedade⁵ de imóveis, segundo um padrão comparativo em relação a média nacional, estadual ou local. Estes custos de propriedade são identificados pelos financiamentos⁶ e *down payment*⁷, taxas e impostos municipais (IPTU, ITBI, custos de cartório, entre outros), seguros obrigatórios, entre outros.

Um outro critério utilizado para definição de mercados escolhidos de atuação indicou que além do custo de propriedade ser elevado, a companhia procurou investir em lugares em que os apartamentos tinham um preço de aquisição substancialmente superior a renda média familiar (de 4 a 10 vezes a renda média familiar anual)⁸. Por exemplo, em muitos casos a necessidade de um *down-payment* muito elevado torna inviável a aquisição de um apartamento novo e o comprador opta neste caso pela simples locação.

A busca por regiões com crescimento significativo é outro aspecto considerado relevante por estas empresas para a localização das propriedades. Estas regiões podem

⁵ Custos de propriedade são os custos incorridos para ser dono de uma propriedade (valor da propriedade, impostos, taxas e manutenção).

⁶ Nos EUA, as hipotecas têm taxas de juros que variam de acordo com o edifício e a comunidade em que o imóvel se situa (compreende as despesas com juros e a amortização do principal).

⁷ *Down payment*, nos EUA, refere-se a parcela do imóvel que é paga à vista (entrada). Em uma compra de um imóvel, a parcela do *down-payment* é paga à vista e o excedente é financiada por um banco. Os bancos normalmente impõem limites mínimos em relação a esta parcela. Atualmente (Fev.2014) se situa normalmente entre 20 % e 30 % do valor do imóvel. Quanto mais cara a propriedade, maior o *down payment*.

⁸ O governo dos EUA, através do *Census Bureau*, coleta dados sobre a renda familiar (*Household Income*). A renda média familiar é definida como o valor médio de todos os ingressos auferidos pelo morador do imóvel e qualquer outro ocupante com quinze anos ou mais, relacionado ou não ao morador na média de uma região. O *Census Bureau* define renda (*Income*) como todas as rendas recebidas como salários, reflexos trabalhistas, bônus, opções de ações, aluguéis recebidos, juros, , entre outras. (*United States: Census Bureau, Current Population Survey (CPS) - Income definitions, 2014*).

ser identificadas pela avaliação na região das taxas de crescimento de empregos e de formação de novas famílias superiores a média nacional do país⁹.

Ademais, as empresas situaram seus portfólios em áreas próximas a transporte público, centros de emprego e áreas de entretenimento.

Por fim, um último critério priorizou a seleção de ativos em vizinhanças não degradadas que propiciem a inserção de edifícios que possam proporcionar um estilo de vida com sinergia entre as atividades de moradia, lazer e trabalho na região.

Seleção do Público Alvo

Em termos de renda, ambas as empresas identificaram seu público alvo em uma faixa de renda superior a média nacional.

A *AvalonBay* (2014) utilizou-se da estratégia de divisão de seu portfólio de propriedades em diferentes marcas, cada qual com uma identidade de conceito, identificada com o estilo de vida de seu cliente alvo. Para tanto dividiu seu portfólio em marcas (*Branding*). Para ilustrar este exemplo, este *REIT*, com a marca *Avalon*, mantém o foco no cliente de padrão elevado, porém com perfil tradicional, já no conceito *AVA* procurou se adequar ao perfil de um cliente (também de renda elevada) moderno e contemporâneo que se interessa por um produto de design com amenities tecnológicas.

A *Equity Residential*, aprofundou a seleção de seu público alvo centrando o foco principalmente na população economicamente ativa mais jovem. Segundo pesquisas da empresa, pessoas entre 20 e 34 anos formavam o principal segmento predisposto a formar novos lares e tinham uma propensão entre 60% a 70% para locação (*Equity Residential*, 2014b, p. 10). Em contrapartida, casais com crianças pequenas tinham a tendência de ser os mais susceptíveis à compra de imóvel próprio e portanto menos propícios ao aluguel, segundo as estatísticas e suas pesquisas de mercado (*Equity Residential*, 2014b, p. 8). Além disso, esta companhia fez uma correlação indicando que os melhores empregos, que pagavam salários superiores, eram destinados a pessoas com formação educacional mais elevada. Desta forma foi priorizado um público alvo com mais elevada formação educacional (*Equity Residential*, 2014b, p. 6).

Este público alvo tem a tendência a apresentar um perfil de crédito superior, minimizando o risco de inadimplência para o *REIT*. Mesmo em épocas de recessão econômica, os efeitos do desemprego nas camadas mais escolarizadas tendem a ser mais brandos do que nas camadas com menor nível de educação formal e, quando ocorre a recuperação da economia, são as primeiras pessoas a serem recontratadas.

Portfólio de propriedades

As duas empresas buscaram a fidelização dos clientes pela quantidade de opções disponíveis espalhadas geograficamente pelos Estados Unidos. A estratégia consistiu em possuir um número muito expressivo de propriedades, de modo a possibilitar aos clientes uma opção muito grande de alternativas.

A variedade de escolhas para o cliente transformou-se em um diferencial competitivo¹⁰.

9 Como exemplo deste ponto, a *Equity Residential* se utilizou de pesquisas de mercado sobre idades em que homens e mulheres se unem para o primeiro casamento e os confrontou com o perfil etário da população local para analisar áreas com maior tendência a criação de novas famílias. Com relação a empregos, ele se utilizou de pesquisas sobre a oferta de empregos em áreas de tecnologia, saúde e setor de serviços, por considerar áreas prioritárias para o emprego de jovens no momento atual e as confrontou com possíveis localizações de propriedades.

Serviços oferecidos aos residentes

A *Equity Residential* (2014a) utilizou-se da estratégia de fidelização dos clientes mediante oferecimento de um vasto portfólio de serviços, válidos somente para os seus clientes. Além disso, direcionou o treinamento de seus empregados de forma a buscar alinhamento com a filosofia da empresa, que privilegia o foco no atendimento das necessidades do cliente e não simplesmente no bem em si. E para tanto, se apoiaram em uma plataforma operacional desenhada para poder suportar a oferta destes serviços aos clientes.

Pesquisa de Mercado

De forma a fundamentar suas estratégias as companhias utilizaram-se de atividades de consultoria e de pesquisa de mercado, as quais forneceram uma profusão de dados, análises e estatísticas. A utilização de pesquisas de mercado foi comum as duas empresas, a diferença entre elas foi que na *Equity Residential* predominou-se o fornecimento deste serviço por empresas terceirizadas e na *AvalonBay*, foram criados departamentos ou divisões internas à empresa.

Foram fornecidas estatísticas por mercado de interesse da empresa em relação a: perfil demográfico, perfil etário, formação educacional, taxas de emprego, formação de famílias, perfil de renda, idade de casamento, custo de aquisição de propriedades, estatísticas sobre construção e sobre aprovação de novos edifícios, estoques de apartamentos, demanda por novas locações de apartamento, vacância, entre outros. Estes dados também são fornecidos com as informações cruzadas, ou seja formação de famílias e perfil de escolaridade, taxas de empregos e formação escolar, entre outros.

Estas informações foram periodicamente coletadas no mercado e aliadas a base de dados das empresas, foram constantemente analisadas e utilizadas para fornecer suporte para a tomada de decisões na empresa. Tal procedimento tende a elevar o padrão de aderência das táticas operacionais à estratégia da corporação. E foram utilizadas de forma a definir os mercados de atuação ou identificar o público alvo, bem como adequar produtos (*AvalonBay*) ou serviços (*Equity Residential*) a seu público alvo.

Estratégia de compra e desenvolvimento de propriedades

A estratégia da *Equity Residential* privilegiou aquisições de propriedades existentes e renovações (atualizações) para adequar aos padrões da empresa, enquanto a *AvalonBay* utilizou como principal estratégia desenvolvimento de novas propriedades (construção) sobre medida para sua utilização. Para tanto as empresas se utilizaram de alavancagem financeira. As companhias se beneficiaram de sua capacidade elevada de financiamento com baixo custo para adquirir ativos, trocando financiamentos mais elevados por outros de menor custo¹¹.

4. MERCADO DE LOCAÇÃO BRASILEIRO

¹⁰ Este volume possibilitou inclusive a oferta, pela *Equity Residential*, de opções de fidelização a clientes para continuar em um apartamento de propriedade do *REIT*, mesmo que seja necessária a mudança de localização geográfica de moradia por motivos pessoais.

¹¹ Em outros casos aproveitaram oportunidades para comprar outras companhias ou propriedades que estavam com problemas financeiros. Em um exemplo mais recente (27 de fevereiro de 2013) a *Equity Residential* comprou conjuntamente com a *AvalonBay* por US\$ 16 bilhões de dólares a empresa *Archstone Apartments* que pertencia ao banco *Lehman Brothers Holdings Inc.*, cuja quebra desencadeou a crise no mercado imobiliário americano de 2008.

O mercado imobiliário tem observado um excepcional desenvolvimento em todos os seus segmentos. Este desenvolvimento ocorreu seguindo a estabilidade econômica experimentada pelo país, com a ajuda de diversas reformas implementadas de cunhos econômico, legislativo, tributário e jurídico.

Com esta mudança macroeconômica, houve um movimento de modernização e aprimoramento da capacidade gerencial das empresas de real estate, as quais lograram obter acesso a *funding* no mercado de capitais, o que possibilitou que suas operações atingissem outros patamares de produção e faturamento. Por outro lado, os bancos, que com maiores garantias fornecidas por aprimoramentos na legislação e um cenário macroeconômico estável de médio e longo prazo, passaram a participar mais ativamente no mercado de crédito com a possibilidade de oferecimento de financiamento mais longos e com juros mais baixos.

Desta forma a concessão de crédito no Brasil aumentou significativamente passando de R\$ 1,8 bilhões de reais em 2002 para R\$ 109,1 bilhões em 2013 (ABECIP, 2014). Isto proporcionou capacidade de compra da primeira casa própria para muitas famílias brasileiras, devido ao alargamento da capacidade financeira dos consumidores que o crédito conferiu.

Acesso ao crédito mais generalizado e maior poder de compra da população, resultaram em uma variação positiva do valor dos imóveis muito superior à inflação nas grandes cidades brasileiras.

Este gradiente de variação acima dos índices inflacionários e, portanto, acima dos rendimentos salariais (normalmente corrigidos pela inflação) tornou mais difícil e cara a tarefa de adquirir o imóvel desejado no lugar escolhido.

A compra da casa própria continua sendo a meta da vida das famílias, entretanto de forma a ajudar no equacionamento do problema de moradia, a possibilidade da locação residencial aparece como uma alternativa viável, desejável e muitas vezes mais factível. Apesar da demanda por locação ter aumentado nos últimos anos, refletidos nos censos realizados pelo IBGE, a análise dos dados de economias capitalistas mais desenvolvidas revelaram uma tendência de aumento na proporção entre domicílios particulares locados sobre o total dos domicílios. Enquanto no Brasil, em 2011 (IBGE, 2012, Tabela 6.1d), 17,30 % do total de domicílios particulares permanentes eram alugados, este índice alcançava 30,20 % nos Estados Unidos (ESTADOS UNIDOS, 2013), 36,00 % na Inglaterra (INGLATERRA, 2011) e 46,60 % na Alemanha (EUROPEAN COMMISSION, 2011). Estes resultados possivelmente indicaram uma tendência de que em economias mais desenvolvidas existe uma propensão a uma maior parcela da população optar por morar em imóveis locados.

Estas famílias constituem-se em provável demanda por imóveis alugados, entretanto para existência de equilíbrio da atividade de locação, deve haver oferta. Esta tende a aparecer quando existe atratividade para o locador, dentro de parâmetros de retorno comparáveis a outras alternativas disponíveis na economia para um padrão similar de risco.

Os recursos oriundos de locação de imóveis são recursos conservadores de baixo risco, os quais tradicionalmente competem em uma faixa compreendida entre os rendimentos da caderneta de poupança e os títulos de renda fixa oferecidos pelo Tesouro do Brasil, tendendo a se aproximar do rendimento da caderneta de poupança.

Desta forma, um *benchmark* para uma aplicação de baixo risco pode ser uma faixa de valores entre a aplicação em títulos do tesouro brasileiro remunerados a 100 % da taxa SELIC (com incidência de alíquota de imposto de renda de 15 %) e a caderneta de poupança (isenta de imposto de renda). Portanto, trata-se de uma faixa de valores

compreendida entre um rendimento de 9,14 % a.a. nominal líquido de impostos e 7,15 % a.a. nominal isento de impostos, para o mercado de fevereiro de 2014.

O ambiente nas décadas passadas não foi propício ao investimento em portfólios de locações residenciais devido à instabilidade econômica, às constantes mudanças de regras, à dificuldade de substituição de um inquilino inadimplente ou ainda aos longos prazos das instâncias judiciais.

Entretanto, foram introduzidas alterações na nova Lei do Inquilinato, lei 12.112 de 9 de dezembro de 2009, sancionada em 10/12/09 (com entrada em vigor em 25/01/10), que objetivaram conferir uma maior celeridade nos processos de retomada do imóvel locado a um inquilino inadimplente e conseqüentemente conceder uma maior segurança para os proprietários destes imóveis.

Porém, costuma-se demandar um tempo significativo para que estas mudanças produzam alterações quantitativas no mercado, pois é preciso confirmar que os litígios se resolvam em um ritmo mais abreviado com uma maior celeridade na tramitação de novos processos. Além disso precisa ser verificado um alinhamento das decisões do judiciário em conformidade ao conjunto de alterações da legislação.

Uma vez suplantadas estas restrições, investidores que tradicionalmente investem através do gerenciamento direto de propriedades podem se sentir propensos a investir através de instrumentos de securitização atraídos por um desenvolvimento da atividade de locação conduzida com um enfoque profissional com estratégias planejadas para atuação no segmento.

Além das vantagens discorridas anteriormente a respeito de utilização de um instrumento de securitização em relação ao gerenciamento direto dos ativos, a constituição de um grande portfólio de propriedades diversificados geograficamente pode conferir características de segurança ao investimento, por tender a resultar em um menor risco de inadimplência absoluto, de modo que distúrbios particulares no comportamento de uma unidade do portfólio possam ser diluídas no conjunto.

Este portfólio tende a oferecer ganhos de escala com redução de custos (gerenciamento, administrativos, operacionais, entre outros).

Por outro lado, um fundo com renda proveniente de locações residenciais apresenta um portfólio com diversos inquilinos, com contratos com períodos de maturação diferentes, o que tende a diminuir a inadimplência em relação a operação direta, normalmente ligada a um único ou poucos inquilinos.

A vantagem tributária se constitui em um importante fator competitivo que diferencia o investimento direto do investimento através de um fundo. Ao se investir em um fundo imobiliário, os rendimentos distribuídos para a pessoa física são isentos de imposto de renda. Quando se gerencia diretamente a propriedade, o recebimento da renda de locação pela pessoa física é tributada à alíquota de até 27,5 % de imposto de renda.

Apesar desta vantagem tributária a operação em um FII apresenta alguns custos não presentes na locação direta. Podem ser citados os custos de estruturação do fundo (custos com consultores, auditores e advogados), os custos de lançamento do fundo à mercado (gastos com órgãos controladores como por exemplo a taxa de fiscalização da CVM, custos com advogados, gastos com instituições financeiras com a comissão de colocação das cotas, custos de marketing para o mercado e custos com publicações legais obrigatórias, entre outros) e custos de administração do fundo pela instituição financeira.

5. MODELO E RESULTADOS

Com o intuito de analisar as condições para estruturação de um fundo imobiliário com renda proveniente de locações residenciais do ponto de vista de atratividade para um investidor foi elaborado o estudo de um caso protótipo uma vez que ainda não se encontram no mercado brasileiro fundos imobiliários com esta estratégia de atuação. Desta forma, foi arbitrada uma região de Influência situada em bairros da Zona Sul da Cidade de São Paulo, em regiões lindeiras a polos geradores de emprego, a atividades de lazer e diversão e em bairros com estrutura de transporte público. Nesta região foram coletados dados de uma amostra significativa onde puderam ser coletadas informações para arbitragem do cenário referencial, no qual foram imputadas variáveis com comportamentos dentro de fronteiras esperadas de variação.

O custo de aquisição do Portfólio foi ilustrado na Tabela 1. Foi considerada a aquisição de apartamentos com áreas entre 40 m² e 130 m².

Tabela 1 – Custo de aquisição do Portfólio

Custo de Aquisição Portfólio (R\$ / m²)	
Preço de compra de imóvel e colocação mobiliário, equipamentos e decoração por m2	10.528
Preço de compra de imóvel por m2	9.808
Preço de compra e instalação de mobiliário, equipamentos e decoração por m2	720

Fonte: os autores (2014)

Foi arbitrado um fundo de investimento imobiliário com capital de R\$ 300 milhões de reais cuja calibragem foi ilustrada na Tabela 2.

Tabela 2 – Calibragem do fundo de investimento imobiliário de locação residencial

CALIBRAGEM DO CAPITAL DO FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO		
Valores em R\$ Fev 14		
Capital do Fundo de Investimento Imobiliário	300.000.000	100,00%
Contas de estruturação (devolução ao originador)	- 775.000	-0,26%
contas de lançamento do fundo à mercado	3,50% capital fundo - 10.500.000	-3,50%
contas das corretagens das locações	valor 1 locação mensal - 1.789.918	-0,60%
contas da transmissão do imóvel	3,00% s/ custo imóvel - 8.313.643	-2,77%
reserva de segurança	0,50% sobre capital - 1.500.000	-0,50%
Mês de distribuição margem segurança	13	
preço de compra dos imóveis (valor do Portfólio)	277.121.439	92,37%

Fonte: os autores (2014)

O cenário referencial de locação foi retratado na Tabela 3.

Tabela 3 – Cenário referencial de locação

CENÁRIO PARA LOCAÇÃO (Variáveis em faixas para o Cenário Referencial)			
Valores em R\$ Fev - 14			
Aluguel de Referência / m ² de AreaBR / mês			68,00
Variação do Valor do Aluguel em regime	variação positiva		2,50%
	Variação negativa		-5,00%
Ganho ou Perda real do aluguel - Ciclo Operacional			
Reajuste anual real sup.(taxa de incremento superior real alt	0,000% a.m.	a.a.	0,00%
Taxa de Ocupação Arbitrada para período operacional	ano operacional	1	85,00%
	ano operacional	2	90,00%
	ano operacional (em regime)	3	95,00%
Cenário referencial entre fronteiras: do ano3 em diante, desvio máximo arbitrado (mínimo do cenário)			90,00%
Inadimplência no cenário referencial			
prazo de recuperação	taxa		2,00%
	meses		6
recuperação	do débito em atraso		50,00%
Custo dos Vazios / m² de AreaBR não locada / mês			11,00
Contas de Condomínio do Proprietário / m² de Area BR locada / mês			5,00% do custo do vazic 0,55
Corretagem na Renovação de Contratos			
i. Contratos renovados a cada 4 anos, com taxa de renovação de 50%.			50,00%
ii. Custo de corretagem: 1 aluguel mensal.			1
iii. Equivalente ao impacto anual da receita de 1,042%, aplicado a partir do início do ano 3 operacional.			1,04%

Fonte: os autores (2014)

Os custos e as despesas operacionais do FII foram retratadas na Tabela 4.

Tabela 4 – Despesas operacionais do FII

Ciclo Operacional (Contas e Despesas do FII)				
Valores em R\$ Fev 14				
			anual	mensal
FRA (Fundo de reposição de ativos)	3,00%	da receita bruta	644.371	53.698
Administração FII (0,25% de 1/12 do patrimônio)	0,25%	sobre patrimônio (portfólio)	692.804	57.734
Valor mínimo cobrado				30.000
Despesas Operacionais do FII			979.925	80.827
Consultores	0,25%	sobre patrimônio (portfólio)	692.804	57.734
Outras Despesas (auditor, honorários advocatícios, prêmios seguros)	0,10%	sobre patrimônio (portfólio)	277.121	23.093
Escriturador		anual	10.000	

Fonte: os autores (2014)

E o cenário econômico foi retratado na Tabela 5.

Tabela 5 – Cenário Econômico

CENÁRIO ECONÔMICO (Variáveis em faixas para o Cenário Referencial)				
Valores em R\$ Fev - 14				
Inflação pelo IGP-M (% a.a.)				
inflação mínima no cenário, pela taxa equivalente anual	0,23% a.m.	a.a.		2,86%
inflação média no cenário, pela taxa equivalente anual	0,52% a.m.	a.a.		6,43%
Inflação máxima no cenário, pela taxa equivalente anual	0,80% a.m.	a.a.		10,00%
TAT - taxa de atratividade equiv. efetiva acima IGP-M	0,26% a.m.	a.a.		3,20%
RMA - Rentabilidade média anual real - patamar mínimo	0,60% a.m.	a.a.		7,50%

Fonte: os autores (2014)

Com isto pôde-se proceder a uma análise da qualidade do investimento de modo a obter resultados para o cenário referencial para os indicadores TIR (taxa interna de retorno), TIR RODi (taxa interna de retorno referente exclusivamente ao fluxo do resultado operacional disponível) e RMA (Rentabilidade Média Anual). Na sequência foram obtidos os indicadores para o cenário referencial entre fronteiras.

Por fim foi executada uma análise de risco com flutuação dos valores taxa de ocupação, valor de locação e taxa de inadimplência isolados e depois simultâneos, conforme faixas de distorção indicadas na Tabela 6.

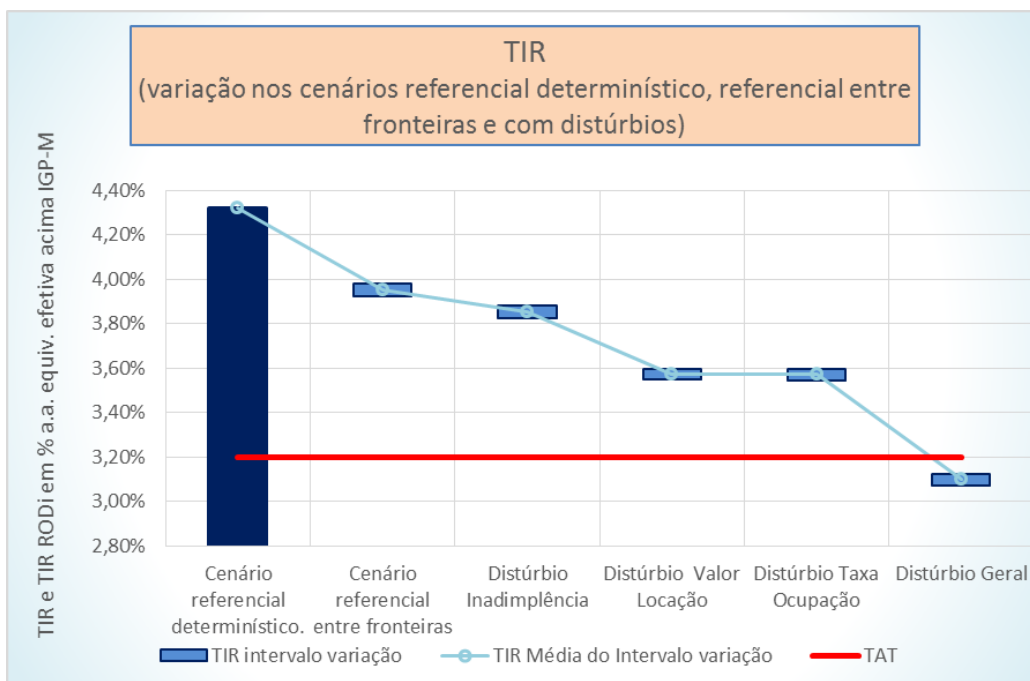
Tabela 6 – Análise de riscos – fronteiras de distorção

Análise de Risco			
Perturbação: Inadimplência, Valor Locação e Taxa Ocupação			
variável taxa de Inadimplência			
Cenário referencial	Valor		2,00%
	Fx variação Mín..		0,00%
Fronteiras Variação Cenário Referencial	Fx variação Máx.		0,00%
Fronteiras Variação na Análise de Risco	Fx Distorção Mín.		0,00%
	Fx Distorção Máx.		200,00%
Variável Valor de Locação			
Cenário referencial	Valor	R\$	68,00
	Fx variação Mín..		-5,00%
Fronteiras Variação Cenário Referencial	Fx variação Máx.		2,50%
Fronteiras Variação na Análise de Risco	Fx Distorção Mín.		0,00%
	Fx Distorção Máx.		-7,50%
variável taxa de Ocupação			
Cenário referencial	Valor		95,00%
	Valor Mín.		90,00%
Fronteiras Variação Cenário Referencial	Valor Máx.		95,00%
Fronteiras Variação na Análise de Risco	Fx Distorção Mín.		0,00%
	Fx Distorção Máx.		-7,50%

Fonte: os autores (2014)

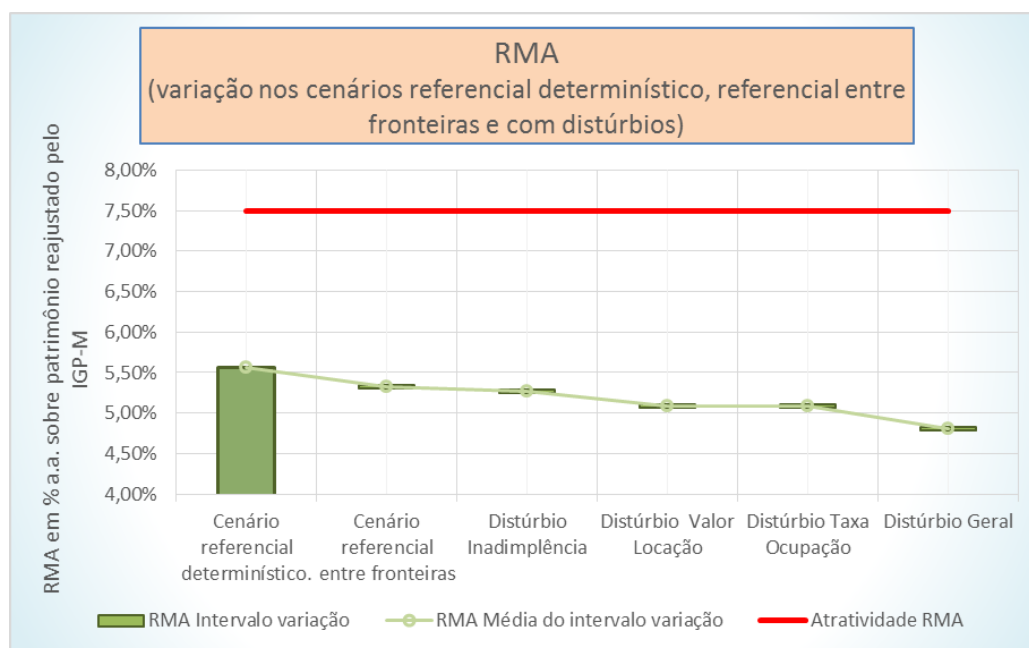
Um gráfico dos indicadores encontrados durante a análise da qualidade foi representado nas figuras Fig. 2 (TIR) e Fig. 3 (RMA).

Fig. 2 - Evolução da TIR (variação nos cenários referencial determinístico, referencial entre fronteiras e com distúrbios)



Fonte: os autores (2014)

Fig. 3 - Evolução da RMA (variação nos cenários referencial determinístico, referencial entre fronteiras e com distúrbios)



Fonte: os autores (2014)

Como última etapa das simulações do modelo, foram verificados na Tabela 7 os indicadores atuais para a operação direta dos imóveis pelos proprietários dos ativos para as mesmas condições e cenários analisados no estudo de caso, de forma a estabelecer uma comparação com o desempenho desta atividade em um fundo.

Tabela 7 - Comparação dos indicadores entre FII e investidor pessoa física sujeito a alíquota de imposto de renda de 27,5 % operando diretamente imóveis para cenário entre fronteiras

INDICADORES DE RESULTADOS NAS COTAS DO FII ORIGINAL X INVESTIDOR OPERANDO DIRETAMENTE COM INCIDÊNCIA IR EM 27,5% - CENÁRIO ENTRE FRONTEIRAS		
	FII Original	Investidor Operando Diretamente
	Valores em R\$ Fev-14	Valores em R\$ Fev-14
Capital do Fundo de Investimento Imobiliário	300.000.000	300.000.000
Taxa de Atratividade (TAT)	3,20%	3,20%
Taxa de Retorno (TIR) no Ciclo de 20 anos % anual equivalente, acima do IGP-M	3,80%	1,53%
Parte da TIR Formada pelo Fluxo RODi (TIR-rodii)	0,61%	0,00%
Parâmetro mínimo de atratividade para RMA sobre o capital ajustado pelo IGP-M	7,50%	7,50%
Rentabilidade Média Anual sobre o Capital ajustado pelo IGP-M	5,33%	3,94%

Fonte: os autores (2014)

Da mesma forma que em um fundo imobiliário, a administração e operação de imóveis próprios envolve custos, questões, problemas e riscos similares. Entretanto, a operação direta por pessoas físicas é onerada com o custo tributário que consiste em um diferencial negativo muito significativo. Na atividade de locação incide o imposto de renda, cujas alíquotas variam de 0 a 27,5 %. O ingresso da locação se soma as outras rendas que o contribuinte possa receber mensalmente para cálculo da base de taxação

sobre a qual se incide o imposto. Desta forma, observa-se uma tendência de convergência para as faixas mais altas. Além disso, o tributo deve ser pago em regime mensal¹².

A Tabela 7 indicou que a atividade de locação residencial, nas condições estudadas ofereceu indicadores superiores para os investidores quando a operação foi realizada dentro de um fundo imobiliário em detrimento da operação direta.

Conforme observado, a incidência do imposto de renda na receita de locação na pessoa física prejudica a operação ao interferir de forma significativa nos indicadores.

Estas alíquotas são progressivas, incidindo, na base mensal no valor global da receita de locação recebida, evoluindo muito rapidamente para a alíquota máxima de 27,50 %, pôde-se observar que para alíquotas de IR igual ou superiores a 7,5%, tanto os indicadores TIR quanto RMA, apresentam resultados superiores ao ser utilizado um fundo imobiliário em detrimento de recebimento direto de aluguel pela pessoa física¹³.

6. DISCUSSÃO E CONCLUSÃO

A locação residencial constitui-se em uma alternativa de moradia em cidades cada vez mais populosas. É importante que sejam incentivados mecanismos que auxiliem o desenvolvimento deste mercado.

Uma das opções pode ser com a utilização de mecanismos de securitização que possibilitem o acesso do capital de pequenos e médios investidores de modo a complementar o financiamento para alavancagem de empreendimentos neste setor. Portanto, devem ser verificadas as condições para a estruturação de fundos imobiliários com renda proveniente de locação residencial, do ponto de vista dos investidores.

Estes investidores podem ser classificados em investidores que investem em outros fundos imobiliários, investidores que investem em outras aplicações financeiras de renda fixa com padrão similar de riscos e investidores que operam diretamente os imóveis.

O estudo de caso indicou que um fundo com estas características estudadas deve procurar formas de incrementar sua atratividade ao cotista, quer seja mediante aumento de receitas (RODi), quer seja com diminuição de seus custos de operação ou de lançamento à mercado, de forma a aumentar suas chances na atração de clientes no mercado competitivo de fundos imobiliários.

Desta forma, torna-se importante a busca por investimentos mais consistentes principalmente em relação a RMA, pois um dos vetores utilizados por investidores na escolha de opções de investimento entre fundos imobiliários reside na análise e comparação da RMA (*dividend yields*), além de análise das relações risco x retorno.

Foram apontadas várias sugestões que podem ser utilizadas pelo fundo imobiliário para melhorar sua performance de modo a conferir mais atratividade a este fundo. Inicialmente foram indicadas as estratégias seguidas pelos *REITs* para auxiliar no desenvolvimento do mercado de fundos imobiliários de locação residencial, de modo a

¹² Despesas com o imóvel como taxa de administração, IPTU e condomínio, desde que pagas pelo proprietário podem ser deduzidas da base de cálculo.

¹³ Deve ser ressaltado que muitas pessoas físicas optam por montar estruturas empresariais (empresas imobiliárias, holdings, empresas de participações, entre outros) para recebimento do aluguel com o objetivo de obter um benefício fiscal, entre outras razões. Entretanto, mesmo nestes casos, além de ocorrer a incidência de alíquotas elevadas de imposto de renda, também são agregados outros impostos e os custos inerentes ao funcionamento destas estruturas (pessoal, burocracia, entre outros). Assim de uma forma geral ocorre a incidência de alíquotas elevadas qualquer que seja a forma de recebimento de aluguel pela pessoa física, fora de um fundo imobiliário.

obter possíveis benefícios com os valores superiores de locação ou de taxa de ocupação, bem como redução de custos ou inadimplência, entre outros.

Por exemplo, estas corporações buscaram localizar seus ativos em áreas mais restritivas e com uma maior probabilidade de possíveis clientes com propensão à locação ou com perfil de renda ou escolaridade superiores e também em áreas com taxas de crescimento de população e de renda *per capita* robustas e superiores a médias nacionais ou estaduais.

Este perfil de cliente, por possuir um perfil de crédito melhor e uma maior empregabilidade, tende a contribuir para o fundo com um risco de inadimplência menor, mesmo em épocas em que as condições macro econômicas fossem menos favoráveis.

Como estratégia para atrair os clientes foram pesquisados os desejos e anseios dos consumidores de forma a desenhar uma propriedade atrativa e adequada para estes. Ferramentas de marketing e pesquisa de mercado foram utilizadas, de modo a aproximar a percepção dos desejos dos clientes com os arquitetos e designers, de modo a desenhar os produtos e serviços mais adequados para serem oferecidos aos primeiros.

Para aumentar a taxa de retenção de clientes as empresas ofereceram um leque de serviços e de vantagens de maneira a induzir seus inquilinos a permanecer em suas propriedades.

Estas estratégias de atração e retenção de clientes podem dotar os fundos com um perfil mais robusto e sólido de taxas de ocupação e uma maior permanência dos inquilinos nos imóveis.

Conforme informado pela *Equity Residential* (2014a), seus representantes nas comunidades desempenham funções mais abrangentes do que administrar a operação dos edifícios. Eles tem entre suas atribuições o dever de relacionar-se com os poderes públicos, as lideranças comunitárias e os representantes do comércio local onde os empreendimentos estejam situados. Esse espectro amplo de funções do gerente visa auxiliar no desenvolvimento da vizinhança em quesitos como segurança, iluminação, conservação, indução de atividade comercial, cultural ou de lazer, no sentido de conferir mais atratividade aos ativos da companhia. Edifícios em comunidades mais desenvolvidas, seguras e mais ativas no comércio e no lazer tendem a exibir atributos de qualidade superior que eventualmente podem se traduzir em uma valorização do aluguel.

Outras estratégias foram utilizadas de modo a satisfazer os clientes e desta forma garantir que estes permaneçam fiéis a empresa. Esta fidelidade tende a diminuir as razões de cancelamento de contratos ou aumentar as taxas de renovação, aumentando como consequência final a taxa de ocupação.

Um exemplo destas estratégias foi a utilização da base operacional do *REIT* para atrair e reter os clientes, pois um serviço deficiente tende a repelir ou, no longo prazo, a induzir a fuga de locatários de suas propriedades. Desde o primeiro contato, as empresas buscaram um relacionamento eficiente, fornecendo uma informação completa e clara. Elas disponibilizaram em seus sites o acesso a seu portfólio e ofereceram mecanismos de busca de modo a ajudar os clientes a encontrar os imóveis adequados a suas necessidades. São exemplos disso a profusão de informações sobre a redondeza dos imóveis e a avaliação das propriedades através do critério de *Walk Score*¹⁴.

¹⁴ *Walk Score*: Trata-se de uma companhia que criou um índice, o *Walk Score*, que certifica um número aos requisitos de proximidade de conveniência pela vizinhança. Este número pode ser certificado a uma propriedade, um edifício, ou uma região. Esta escala varia de 0 a 100 por propriedade. O número de pontos conferidos a uma propriedade é decrescente, conforme a propriedade certificada se distancia da conveniência, até atingir zero em uma milha. Conveniências importantes são parques, cinemas, teatros, escolas, escritórios, mercados e supermercados, além de estabelecimentos de compras, lazer, estudo ou trabalho comuns, importante na vida dos clientes. (WALK SCORE, 2014)

Os *REITs* priorizaram a satisfação do cliente com o produto ou serviço oferecido e para isso, incluíram a concessão de garantias ou facilidades. Por exemplo, um novo morador ao se mudar para uma propriedade da empresa *Equity Residential* (2014a), caso não esteja satisfeito com a escolha, ainda tem a prerrogativa de cancelar o contrato em até 30 dias da entrega das chaves, pagando somente os dias efetivamente utilizados, sem multas ou penalidades (*Programa Total Satisfaction da Equity Apartments*). Um outro exemplo pode ser fornecido na utilização do site para solicitação de serviços de manutenção. Caso estes reparos demorem mais do que um tempo determinado¹⁵, descontos nos aluguéis podem ser concedidos (*Programa Express Service da Equity Apartments*).

Esta confiança constitui-se em importante fator na construção de uma marca para uma empresa. A identificação de bons produtos e serviços a uma empresa, ajudam na construção de uma marca. Uma marca fortalecida pode auxiliar possíveis futuros clientes a decidir morar nas propriedades da empresa. Este raciocínio poderia ser aplicado à realidade brasileira para ajudar no desenvolvimento do mercado, de modo a agregar valor na locação e com isto aumentar a rentabilidade de FIIs residenciais.

Foi observado que os *REITs*, de forma geral, optaram por deter o controle sobre o gerenciamento de suas propriedades. Isto foi obtido mediante a preferência por aquisição ou desenvolvimento de 100% de seus ativos. Desta forma as empresas passaram a ter autonomia sobre a operação de seus ativos, decidindo com liberdade sobre aspectos de investimentos em renovação ou reformas, reparos e conservação, ampliação ou redução de oferta, mudança de característica dos apartamentos conforme mudança de hábitos dos clientes, entre outras medidas, que pudessem conferir maior aderência dos anseios e desejos dos clientes ao portfólio de ativos da empresa.

Locar um imóvel, diferentemente do que adquirir uma propriedade, não envolve a imobilização de uma soma razoável de recursos. A decisão da escolha do apartamento envolve restrições relacionadas ao fluxo mensal de recursos (orçamento mensal da família) e não as restrições relacionadas a quantidade de poupança acumulada. Desta forma, tende a existir uma maior flexibilidade na variável preço mensal do aluguel que o inquilino pode pagar, podendo haver uma maior influência de fatores qualitativos na escolha, tais como conveniência, praticidade, status, prazer, segurança, entre outros.

Apesar dos preços de locação residencial dos ativos serem formados pelo mercado competitivo, a utilização das ferramentas corretas, aliadas a serviços adequados aos desejos dos consumidores, podem adicionar um valor extra percebido pelos clientes. Afinal este poder preferir morar em locais em que se sintam bem, seguro, prático, confortável ou em uma vizinhança agradável e para isto, ele pode desembolsar um pouco a mais.

Conseguir relacionar aos ativos atributos que possam ser percebidos pelo cliente como atributos de qualidade, sem onerar a operação proporcionalmente constitui-se em um fator chave para o sucesso. Este preço em um padrão superior pode contribuir para rentabilizar as operações de um fundo imobiliário.

A experiência norte-americana foi bem sucedida na medida em que a atividade de locação residencial retirou o foco do produto (propriedade) e o transferiu para o cliente (desejos e serviços). Esta mudança na estratégia rentabilizou a operação dos *REITs* no mercado americano.

Todos estes fatores em conjunto podem apresentar sinergias que podem ajudar a contribuir para uma melhora de performance do fundo.

O cenário referencial inicial considerado no estudo de caso protótipo não considerou nenhum benefício ou sinergia positiva ao se agregar o portfólio sobre um único

¹⁵ Decorridos dois dias úteis sem o reparo executado passa-se e receber abatimentos no valor da locação.

gerenciamento e com a possibilidade de utilização de estratégias adequadas, na medida em que se incorporam os ganhos de performance advindos da utilização das corretas estratégias. Caso estas condições se verificassem, o desenvolvimento de um mercado de fundos imobiliários de locação poderia ser impulsionado como uma alternativa de investimento no mercado competitivo de fundos imobiliários.

Entretanto, existe uma outra parcela de investidores interessados em recebimento de aluguel residencial ou que sempre exerceram a atividade, representados por proprietários de imóveis que operam diretamente suas propriedades, utilizando-se ou não de terceiros (imobiliárias, administradoras de bens, entre outras), que não se utilizam de um mecanismo de securitização. Este conjunto de pessoas operam e administram os imóveis, recebendo os aluguéis com preços similares aos levantados nas pesquisas de mercado utilizadas para elaboração do cenário referencial e que estão submetidos a um padrão similar de riscos.

Na comparação, do ponto de vista do investidor, o fundo imobiliário apresentou indicadores superiores a operação direta, para os investidores pessoa física sujeitos a alíquotas de imposto de renda de 27,5% (Tabela 7).

Simulações executadas com a variação das alíquotas de imposto de renda progressivamente (0%, 7,5%, 15%, 22,5% e 27,5%) indicaram que o desempenho dos indicadores dentro de um fundo imobiliário é superior para todas as alíquotas com excessão da faixa de 0%.

Além dos indicadores, conforme Amato (2009), a operação por instrumento de securitização apresenta inúmeras outras vantagens, tais como, universalidade de acesso, mitigação de riscos, flexibilidade de saída, fracionamento do investimento, facilidade de desmobilização, entre outros, devido a natureza do instrumento de securitização.

O estudo de caso desenvolvido para um fundo protótipo, com renda proveniente de locação residencial, nas condições do cenário referencial, projetado no momento atual, forneceu indicadores que não conferiram atratividade na comparação com outros fundos imobiliários de locação comercial. Entretanto, quando comparados com a operação direta das propriedades, se situaram em patamares superiores, o que sugere que para este público alvo pode existir interesse em investir em um fundo com estas características.

Eventualmente o fato de ainda não ter se desenvolvido este mercado pode ser fruto do desbalanceamento entre retorno e risco percebido. Um acréscimo de performance pode impulsionar este desenvolvimento.

Para isto, foi indicado um leque de estratégias que podem auxiliar no incremento de performance ou na mitigação de riscos, fatores decisivos para um desenvolvimento deste produto neste segmento.

O volume de capitalização das empresas americanas que operam no mercado residencial de locação tende a indicar que, por analogia, existe um significativo segmento de mercado ainda inexplorado no Brasil.

7. REFERÊNCIAS

AMATO, F.B. **Implantação de Empreendimento de base imobiliária por meio de Fundos de Investimentos Imobiliário**: Critérios de governança dos recursos financeiros para mitigação de riscos capaz de potencializar a captação de investimentos privados com característica de poupança. 2009. 217 p. Tese (Doutorado em Engenharia de Construção Civil e Urbana) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: <http://www.realestate.br/images/File/arquivosPDF/TESE_FernandoAmato.pdf>. Acesso em: 18 ago. 2013.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO E POUPANÇA (ABECIP). **Financiamento Imobiliário**: Dados históricos do SBPE. São Paulo: ABECIP, 2014. Disponível em: <http://www.abecip.org.br/m22.asp?cod_pagina=680&submenu=sim&cod_pai=430&cod_pai2=680>. Acesso em: 07 mar.2014.

AVALONBAY COMMUNITIES INC. Apresenta informações sobre a companhia. Arlington. Disponível em: <<http://www.avalonbay.com>>. Acesso em: 06 mar. 2014.

BM&F BOVESPA. **Boletim do Mercado Imobiliário**: Março de 2014. São Paulo, 2014. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/fundos-listados/download/Boletim-Mercado-Imobiliario-201403.pdf>>. Acesso em: 25 mar. 2014.

EQUITY RESIDENTIAL. Chicago. Apresenta informações sobre a companhia. Disponível em: <<http://www.equityapartments.com>>. Acesso em: 06 mar. 2014.

EQUITY RESIDENTIAL. **Driving Performance, Creating Value**: March 2014. Chicago, 2014. 36 p. Disponível em: <<http://investors.equityapartments.com/Cache/1001184269.PDF?Y=&O=PDF&D=&FI D=1001184269&T=&IID=103054>>. Acesso em: 04 abr. 2014.

ESTADOS UNIDOS. US Department of Housing and Urban Development. **1st Quarter 2013 National Housing Market Summary**. Washington, DC: HUD, 2013. 10 p. Disponível em: <http://www.huduser.org/portal/periodicals/ushmc/pdf/NationalSummary_1q2013.pdf>. Acesso em: 21 nov. 2013.

EUROPEAN COMMISSION EUROSTAT. **Housing Statistics**. Luxembourg: Eurostat, 2011. Paginação irregular. Disponível em: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Housing_statistics>. Acesso em: 26 ago. 2013.

INGLATERRA. Office for National Statistics England. **A Century of Home Ownership and Renting in England and Wales**: Part of 2011 Census Analysis. Londres: ONS, 2013. Paginação irregular. Disponível em: <<http://www.ons.gov.uk>>. Acesso em: 26 ago. 2013

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). **Pesquisa Nacional de Amostra de domicílios de 2011 a 2001 - PNAD**: Tabela 6.1c. Rio de Janeiro: IBGE, 2012. Paginação irregular. Disponível em: <http://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/periodicos/59/pnad_2011_v31_br.pdf>. Acesso em: 26 ago. 2013.

NATIONAL ASSOCIATION OF REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS (NAREIT). **REIT Watch March 2014**: A monthly statistical report on the real estate investment trust industry. Washington, DC, 2014. 46 p. Disponível em: <<http://www.reit.com/sites/default/files/reitwatch/RW1403.pdf>>. Acesso em: 25 mar. 2014.

PORTO, P.T. **Método para gestão de Portfólios de investimentos em Edifícios de Escritório para Locação no Brasil**. 2010. 280 p. Tese (Doutorado em Engenharia de Construção Civil e Urbana) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. Disponível em: <http://www.realestate.br/images/File/arquivosPDF/TESE_PaolaTorneriPorto.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2013.

ROCHA LIMA JR, J. **Fundos Imobiliários têm futuro no Brasil?** São Paulo: NRE - Escola Politécnica da Universidades de São Paulo, abr./jun. 2011. 11 p. Disponível em: <<http://www.realestate.br/images/File/NewsLetter/CartaNRE24-2-11.pdf>>. Acesso em: 09 dez. 2012.

SOLA, L.F. **Condições para estruturação de fundos imobiliários com renda proveniente de locações residenciais**. 2014. 216 p. Monografia (Monografia em Engenharia de Construção Civil e Urbana) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <<http://www.poli-integra.poli.usp.br/monografias/>>.

WALK SCORE. Apresenta informações sobre a companhia. Seattle.,Disponível em: <<http://www.walkscore.com/>>. Acesso em: 06 abr. 2014.