

ISADORA VILAS BOAS LEITE

**FATORES DE ANÁLISE PARA DECISÃO DE INVESTIMENTO EM FUNDOS DE  
FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**

São Paulo

2022

ISADORA VILAS BOAS LEITE

**FATORES DE ANÁLISE PARA DECISÃO DE INVESTIMENTO EM FUNDOS DE  
FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**

Monografia apresentada à Escola  
Politécnica da Universidade de São Paulo, para  
obtenção do título de Especialista em Real Estate  
– Economia Setorial e Mercados MBA-USP

Orientador:

Profa. Dra. Paola Torneri Porto

São Paulo

2022

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

### Catálogo-na-publicação

Vilas Boas, Isadora

Fatores de análise para decisão de investimento em Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário / I. Vilas Boas -- São Paulo, 2022.

113 p.

Monografia (MBA em Economia setorial e mercados, com ênfase em Real Estate) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Poli-Integra.

1.Fundos de Investimento Imobiliário 2.Fundos de Fundos 3.Decisão de investimento 4.Fatores de análise I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Poli-Integra II.t.

*Aos meus pais, pelo amor, incentivo e compreensão.*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço à professora Dra. Paola Torneri Porto pela orientação, paciência e confiança ao longo do desenvolvimento deste trabalho.

Aos professores do curso, que tanto me ensinaram e me ajudaram a construir um olhar crítico, não só para elaboração desse trabalho, mas em minha vida profissional.

Aos meus pais, que sempre me incentivaram a aprender e me dedicar mesmo que a recompensa não seja óbvia, nem imediata.

Aos meus amigos que sempre me incentivam, apoiam e acreditam no meu potencial em aspectos que eu nunca imaginei.

## RESUMO

O crescimento acelerado do mercado de Fundos de Investimento Imobiliário a partir do ano de 2019, tanto em valor sob gestão, quantidade de fundos, quanto em número de investidores, possibilitou o crescimento de categorias de fundos até então pouco exploradas no mercado brasileiro, como a de Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário.

Tendo em vista o contexto do mercado, este trabalho tem o objetivo de identificar fatores de análise para a decisão de investimento em Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário, sob a perspectiva do investidor cotista que teve suas alternativas de investimento em FOFs ampliadas.

Os fatores de análise foram identificados a partir do estudo das características específicas dos FOFs que os diferenciam das demais categorias de FII e entrevistas com gestores de FII. Nas quais foram explorados aspectos que influenciam os níveis de retorno e volatilidade dos FOFs, além de outros pontos que devem ser considerados pelo investidor ao escolher um fundo. Em seguida, foi realizado um estudo de caso para validação dos fatores de análise levantados e verificação de sua aplicabilidade a partir de dados reais dos FOFs negociados na B3.

Como resultado da análise foi identificado que, além da qualidade das informações disponibilizadas pelo gestor e escolha da métrica de análise correta, o padrão de distribuição dos dividendos, composição da carteira do fundo, mudanças na carteira do fundo e liquidez do FOF e de seus ativos investidos, são fatores de análise relevantes para a decisão de investimento em Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário.

**Palavras chaves:** Real Estate. Fundos de Investimento Imobiliário, Fundos de Fundos

## **ABSTRACT**

The accelerated growth of the IFI market since 2019, both in value under management, amount of funds, and in the number of investors, enabled the growth of categories of funds hitherto little explored in the Brazilian market, such as Real Estate Investment Fund Funds.

In view of the market context, this study aims to identify guidelines for the analysis of investments in Real Estate Investment Funds, from the perspective of the investor who had their investment alternatives in FOF expanded.

The guidelines were identified from the study of the specific characteristics of the FOF that differentiate them from the other FII categories and interviews with FII managers who explored aspects that influence the levels of return and volatility of the FOF, in addition to other points that should be considered by the investor. when choosing a fund, resulting in the survey of analysis factors. Next, a case study was carried out using data from the FOF traded on B3 to assess the behavior of the yields against the factors raised.

As a result of the analysis, it was identified that in addition to the quality of the information provided by the manager and the choice of the correct analysis metric, the dividend distribution pattern, composition of the fund's portfolio, changes in the fund's portfolio and liquidity of the FOF and its invested assets are guidelines relevant for the analysis of investment in Real Estate Investment Funds.

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

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Mandatos de FII .....	35
Tabela 2- FIIs por segmento.....	35
Tabela 3- Fundos Imobiliários negociados na B3 em operação e representatividade do Patrimônio .....	38
Tabela 4- Investidores de Fundos de Fundos: Percentual de investidores pessoa física.....	40
Tabela 5-Tipologias de Fundos de Investimento Imobiliário.....	41
Tabela 6- Fatores de análise iniciais levantados.....	44
Tabela 7- Fatores de análise levantados .....	52
Tabela 8- Retorno e Distribuição de dividendos dos FOF entre out/20 e set/21.....	54
Tabela 9- Fundos de Fundos alvo da análise .....	56
Tabela 10- Patrimônio Líquido e Volume de Negociação dos FOFs.....	92

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1- 1ª Etapa metodológica .....	18
Figura 2- 2ª Etapa metodológica .....	18
Figura 3- 3ª Etapa metodológica .....	19
Figura 4- 4ª Etapa metodológica .....	19
Figura 5- Estrutura de um FII no Brasil .....	23
Figura 6- FII registrados e listados .....	25
Figura 7 - Evolução do número de investidores e de investidores pessoa física em FIIs .....	26
Figura 8- Volume investido em FIIs por pessoas físicas e representatividade do volume investido por pessoas físicas no mercado como um todo.....	26
Figura 9- Número de investidores por tipo em março de 2022.....	27
Figura 10- Participação na posição em custódia (R\$).....	27
Figura 11- Participação no volume negociado (R\$).....	28
Figura 12- Saldo mediano investido por pessoas físicas em FIIs.....	28
Figura 13- Perfis de investidores pessoa física.....	29
Figura 14- Motivos para resgate do investimento .....	30
Figura 15- Fontes de aprendizado do investidor pessoa física .....	31
Figura 16- Confiança do investidor pessoa física nas fontes de informação.....	31
Figura 17- Fontes de informação dos investidores pessoa física.....	32
Figura 18- Processo de escolha e análise de investimento do investidor pessoa física.....	33
Figura 19- Distribuição mensal de dividendos (R\$/cota) - jan/19 a set/21 .....	57
Figura 20- Distribuição mensal de dividendos (R\$/cota) - jun/19 a set/21 .....	58
Figura 21- Distribuição mensal de dividendos (R\$/cota) - mar/20 a set/21 .....	58
Figura 22- Variação do IFIX .....	60
Figura 23- Distribuição decorrente de ganho de capital dos FOF e variação do IFIX.....	61
Figura 24- Composição das distribuições BCIA11- Distribuição decorrentes de ganho de capital e de dividendos distribuídos pelos ativos investidos .....	63
Figura 25- Giro da carteira e ganho de capital BCIA11 .....	64
Figura 26- Alocação da carteira em fundos de tijolo e fundos de papel ou CRI -BCIA11 .....	65
Figura 27- Composição das distribuições BCFF11- Distribuição decorrente de ganho de capital e de dividendos distribuídos pelos ativos investidos .....	66

Figura 28- Giro da carteira e ganho de capital BCFF11- Distribuição decorrente de ganho de capital e de dividendos distribuídos pelos ativos investidos .....	67
Figura 29- Alocação da carteira em fundos de tijolo e fundos de papel ou CRI -BCFF11.....	67
Figura 30- Composição das distribuições HGFF11- Distribuição decorrente de ganho de capital e de dividendos distribuídos pelos ativos investidos .....	68
Figura 31 - Giro da carteira e ganho de capital HGFF11- Distribuição decorrente de ganho de capital e de dividendos distribuídos pelos ativos investidos .....	69
Figura 32- Alocação da carteira em fundos de tijolo e fundos de papel ou CRI -HGFF11 .....	69
Figura 33- Composição das distribuições IBFF11- Distribuição decorrente de ganho de capital e de dividendos distribuídos pelos ativos investidos .....	70
Figura 34- Giro da carteira e ganho de capital IBFF11- Distribuição decorrente de ganho de capital e de dividendos distribuídos pelos ativos investidos .....	71
Figura 35- Alocação da carteira em fundos de tijolo e fundos de papel ou CRI -IBFF11 .....	72
Figura 36-Composição das distribuições XPSF11- Distribuição decorrente de ganho de capital e de dividendos distribuídos pelos ativos investidos .....	72
Figura 37- Giro da carteira e ganho de capital XPSF11 .....	73
Figura 38-Alocação da carteira em fundos de tijolo e fundos de papel ou CRI -XPSF11 .....	74
Figura 39- Composição das distribuições RVBI11- Distribuição decorrente de ganho de capital e de dividendos distribuídos pelos ativos investidos .....	74
Figura 40-Giro da carteira e ganho de capital RVBI11 .....	75
Figura 41- Alocação da carteira em fundos de tijolo e fundos de papel ou CRI -RVBI11 .....	76
Figura 42- Lajes corporativas- P/VPA médio no fechamento do trimestre e Distribuição média trimestral por cota (R\$).....	78
Figura 43- Recebíveis Imobiliários- P/VPA médio no fechamento do trimestre e Distribuição média trimestral por cota (R\$).....	79
Figura 44- Shoppings- P/VPA médio no fechamento do trimestre e Distribuição média trimestral por cota (R\$).....	80
Figura 45- Logístico- P/VPA médio no fechamento do trimestre e Distribuição média trimestral por cota (R\$).....	81
Figura 46- Agências Bancárias- P/VPA médio no fechamento do trimestre e Distribuição média trimestral por cota (R\$).....	82
Figura 47- Incorporação- P/VPA médio no fechamento do trimestre e Distribuição média trimestral por cota (R\$).....	83

Figura 48- Hospital - P/VPA médio no fechamento do trimestre e Distribuição média trimestral por cota (R\$).....	84
Figura 49- Educacional - P/VPA médio no fechamento do trimestre e Distribuição média trimestral por cota (R\$).....	84
Figura 50- Hotéis - P/VPA médio no fechamento do trimestre e Distribuição média trimestral por cota (R\$).....	85
Figura 51- Alocação por setor BCIA11.....	86
Figura 52- Alocação por setor BCFF11.....	87
Figura 53- Alocação por setor HGFF11.....	87
Figura 54- Alocação por setor IBFF11.....	88
Figura 55- Alocação por setor XPSF11.....	89
Figura 56- Alocação por setor RVBI11.....	89
Figura 57- Alocação média dos FOF por setor.....	90
Figura 58- Maiores posições HFOF11.....	93
Figura 59- Maiores posições IBFF11.....	93
Figura 60- Fatores de análise para decisão de investimento em Fundos de Fundos.....	94
Figura 61- Dividendos FOFs R\$/cota.....	111
Figura 62- Data e Valor de emissão FOFs.....	112
Figura 63- Carteira BCFF11.....	113
Figura 64- Giro da carteira BCFF11.....	115
Figura 65- Carteira BCIA11.....	118
Figura 66- Giro da carteira BCIA11.....	120
Figura 67- Carteira XPSF11.....	121
Figura 68- Giro da carteira XPSF11.....	123
Figura 69- Carteira IBFF11.....	124
Figura 70- Giro da carteira IBFF11.....	126
Figura 71- Carteira RVBI11.....	127
Figura 72- Giro da carteira RVBI11.....	128

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
B3	Brasil, Bolsa, Balcão (Bolsa de Valores do Brasil)
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FII	Fundo de Investimento Imobiliário
FIP	Fundo de Investimento em Participações
FOF	<i>Fund of Funds</i> (Fundo de Fundos)
ICVM	Instrução CVM
IFIX	Índice de Fundos de Investimento Imobiliário
LCI	Letra de Crédito Imobiliário
LH	Letras Hipotecárias
LIG	Letra Imobiliária Garantida
REIT	<i>Real Estate Investment Trust</i>

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	14
1.1 JUSTIFICATIVA .....	15
1.2 OBJETIVOS .....	17
1.3 MÉTODOS DE PESQUISA .....	17
1.4 ESTRUTURAÇÃO DO TRABALHO .....	20
2. DESENVOLVIMENTO .....	21
2.1 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.....	21
2.1.1 Definição e Histórico .....	21
2.1.2 Investidores de Fundos de Investimento Imobiliário.....	25
2.1.3 Categorias de fundos de Investimento Imobiliário .....	34
2.1.4 IFIX- Índice de Fundos de Investimento Imobiliário .....	36
2.2 FUNDOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.....	37
2.2.1 Evolução dos Fundos de Fundos no Brasil .....	37
2.2.2 Investidores de Fundos de Fundos .....	40
2.2.3 Características dos Fundos de Fundos .....	41
2.3 ENTREVISTAS COM GESTORES.....	43
2.3.1 Roteiro de entrevistas.....	43
2.3.2 Entrevistas com gestores.....	45
2.3.3 Resultados das entrevistas .....	52
3. ESTUDO DE CASO .....	53
3.1 ANÁLISE DO RETORNO .....	53
3.2 COMPOSIÇÃO DAS DISTRIBUIÇÕES E PERFIL DA CARTEIRA .....	59
3.3 COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA .....	77
3.4 LIQUIDEZ DO MERCADO DE FUNDOS IMOBILIÁRIOS E PATRIMÔNIO LÍQUIDO DOS FUNDOS DE FUNDOS .....	91

4. RESULTADOS.....	94
5. CONCLUSÃO .....	100
6. REFERÊNCIAS .....	102
ANEXO A - Categorias de FII .....	104
APÊNDICE A - Dividendos dos FOFs.....	111
APÊNDICE B - Emissões dos FOFs.....	112
APÊNDICE C - Carteira e giro da carteira dos FOFs.....	113

## 1. INTRODUÇÃO

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

Apesar dos atrativos do veículo de investimento, apenas em 2018 o mercado de FIIs ganhou maior destaque, quando um processo de crescimento acelerado foi iniciado e o número de cotistas passou de 100 mil em 2018 para cerca de 645 mil cotistas ao final do ano de 2019 e continuou a crescer chegando a 1,52 milhões de cotistas ao final de novembro de 2021, dentre esses 1,51 milhões investidores pessoa física. O crescimento do número de investidores veio acompanhado do aumento do número de FIIs em operação e Patrimônio Líquido do mercado, que contava com 190 fundos listados na B3 em 2018 e passou a ter 374 fundos listados ao final de terceiro trimestre de 2021.

A ampliação do mercado trouxe maior relevância para algumas categorias, como a de Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário, que investem majoritariamente em cotas de outros FIIs e em títulos de recebíveis. De acordo com Tognini e Alencar (2019), esse veículo apresenta as vantagens de diversificação de portfólio e gestão ativa, além de oferecerem aos investidores pessoa física acesso a títulos de investimento restritos a investidores profissionais.

No entanto, apesar de englobados em uma categoria única, os FOFs hoje negociados tem níveis distintos de rendimento e volatilidade, trazendo um desafio para investidor, o de como escolher em qual FOF investir. Com base nesse questionamento este trabalho foi desenvolvido.

## 1.1 JUSTIFICATIVA

Rocha-Lima (2022) aponta que os Fundos de Fundos Imobiliários, apesar de estarem no ambiente dos fundos imobiliários, são instrumentos muito diferentes dos tradicionais fundos imobiliários de imóveis, que funcionam como um veículo para a aquisição de um portfólio de imóveis a ser explorado para geração de rendimentos.

Os FOFs se diferenciam por gerarem renda para seus investidores a partir de diferentes segmentos de imóveis para a renda combinados em uma carteira balanceada. Contando com investimentos em escritórios, galpões logísticos, shoppings centers, títulos de dívida, entre outros ativos imobiliários ou de lastro imobiliário, enquanto as demais categorias de FIIs, normalmente, contam com uma estratégia de gestão especializada, voltada a um tipo específico de imóvel. Ainda, os gestores de FOFs podem aplicar recursos baseando-se em arbitragens especulativas, sendo esse outro importante elemento de diferenciação dos FOFs e em relação as demais categorias de FIIs.

Pois como coloca Rocha-Lima (2022), os FOFs arcam com os custos de gestão dos fundos investidos, além do próprio custo do fundo, portanto, precisam ser agressivos na formação de receita para serem competitivos, o que impulsiona o uso de estratégias de arbitragem que contam com compra e venda de cotas de FIIs no curto prazo.

O nível de risco dos Fundos de Fundos também é um fator que os diferencia das demais tipologias de FIIs. Alencar (2022) utiliza o indicador Beta como medida de risco de um certo ativo ou tipologia de ativo em relação ao risco médio do mercado como um todo e associa um binômio risco-retorno, apontado pelo indicador Beta, acima da média do mercado a um comportamento do ativo vinculado a negociações de teor especulativo:

Um IFIX com beta mais próximo de 1,0 indica que a sua medida, ou comportamento, está mais fortemente vinculada com negociações de teor especulativo acerca do valor das cotas na bolsa do que propriamente ao desempenho efetivo dos segmentos do real estate.

Inversamente, o IFIX com beta mais próximo de 0 do que de 1,0, deverá decorrer de uma participação mais expressiva da componente renda no cômputo do total return dos FII, uma vez que empreendimentos de base imobiliária, presentes nos principais portfólios que são levados em conta na composição do IFIX, caracterizam-se como investimentos de perfil conservador, e que, portanto, tendem a oferecer remunerações

mais próximas da taxa isenta de risco do que daquelas associadas aos investimentos de caráter mais especulativo.

Convém observar que o perfil da composição do IFIX vem se modificando bastante ao longo do período, principalmente nos últimos dois anos, migrando de uma participação mais significativa dos Fundos com portfólios de empreendimentos para uma participação relativa crescente no índice de Fundos de aplicação financeira (com portfólio de recebíveis) e Fundos de fundos (FoFs).

Combinando a análise de Rocha-Lima (2022), que coloca o uso de arbitragens especulativas como fator chave para a competitividade dos FOFs, com o trabalho de Alencar (2022), que associa negociações de teor especulativo a um nível de risco maior, entende-se que os FOFs posicionam-se como uma classe de ativos de maior risco dentro do mercado de Fundos de Investimento Imobiliário.

A diretriz de investimentos dos FOFs é a criação de uma carteira diversificada para investimento em diversas classes de imóveis, o que é feito a partir percepção do gestor da carteira sobre o cenário atual e futuro do mercado imobiliário e do ambiente dos Fundos de Investimento Imobiliário. Isso implica na formação de carteiras de investimentos com uma quantidade elevada de ativos em seu portfólio em relação aos FIIs de imóveis, normalmente focados em uma única classe de ativos. Além da baixa concentração por ativo, a necessidade de adequação ao contexto de mercado e de geração de resultados para os cotistas, também por meio da compra e venda e de cotas de FIIs, traz oscilações frequentes na carteira do fundo.

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

## 1.2 OBJETIVOS

O objetivo deste trabalho é propor fatores de análise que orientem a decisão de investimento em Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário, sob a perspectiva do investidor cotista que deseja realizar investimentos imobiliários por meio desse veículo especificamente.

## 1.3 MÉTODOS DE PESQUISA

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

As etapas da metodologia, seus elementos de análise, objetivos, fontes de dados utilizadas e resultados obtidos em cada uma delas estão descritos abaixo:

Figura 1- 1ª Etapa metodológica

<b>1. ANÁLISE DO MERCADO FIIs</b>	
<b>Análise</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Funcionamento do mercado de FIIs no Brasil e evolução</li> <li>• Categorias de FIIs existentes e características de cada uma</li> <li>• Perfil de investidores</li> </ul>
<b>Objetivo</b>	Entender o mercado em que os FOFs estão inseridos e características das categorias de FII existentes
<b>Fonte de dados</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dissertações, monografias, teses, artigos, sites</li> <li>• Dados fornecidos pela B3 e CVM</li> </ul>
<b>Resultados</b>	Características de cada categoria de FII

Fonte: Elaborado pela autora

Figura 2- 2ª Etapa metodológica

<b>2. ANÁLISE DO SEGMENTO DE FOFs</b>	
<b>Análise</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Histórico e evolução dos FOFs</li> <li>• Características específicas</li> <li>• Análise de indicadores dos fundos para identificação de assimetrias entre eles</li> <li>• Verificação de diferenças entre os FOFs e demais categorias de FIIs</li> </ul>
<b>Objetivo</b>	Identificar diferenças entre os FOFs e demais categorias de FIIs como fatores iniciais para análise de investimento em FOFs
<b>Fonte de dados</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dissertações, monografias, teses, artigos, sites</li> <li>• Dados fornecidos pela B3 e CVM</li> <li>• Informes e relatórios de FOFs</li> <li>• Indicadores financeiros extraídos do Economática</li> </ul>
<b>Resultados</b>	Fatores iniciais para análise de FOFs

Fonte: Elaborado pela autora

Figura 3- 3ª Etapa metodológica

<b>3. ENTREVISTAS COM GESTORES</b>	
<b>Análise</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Apresentação do contexto do trabalho e objetivo</li> <li>• Apresentação dos fatores iniciais de análise levantados</li> <li>• Questionamento sobre importância do trabalho proposto, validade dos fatores inicialmente levantados e demais pontos relevantes sobre o mercado e pontos relevantes para a análise na visão dos gestores</li> </ul>
<b>Objetivo</b>	Validação dos fatores iniciais de análise e levantamento de demais fatores relevantes para a análise de FOFs
<b>Fonte de dados</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Conclusões das etapas anteriores 1 e 2</li> </ul>
<b>Resultados</b>	Lista de fatores de análise

Fonte: Elaborado pela autora

Figura 4- 4ª Etapa metodológica

<b>4. ESTUDO DE CASO</b>	
<b>Análise</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Levantamento dos dados de operação dos e análise dos indicadores de performance dos FOFs</li> <li>• Formatação dos dados de análise de forma que possam ser confrontados com os fatores de análise</li> <li>• Observação dos dados dos FOFs frente os fatores de análise em diferentes cenários para validar sua aplicabilidade</li> </ul>
<b>Objetivo</b>	Validar os fatores de análise levantados nas etapas 1, 2 e 3 e verificar sua aplicabilidade usando dados reais.
<b>Fonte de dados</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fatores de análise levantados nas etapas 1, 2 e 3</li> <li>• Relatórios de gestão dos FOFs</li> <li>• Indicadores e dados dos FOFs extraídos do Economática</li> <li>• Relatórios trimestrais dos fundos</li> <li>• Materiais publicitários das ofertas dos fundos</li> <li>• Sites dos FOFs</li> </ul>
<b>Resultados</b>	Fatores de análise validados para a decisão de investimento em FOFs

Fonte: Elaborado pela autora

#### 1.4 ESTRUTURAÇÃO DO TRABALHO

A pesquisa aqui realizada terá sua metodologia desenvolvida, resultados analisados e conclusões apresentadas nos 4 capítulos a seguir da introdução.

O primeiro deles é o capítulo 2, chamado Desenvolvimento, que trata o embasamento teórico do trabalho a partir da revisão bibliográfica sobre o tema de Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil, apresentada a partir da descrição suas características, evolução e detalhamento da categoria de Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil. Após o entendimento do tema do trabalho de forma mais abrangente, o capítulo de Desenvolvimento é finalizado com a apresentação das entrevistas com gestores de FOFs, incluindo o roteiro utilizado e respostas obtidas.

Em seguida, o capítulo 3 apresenta o Estudo de Caso, que consiste na aplicação prática dos fatores de análise identificados durante o escopo teórico do trabalho para a análise de dados reais dos Fundos de Fundos Imobiliários hoje negociados na B3.

Após a apresentação dos elementos teóricos e aplicação prática dos conceitos estudados, são analisados e apresentados os resultados do trabalho a partir de uma lista dos fatores de análise para decisão de investimento em FOFs organizados por temas e a descrição de cada fator.

Por fim, o capítulo 5 traz as conclusões do estudo, incluindo ponderações sobre o cumprimento do objetivo do trabalho, qualidade dos resultados obtidos, suas limitações e possibilidades de aplicação prática.

## **2. DESENVOLVIMENTO**

### **2.1 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**

O entendimento do mercado de Fundos Investimento Imobiliário no Brasil, que servirá de embasamento para os temas abordados durante este trabalho, passa pela definição de FII, seu histórico e evolução, perfil de seus investidores, categorias de fundos imobiliários e o principal índice utilizado para medir seu desempenho.

#### **2.1.1 Definição e Histórico**

No Brasil, os Fundos de Investimento Imobiliário foram criados em 1993 e regulamentados pela CVM em 1994, a partir da publicação das Instruções nº 205 e nº 206.

O veículo de investimento foi inspirado no modelo americano de REITS, dado o êxito dessa estrutura, com a proposta de criação de um veículo capaz de promover a segurança do investimento, que permitisse a captação de recursos para uma das principais indústrias do nosso País e estivesse disponível para diversos perfis de investidores: pequenos, médios e grandes, conforme apontado por Okazuka (2015) em sua análise do processo de criação dos FIIs.

Os FIIs são condomínios fechados de investidores, ou seja, não é permitido o resgate da quota, de modo que, para liquidar sua posição, o investidor deve negociá-la no mercado secundário (PORTO, 2010).

Após a criação do veículo, em janeiro de 1994, a CVM regulamentou o funcionamento dos FIIs inicialmente a partir da Instrução nº 206, que tratava de sua constituição, administração e utilização das normas contábeis para construção das demonstrações financeiras dos fundos. O segundo passo desse processo foi dado em 2003, a partir da Instrução nº 389, que trouxe evoluções para a listagem de cotas no mercado de balcão de organizado e teve seguimento a partir da Instrução nº 472, publicada em 2008 e vigente até hoje.

A Instrução nº 472 abordou, além da constituição, administração e funcionamento dos FII, a oferta pública de distribuição de cotas, divulgação de informações dos fundos e a definição dos ativos nos quais os Fundos de Investimento Imobiliário podem investir.

Tal definição foi uma das mudanças mais relevantes para evolução dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil, pois ampliou as possibilidades de investimento, conforme apresentado em seu Artigo 45:

Art. 45. A participação do fundo em empreendimentos imobiliários poderá se dar por meio da aquisição dos seguintes ativos:

I – quaisquer direitos reais sobre bens imóveis;

II – desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM, ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII;

III – ações ou cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII;

IV – cotas de fundos de investimento em participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII ou de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário;

V – certificados de potencial adicional de construção emitidos com base na Instrução CVM nº 401, de 29 de dezembro de 2003;

VI – cotas de outros FII;

VII – certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII e desde que sua emissão ou negociação tenha sido registrada na CVM;

VIII – letras hipotecárias; e

IX – letras de crédito imobiliário. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2008)

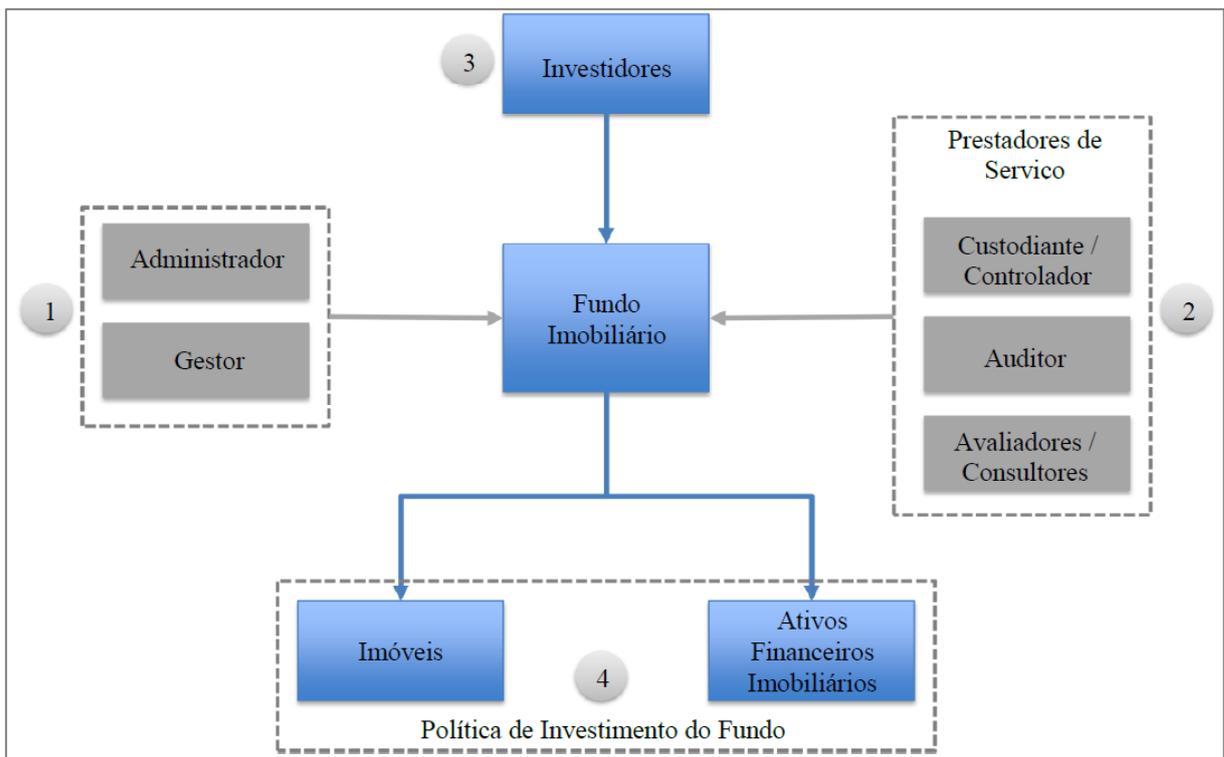
Entre a criação dos Fundos de Investimento Imobiliário em 1993 e a nova regulamentação desenvolvida pela CVM, por meio da Instrução nº 472 de 2008, existem alguns marcos da evolução dos FII no Brasil apontados por Okazuka (2015).

Entre eles, a publicação da Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999, que colocou novas regras para isenção tributária dos rendimentos dos fundos, para que os fundos fossem utilizados como veículo de captação para o mercado de capitais e não por empresas do setor imobiliário para ganhos tributários em suas próprias atividades. Ainda em 1999, a criação primeiro FII voltado a investidores de segmento de varejo, o Fundo de Investimento Imobiliário Pátio Higienópolis. Em 2005, a aprovação da Lei nº 11.193/1995, que estabeleceu regras de isenção tributária nos rendimentos para investidores pessoa física e, por fim, a possibilidade de distribuição de cotas de FIIs por grandes bancos para o segmento de varejo criada pela Instrução nº 472.

Mais adiante, em 2016, foram publicadas as instruções nº 571 e nº 580 que alteraram a Instrução nº 472, com mudanças relacionadas à divulgação de informações periódicas e governança dos Fundos, ampliando o escopo de atuação do consultor especializado e detalhando situações de conflito de interesse.

A estrutura de um Fundo de Investimento Imobiliário no Brasil conta com as figuras do Administrador, do Gestor e dos prestadores de serviço, conforme ilustrado por Okazuka (2015).

Figura 5- Estrutura de um FII no Brasil



Fonte: A Utilização dos Fundos de Investimento Imobiliários como Veículos na Gestão de Ativos das Empresas (OKAZUKA, 2015)

O administrador, responsável pela constituição do FII, é obrigatoriamente uma instituição financeira e pode contratar um gestor responsável pela gestão dos ativos investidos. Os prestadores de serviços são agentes contratados pelo fundo para assegurar a guarda dos ativos, a contabilização dos ativos e das movimentações financeiras, auditoria, elaboração e divulgação das demonstrações financeiras do fundo. Os investidores disponibilizam os recursos financeiros para o fundo e se tornam cotistas e, por meio do veículo do fundo, o gestor e administrador fazem a aquisição dos ativos imobiliários que serão geridos para gerar resultados aos cotistas.

A captação de recursos para distribuição das cotas do FII pode ser feita por meio de uma oferta pública conforme a Instrução CVM nº400 ou por meio de uma oferta pública com esforços restritos por meio da Instrução CVM nº476.

A ICVM 476 é destinada à distribuição de cotas entre no máximo 50 investidores profissionais, definidos como investidores pessoa física ou jurídica que possuem um volume em investimentos financeiros de pelo menos 10 milhões de reais. Já a ICVM 400, é destinada ao público geral, investidores pessoa física ou jurídica e exige a apresentação do prospecto da oferta e listagem do fundo na B3, diferentemente da oferta 476.

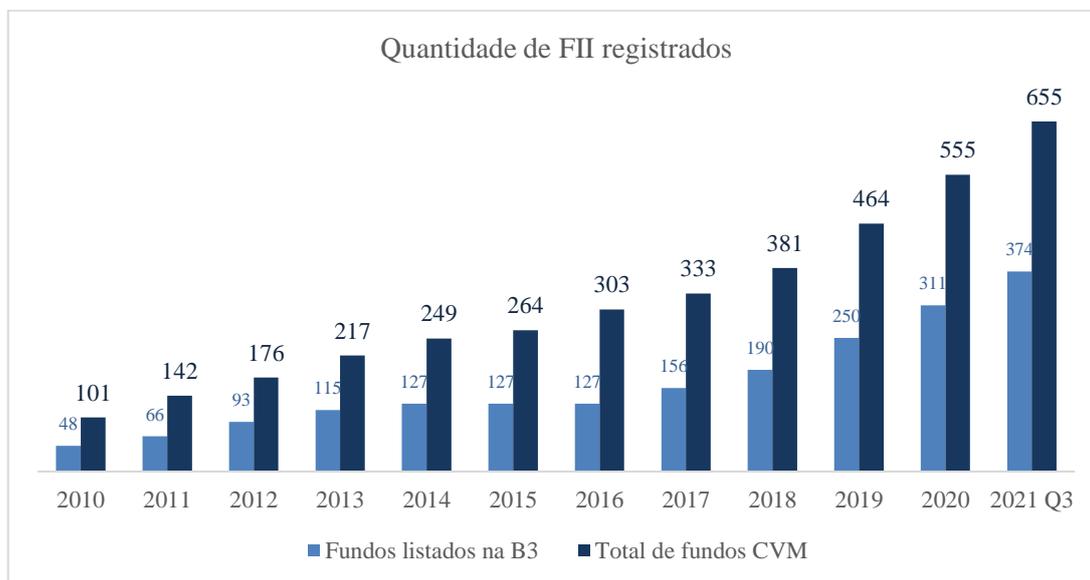
Os FIIs têm a obrigatoriedade de, semestralmente, distribuir pelo menos 95% de sua renda líquida para garantir os benefícios tributários do veículo aos investidores. A renda líquida corresponde a receita de aluguel ou venda dos imóveis adquiridos pelo fundo, ou o rendimento pago pelos títulos de recebíveis investidos pelo fundo, descontados de todos os custos de operação e manutenção dos ativos, dos custos de manutenção do FII, taxas de gestão e administração. A distribuição de dividendos é a primeira fonte de receita do cotista, que consegue também obter receita a partir da venda de suas cotas do FII no mercado secundário.

A isenção tributária dos FIIs é válida de acordo com algumas regras. A distribuição de pelo menos 95% do lucro aos cotistas semestralmente, limite de 25% das cotas do Fundo em nome do incorporador, sócio do empreendimento, construtor ou pessoas relacionadas a eles e quantidade mínima de 50 cotistas no fundo, sendo que um cotista não pode ter mais 10% das cotas do FII para obter a isenção tributária dos dividendos pagos pelo FII. O ganho de capital obtido com a venda das cotas, no entanto, é tributado em 20% para todos os investidores e fundos imobiliários.

Os primeiros fundos imobiliários surgiram na década de 90, com o FII MEMORIAL OFFICE inaugurando a operação dos FIIs no Brasil no ano de 1994. Desde então, o veículo foi se tornando cada vez mais utilizado, com crescimento acelerado nos últimos 3 anos, tanto no

número de FIIs em operação, quanto na evolução do Patrimônio Líquido consolidado dos fundos, que foi de R\$ 8,3 bilhões<sup>1</sup> em 2010 para R\$ 153 bilhões<sup>2</sup> no final de setembro de 2021.

Figura 6- FII registrados e listados



Fonte: B3 – Boletim do Mercado Imobiliário Out/21, B3- Boletim do Mercado Imobiliário Dez/19, BM&F Bovespa Ago./2014

### 2.1.2 Investidores de Fundos de Investimento Imobiliário

Fundos de Investimento Imobiliário atendem um público amplo de investidores, desde investidores qualificados, até investidores pessoa física de médio e pequeno porte. No entanto, Okazuka (2015) aponta que os benefícios tributários concedidos a pessoas físicas pela regulamentação dos FII indicam um foco na captação de recursos com esse público.

A aderência do produto de investimento a este público é evidenciada a partir dos estudos conduzidos pela B3 sobre o perfil e comportamento dos investidores pessoa física, e dos dados divulgados mensalmente pela B3 no Boletim Mensal de Fundos Imobiliários.

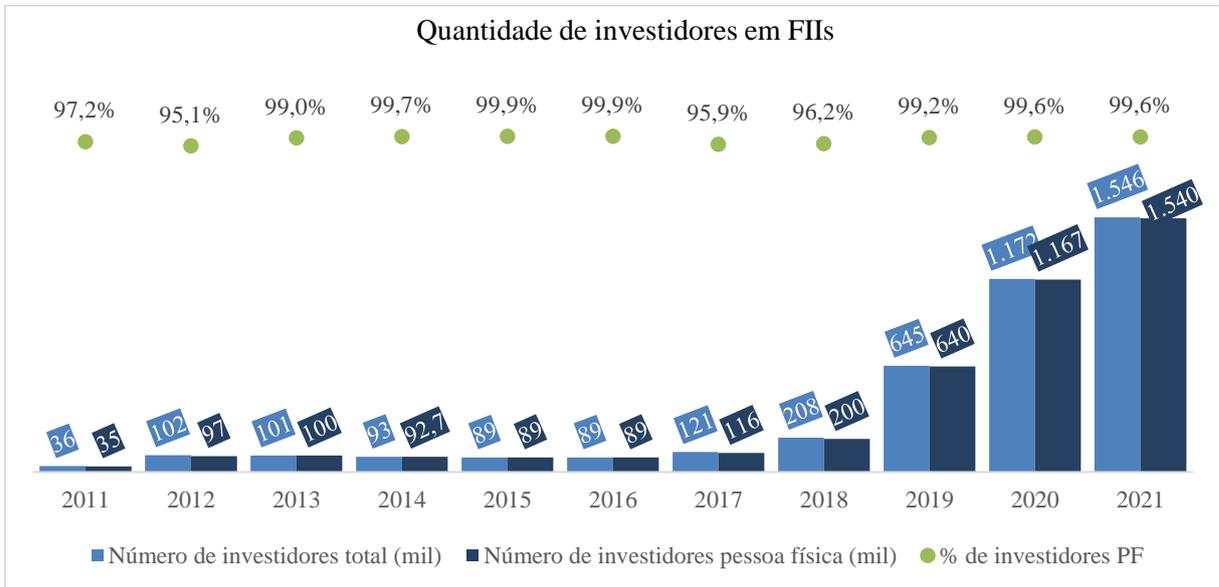
Os relatórios divulgados mostram que, durante a evolução do mercado, os investidores pessoa física sempre tiveram a maior representatividade, tanto no número de investidores quanto no

<sup>1</sup> Informação obtida no material “Estudos Especiais Produtos de Captação” do tema Fundos de Investimento Imobiliário de 2014

<sup>2</sup> Informação obtida no Boletim Mensal Fundos Imobiliários de outubro/2021 publicado pela B3

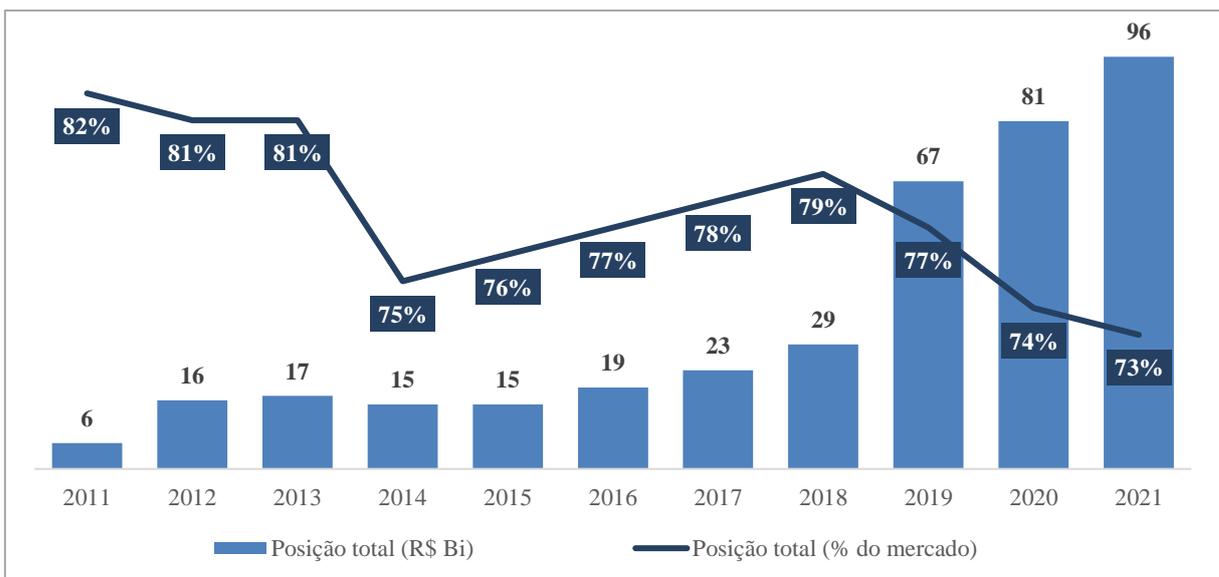
volume investido, como mostram os dados históricos do mercado de fundos imobiliários apresentados abaixo.

Figura 7 - Evolução do número de investidores e de investidores pessoa física em FIIs



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

Figura 8- Volume investido em FIIs por pessoas físicas e representatividade do volume investido por pessoas físicas no mercado como um todo



Fonte: B3- Relatório anual sobre pessoa física do ano de 2021

Em número de investidores, os investidores pessoa física representam quase a totalidade do mercado, enquanto em posição em custódia sempre representaram no mínimo 73% do volume, sendo o perfil de investidor responsável por impulsionar o crescimento desse mercado.

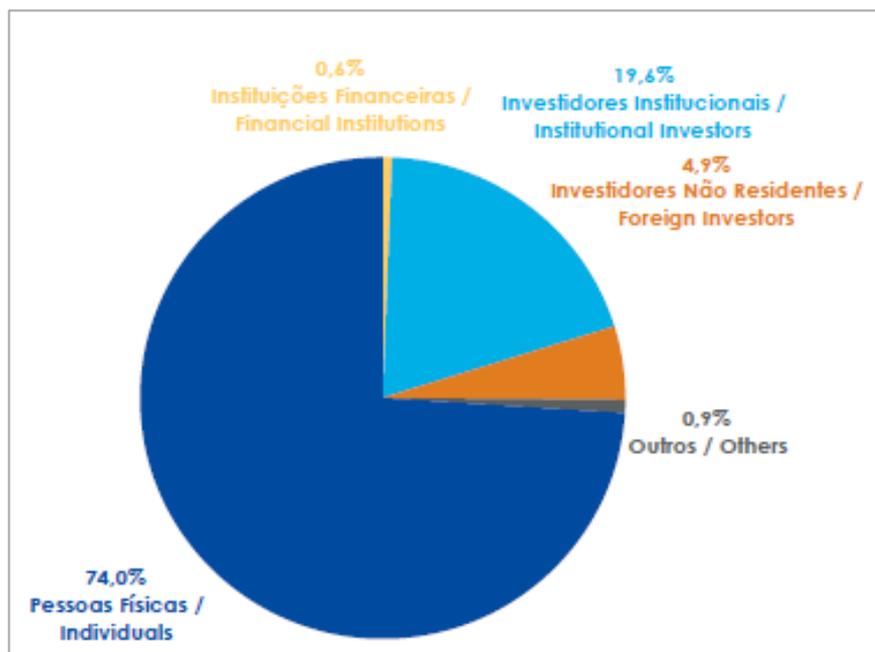
Abaixo estão as informações dos demais tipos de investidores participantes do mercado de FIIs, que indicam investidores institucionais como perfil também relevante em termos de posição em custódia e volume negociado.

Figura 9- Número de investidores por tipo em março de 2022

<b>Investidores</b>	<b>Quantidade de investidores</b>	<b>% do total de investidores</b>
Pessoas Físicas	1.619.278	99,64%
Outros	3.382	0,21%
Investidores Institucionais	2.334	0,14%
Não residentes	128	0,01%
Instituições Financeiras	34	0,002%

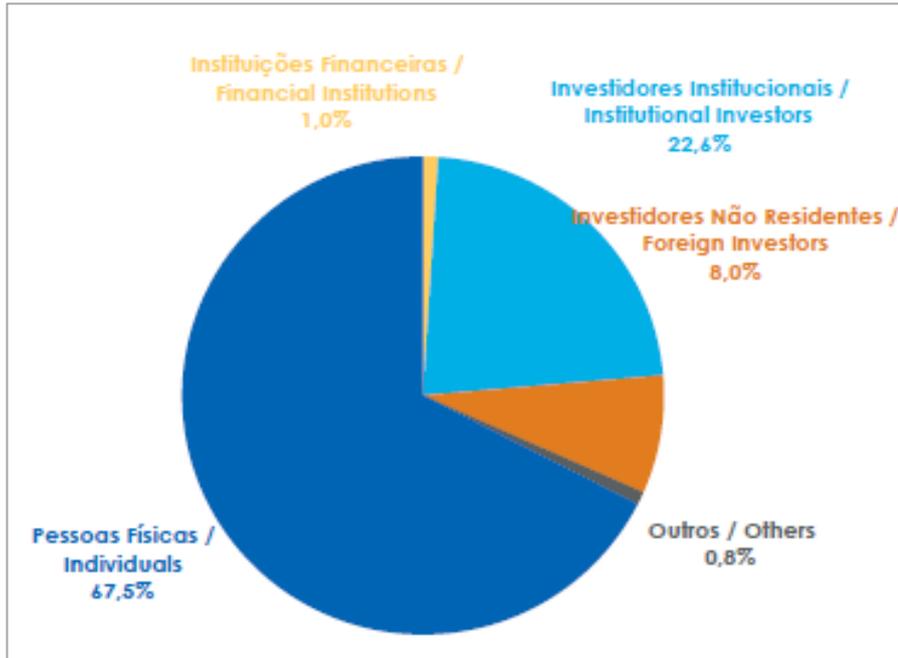
Fonte: B3- Boletim mensal fundos imobiliários março/2022

Figura 10- Participação na posição em custódia (R\$)



Fonte: B3- Boletim mensal fundos imobiliários março/2022

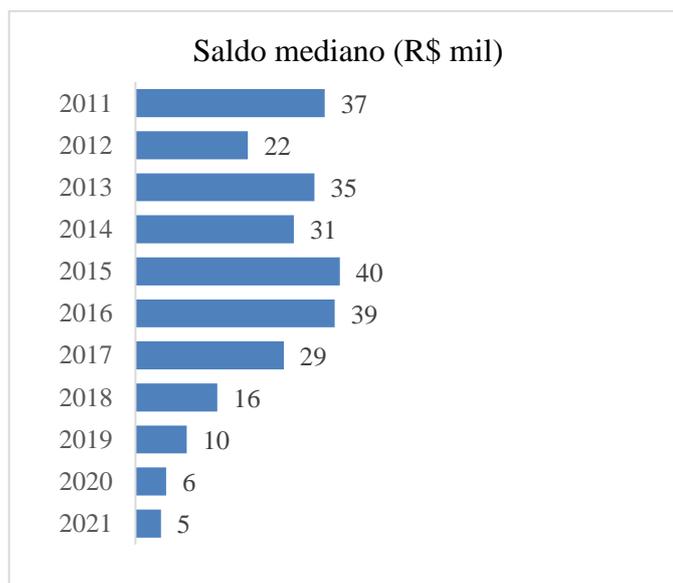
Figura 11- Participação no volume negociado (R\$)



Fonte: B3- Boletim mensal fundos imobiliários março/2022

Os dados divulgados pela B3 também confirmam o alcance dos pequenos e médios investidores pelos fundos imobiliários. O saldo mediano por investidor pessoa física foi de 5 mil reais em 2021 e teve seu valor reduzido enquanto o mercado cresceu, indicando o aumento da participação de pequenos e médios investidores no mercado, principalmente nos últimos anos.

Figura 12- Saldo mediano investido por pessoas físicas em FIIs



Fonte: B3- Relatório anual sobre pessoa física de 2021

Após a forte aumento do número de pessoas, principalmente pessoas físicas, que aplicam seus recursos na bolsa de valores, em 2020 a B3 divulgou um relatório de pesquisa chamado “A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro”.

O relatório foi fruto de um estudo conduzido com o objetivo de conhecer e o perfil e o comportamento dos investidores que iniciaram sua jornada de investimentos em bolsa entre abril de 2019 e abril de 2020. (B3, 2020)

O período estudado coincide com o momento de forte crescimento do mercado de FIIs, como já citado anteriormente, dominado por investidores pessoa física, que apesar de estarem englobados em uma única categoria, tiveram 3 perfis identificados pela pesquisa da B3.

Figura 13- Perfis de investidores pessoa física

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

Dentro de cada perfil analisado, quanto mais conservadora é a pessoa, menor é o conhecimento que ela tem sobre investimentos e diversificação. Consequentemente, quanto maior é o seu apetite a riscos, maior é a sua busca pelo conhecimento e entendimento do mercado.

Fonte: B3- Pesquisa “A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro” (B3, 2020)

Os perfis são relacionados ao nível de conhecimento sobre investimentos dos investidores e a abertura à diversificação, além de aspectos relacionados à segurança, liquidez, aversão a risco e envolvimento com as decisões de investimento.

Os perfis identificados, também poder ser relacionados aos motivos para resgate dos investimentos apontados pela pesquisa.

Figura 14- Motivos para resgate do investimento

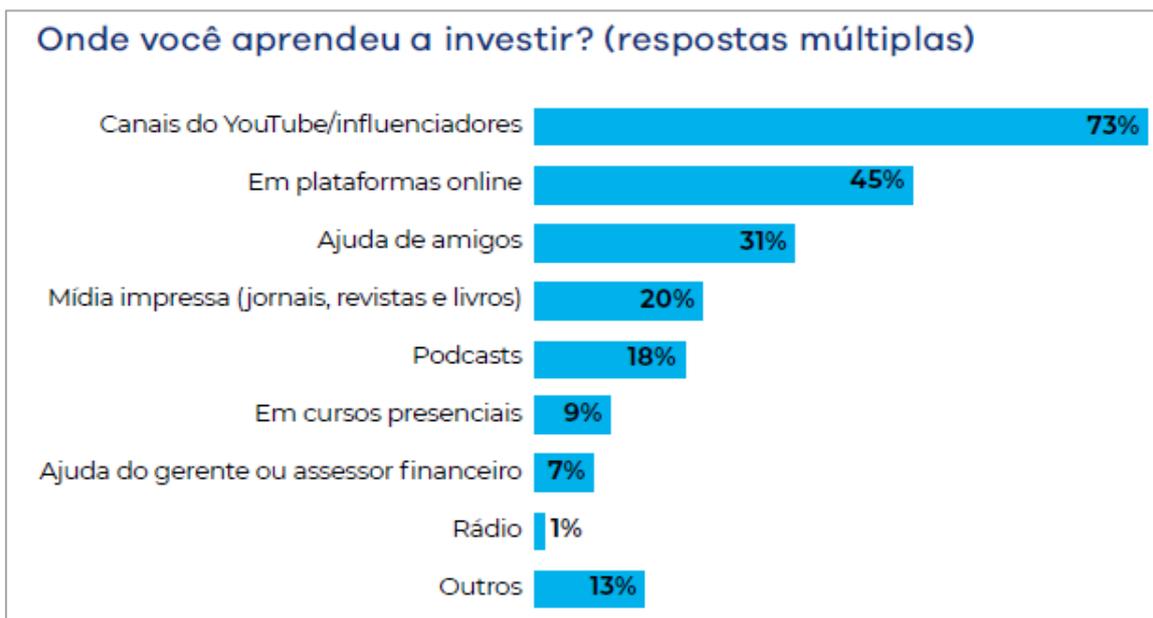


Fonte: B3- Pesquisa “A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro” (B3, 2020)

O principal motivo “Precisar de dinheiro” está relacionado à liquidez do ativo investido, que representa a velocidade de saída de uma posição de investimento para recebimento do valor do investimento em dinheiro, enquanto o segundo motivo mais citado está relacionado à segurança e tolerância à volatilidade, reforçando a importância desses pontos para os investidores pessoa física de forma geral.

As fontes de informações utilizadas para aprender sobre investimentos e tomar decisões de investimentos também se relacionam aos perfis de investidores e estão concentradas principalmente em canais online por meio de vídeos e conteúdo de influenciadores, formatos didáticos, e que apontam a necessidade da opinião ou análise um agente intermediário com maior conhecimento sobre o tema.

Figura 15- Fontes de aprendizado do investidor pessoa física



Fonte: B3- Pesquisa “A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro” (B3, 2020)

Figura 16- Confiança do investidor pessoa física nas fontes de informação



Fonte: B3- Pesquisa “A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro” (B3, 2020)

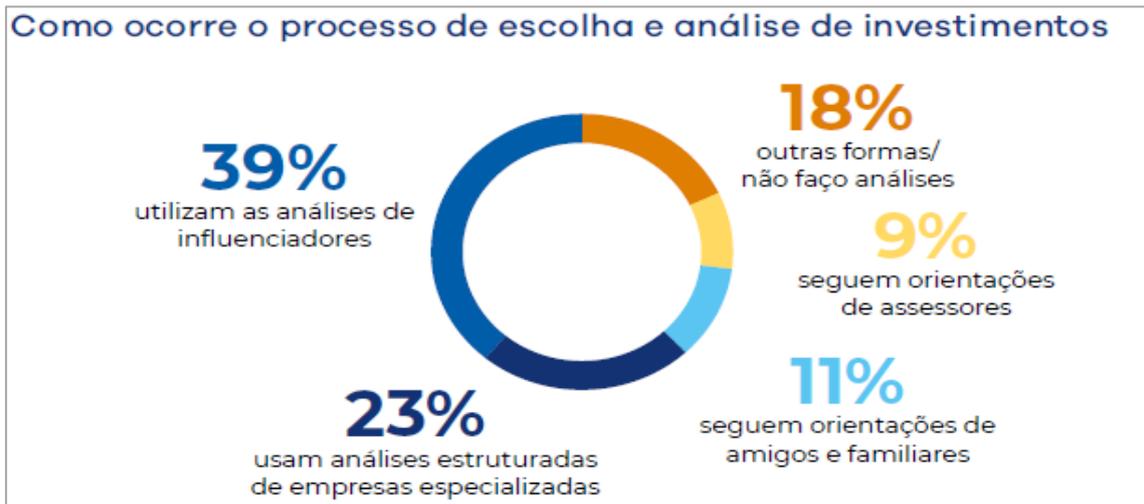
Figura 17- Fontes de informação dos investidores pessoa física



Fonte: Extraído e adaptado da pesquisa da B3 “A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro” (B3, 2020)

No entanto, apesar das fontes de informações utilizadas e confiança para decisão de investimento estarem concentradas em portais da internet e influenciadores, quando o processo de investimento foi abordado na pesquisa, o uso de análises estruturadas de empresas especializadas foi colocado formato utilizado por 23% dos investidores abordados. O processo de decisão e análise de investimento ainda aponta que a maior parte dos investidores busca informações e realiza análises antes de investir, indicando interesse em aprender sobre investimentos e identificar alternativas aderentes aos seus objetivos.

Figura 18- Processo de escolha e análise de investimento do investidor pessoa física



Fonte: B3- Pesquisa “A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro” (B3, 2020)

O entendimento do público investidor de Fundos de Investimento Imobiliário é de suma importância para este trabalho, tendo em vista seu objetivo de proposição de fatores de análise que auxiliem o investidor na decisão de investimento.

Antes de investir, fatores como necessidade de liquidez, horizonte de tempo da aplicação e objetivo ao qual se destinam as aplicações, devem ser considerados para que a carteira de investimentos montada esteja alinhada à realidade do investidor, conforme apontado por Amato (2009).

Tendo em vista a predominância de investidores pessoa física no mercado de FIIs, Amato (2009) reúne informações sobre o perfil desses investidores e os coloca como predominantemente conservadores, indicando sua preferência por obtenção de renda por meio de rendimentos relativamente homogêneos a longo prazo.

O que vai ao encontro da análise de Gregório (2020) sobre o aumento expressivo do número de investidores em Fundos Imobiliários nos últimos anos:

Nos últimos dois anos os fundos de investimento imobiliário (FII) ganharam relevância no mercado de capitais. O número de investidores atingiu a marca de 1 milhão no primeiro semestre de 2019. Em 2013 esse número era de aproximadamente 100 mil investidores. Somente de 2018 para 2019, a quantidade de cotistas mais do que dobrou.

Esse interesse está diretamente relacionado à queda da taxa referencial de juros na economia brasileira. Investidores poupadores vem optando por migrar os recursos aplicados em investimentos financeiros atrelados à taxa CDI para cotas de fundos de investimento imobiliário, que proporcionam as

vantagens de renda harmônica (para fundos de portfólios com diferentes inquilinos), correção dos aluguéis no ciclo anual, precificação diária do patrimônio, sustentação de valor (segurança) e isenção tributária para pessoas físicas, com um prêmio de rentabilidade histórico no intervalo de 1,3 a 1,8 vezes o CDI equivalente (ex-impostos).

Gregório (2020) complementa sua análise colocando que o investimento imobiliário para renda é conservador e de longo prazo, alinhado ao perfil de seus principais investidores, no entanto, o investimento em FII, que é um veículo estruturado exatamente para esse tipo de investimento, por vezes, tem sua análise do ponto de vista do investidor distorcida:

A precificação das cotas dos FII na B3, no entanto, apresenta um viés não aderente às características de investimentos em real estate. Investimento em real estate para renda é conservador e de longo prazo. A maneira simplista que muitos investidores utilizam para fazer precificação pelo cap-rate no momento da entrada, não leva em consideração a real capacidade de geração de renda do portfólio no longo prazo. Os ativos que fazem parte do portfólio de um FII não são ativos de especulação, são ativos que buscam gerar renda no longo prazo e, portanto, as cotas não deveriam registrar ciclos de altas e baixas em curtos intervalos de tempo, como foi observado nos últimos meses de 2019.

Outro equívoco importante é o fato de muitos investidores utilizarem o conceito de total return para decidir por investir em um determinado FII. O total return leva em consideração a valorização da cota e os dividendos distribuídos. Para investidores conservadores, que buscam renda no longo prazo e segurança do valor investido, o total return pode ser uma armadilha. Isso pelo fato de o investidor somente realizar esse ganho se fizer operações de compra e venda em ciclos curtos, o que não condiz com as características desse tipo de investidor conservador que busca renda.

O gráfico 01 apresenta o IFIX1 (em número índice, com base 100 em janeiro de 2018) e a taxa básica de juros da economia brasileira. Analisando o ano de 2019 é possível notar a relação direta entre o aumento da precificação do IFIX e a queda na taxa de juros no segundo semestre de 2019. Em 2018, quando a taxa se manteve mais estável, em 6,5% ao ano, os movimentos das precificações das cotas não foram influenciados pelos movimentos da taxa básica de juros. (GREGÓRIO, 2020)

Indicando, assim, a importância de analisar os investimentos em cotas de FII a partir de métricas adequadas para refletir a qualidade do investimento em relação aos objetivos do público-alvo.

### **2.1.3 Categorias de fundos de Investimento Imobiliário**

Para segmentar o mercado de Fundos de Investimento Imobiliário, utiliza-se a DELIBERAÇÃO nº 62 da AMBIMA, publicada no ano de 2015, que apresenta classificações capazes de diferenciar os Fundos de Investimento Imobiliário e as características das principais classes de FII de (SOBRAL, 2020) que podem ser encontradas no **ANEXO A**.

A classificação dos FIIs é feita em relação ao tipo de gestão, que pode ser passiva ou ativa. Gestão passiva é descrita como fundos que determinam em seu regulamento quais imóveis farão parte de sua carteira ou aqueles que visam acompanhar o *benchmark* do setor, já a gestão ativa compreende a realização de mudanças no portfólio do fundo ao longo do seu período de operação. A deliberação ainda classifica os fundos quanto ao mandato e segmento de atuação dos FIIs, que estão resumidos abaixo.

Tabela 1- Mandatos de FII

<b>Classificação quanto a Mandato:</b> Fundos que por regulamento buscam investir acima de 2/3 do seu Patrimônio Líquido para um determinado tipo de investimento imobiliário.	
<b>Mandato</b>	<b>Tipo de investimento</b>
FII de Desenvolvimento para Renda	Desenvolvimento de empreendimentos para geração de renda através de locação
FII de Desenvolvimento para Venda	Desenvolvimento de empreendimentos para geração de renda através de alienação futura para terceiros
FII de renda	Empreendimentos prontos para geração de renda através de locação
FII de Títulos e Valores Mobiliários	Título e Valores Mobiliários, como cotas de FIIs, FIPs ou FIDCS, CRIs, LCIs, ações entre outros
FII Híbrido	Fundos sem concentração de seu PL investido em alguns dos tipos de investimento listados acima, balanceando a alocação de recursos entre as possibilidades

Fonte: elaborado pela autora

Tabela 2- FIIs por segmento

<b>Classificação quanto a Segmento:</b> Fundos que por regulamento buscam investir acima de 2/3 do seu Patrimônio Líquido para um determinado tipo de imóvel ou ativo.	
<b>Segmento</b>	<b>Tipo de ativo</b>
Agências	Agências bancárias
Educacional	Imóveis destinados a atividades educacionais
Híbrido	Fundos que investem em imóveis de diversos segmentos sem concentração em um tipo específico de imóvel
Hospital	Imóveis destinados a receber instalações hospitalares
Hotéis	Imóveis destinados a atividades hoteleiras
Lajes corporativas	Imóveis destinados a escritórios

Logística	Imóveis destinados a sediar instalações de centros de distribuição, armazenamento e logística;
Residencial	Imóveis residenciais
Shoppings	Imóveis destinados a sediar centros comerciais
Títulos e Valores Mobiliários	Título e Valores Mobiliários, como cotas de FIIs, FIPs ou FIDCS, CRIs, LCIs, ações entre outros
Outros	FIIs que desejam concentrar seu PL em tipologias de imóveis não descritas acima

Fonte: elaborado pela autora

Além das classificações utilizadas pela ANBIMA e características apontadas acima por Sobral (2020), utiliza-se frequentemente a classificação informal que diferencia os Fundos de Investimento Imobiliário entre Fundos de Tijolo e Fundos de Papel. Os chamados Fundos de Tijolo são aqueles que investem em imóveis diretamente, enquanto os FIIs que investem pelo menos 2/3 de seu Patrimônio Líquido em Títulos e Valores Mobiliários são conhecidos como Fundos de Papel, essa nomenclatura também será utilizada adiante no desenvolvimento deste trabalho para separar os fundos imobiliários em 2 blocos principais.

#### **2.1.4 IFIX- Índice de Fundos de Investimento Imobiliário**

O IFIX é um índice elaborado pela B3 com a seguinte definição: “O IFIX é o resultado de uma carteira teórica de ativos, elaborada de acordo com os critérios estabelecidos nesta metodologia” (B3, 2021).

O objetivo do índice, conforme consta na página do IFIX no site da B3, é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos fundos imobiliários negociados nos mercados de bolsa e de balcão organizado da B3 e é calculado a partir das cotas de Fundos de Investimento Imobiliários listados e negociados na B3.

A metodologia atual do IFIX, considera alguns critérios descritos a seguir para que um FII possa integrar a Carteira do IFIX:

##### **CRITÉRIOS DE INCLUSÃO**

Serão selecionadas para compor o IFIX as cotas dos fundos imobiliários que atendam cumulativamente aos critérios abaixo:

4.1 estar classificadas entre os ativos elegíveis que, no período de vigência das 3 (três) carteiras anteriores, em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade (IN), representem em conjunto 95% (noventa e cinco por

cento) do somatório total desses indicadores (ver Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da B3).

4.2 ter presença em pregão de 95% (noventa e cinco por cento) no período de vigência das 3 (três) carteiras anteriores.

4.3 não serem classificadas como “Penny Stock” (ver Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da B3).

4.4 Um ativo que seja objeto de Oferta Pública realizada durante o período de vigência das 3 (três) carteiras anteriores ao rebalanceamento será elegível, mesmo sem estar listado todo o período, desde que:

- a) A Oferta Pública de distribuição de cotas tenha sido realizada antes do rebalanceamento anterior;
- b) Possua 95% (noventa e cinco por cento) de presença desde seu início de negociação; (B3, 2021)

Para que o índice cumpra seu objetivo de refletir o desempenho médio das cotas de FIIs, a B3 apresenta na metodologia critérios de ponderação pelo valor de mercado e pela totalidade das cotas emitidas pelo fundo para os ativos que compõe a carteira do IFIX. Ainda, a participação de um fundo no índice não pode ser superior a 20%, caso isso ocorra são feitos ajustes para adequar o peso do fundo ao limite de 20% e garantir que o índice não seja distorcido pelas características de um único fundo.

O conceito do IFIX é importante neste trabalho, pois é uma maneira de medir o desempenho do mercado de FIIs como um todo, e será utilizado como uma ferramenta para entender o comportamento dos FOFs em diferentes cenários de mercado.

## 2.2 FUNDOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

### 2.2.1 Evolução dos Fundos de Fundos no Brasil

Utilizando os conceitos tratados no capítulo anterior, sobre categorias de Fundos de Investimento Imobiliário, os FOFs se encaixam na categoria de FIIs de Títulos e Valores Mobiliários, pois são fundos que investem principalmente em cotas de outros FII e que, em alguns casos, podem investir em outros títulos com lastro imobiliário como CRIs, ações ou cotas de sociedades. O que oferece vantagens, como diversificação da carteira dentro do mercado de FIIs, diluição de riscos relacionados a nichos específicos do mercado imobiliários, permite que o público de investidores não profissionais acesse ofertas restritas por meio do

gestor do FOF, que pratica uma gestão profissional da carteira de investimentos imobiliários. Vantagens que são possíveis a partir da figura de um gestor profissional que cobra uma taxa gestão além da taxa gestão já cobrada pelos gestores dos fundos investidos pelo, o que resulta no pagamento da taxa de gestão adicional pelo investidor.

Apesar das vantagens oferecidas pelos FOFs, sua evolução no Brasil se deu apenas recentemente, como mostra a tabela a seguir, que contém dados sobre o universo de Fundos Investimento Imobiliário listados e negociados na B3 e mostra o crescimento das categorias de fundos imobiliários e do mercado como um todo.

Tabela 3- Fundos Imobiliários negociados na B3 em operação e representatividade do Patrimônio Líquido por categoria de FII

Quantidade de fundos e PL por categoria	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Agências Bancárias	Nº de FIIs	1	3	5	5	5	5	5	5	5	5	5	
	% PL	3,4%	5,1%	9,8%	8,0%	7,5%	7,1%	6,7%	5,7%	4,9%	2,7%	1,8%	1,5%
Educativa	Nº de FIIs	2	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4	
	% PL	3,6%	3,2%	1,5%	1,4%	1,3%	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%	0,9%	0,6%	0,6%
Fundo de Fundos	Nº de FIIs	1	1	1	4	4	5	5	6	8	14	26	34
	% PL	0,5%	1,6%	0,9%	2,3%	2,1%	2,2%	2,4%	3,1%	3,3%	6,3%	8,0%	7,5%
Híbrido	Nº de FIIs	2	2	3	3	3	3	3	5	8	10	13	14
	% PL	6,6%	9,2%	7,4%	8,6%	8,4%	8,3%	7,5%	7,6%	6,9%	8,2%	8,5%	8,3%
Hospital	Nº de FIIs	2	2	2	3	3	3	3	3	4	4	5	5
	% PL	2,2%	1,4%	0,9%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	1,3%	0,7%	0,8%	0,7%
Hotéis	Nº de FIIs	1	1	3	3	3	3	3	3	3	5	6	6
	% PL	1,1%	0,6%	1,3%	1,4%	1,3%	1,2%	1,2%	0,9%	0,8%	1,4%	0,9%	0,8%
Incorporação	Nº de FIIs	2	5	5	9	10	10	10	12	14	22	30	35
	% PL	5,8%	5,1%	2,5%	2,7%	3,2%	3,6%	3,6%	3,2%	3,0%	1,5%	1,9%	2,1%
Lajes Comerciais	Nº de FIIs	22	26	35	38	41	41	41	41	42	52	60	67
	% PL	55,4%	46,7%	43,1%	43,7%	42,4%	41,0%	36,3%	33,0%	28,0%	21,8%	20,1%	17,7%
Logísticos	Nº de FIIs	3	5	6	7	7	7	7	8	13	21	28	35
	% PL	3,4%	5,8%	4,4%	3,6%	3,5%	3,4%	3,4%	3,6%	7,4%	13,1%	17,2%	18,0%
Outros	Nº de FIIs	0	1	1	1	1	1	1	1	1	3	5	8
	% PL	0,0%	0,5%	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,1%	0,3%	0,4%	0,9%	1,1%	1,9%
Recebíveis Imobiliários	Nº de FIIs	2	4	10	10	14	15	16	19	29	41	53	66
	% PL	2,3%	4,1%	4,5%	5,2%	6,0%	7,5%	12,5%	15,4%	19,0%	20,6%	22,7%	27,3%

Shopping/ Varejo	Nº de FIIs	11	14	16	17	17	17	18	23	26	31	32	32
	% PL	15,8 %	16,7%	23,7%	21,5%	22,8%	22,7%	23,3%	24,7%	23,7%	21,8%	16,4%	13,7%
Total	Nº de FIIs	49	67	90	103	111	113	115	129	156	211	267	311

Fonte: Economática (Pesquisa realizada em 26/11/2021)

A 1ª emissão de um FOF no Brasil ocorreu em junho de 2010, com a 1ª emissão de cotas do BCFF11- FII BTG PACTUAL FUNDO DE FUNDOS, que permaneceu o único FOF em operação até 2013, quando novos Fundos de Fundos entraram em operação.

Entretanto, esse tipo de FII só ganhou representatividade a partir de 2019, quando o mercado de Fundos de Investimento Imobiliário teve o maior crescimento de sua história. Em relação a dezembro de 2018, a quantidade de Fundos de Investimento Imobiliário em operação cresceu 35%<sup>3</sup> e o valor do Patrimônio Líquido consolidado do mercado de FIIs cresceu 80%<sup>4</sup>.

Observando apenas a categoria de Fundos de Fundos, entre dezembro de 2018 e dezembro de 2019, a quantidade de FOFs em operação cresceu 75%<sup>5</sup> e o valor do Patrimônio Líquido consolidado dos FOF aumentou 248%<sup>6</sup>, sendo a categoria de FII com maior crescimento proporcional em 2019.

A tendência crescente se manteve em 2020 e 2021, e a categoria que contava 8 fundos em 2018 passou a ter 34 FOFs em operação em outubro de 2021.

---

<sup>3</sup> Valor calculado com base nos dados de Economática, considera apenas fundos listados e negociados em bolsa

<sup>4</sup> Valor calculado com base nos dados de Economática, considera apenas fundos listados e negociados em bolsa

<sup>5</sup> Valor calculado com base nos dados de Economática, considera apenas fundos listados e negociados em bolsa

<sup>6</sup> Valor calculado com base nos dados de Economática, considera apenas fundos listados e negociados em bolsa

## 2.2.2 Investidores de Fundos de Fundos

Assim como as demais categorias de Fundos de Investimento Imobiliário, os FOFs têm como grande maioria dos cotistas investidores pessoa física, conforme mostra a tabela abaixo.

Tabela 4- Investidores de Fundos de Fundos: Percentual de investidores pessoa física

FOF	Data do IPO	% de Cotistas Pessoa Física
FII Bc Ffii	jun/10	99,87%
FII Absoluto	abr/13	99,70%
FII Riob Ff	mai/13	99,62%
FII Cx Rbrav	dez/13	96,61%
FII Bcia	mai/15	98,99%
FII Rbralpha	set/17	99,34%
FII Htopfof3	fev/18	99,64%
FII Mogno	abr/18	99,47%
FII Kineafof	jan/19	99,74%
FII Xp Selec	fev/19	99,40%
FII Cx Rbra2	mai/19	99,67%
FII Ouri Fof	jul/19	99,58%
FII CSHG Fof	ago/19	99,43%
FII Fof Brei	out/19	99,44%
FII Cap Reit	jan/20	98,70%
FII Vbi Reit	fev/20	99,15%
FII Vinci If	fev/20	98,92%
FII Rb Cfof	fev/20	99,39%
FII More Re	mai/20	98,87%
FII Rbr Feed	jun/20	98,75%
FII Meritofa	jul/20	99,69%
FII Galapago	jul/20	98,44%
FII Blue Fof	ago/20	98,46%
FII Ifi-e	set/20	99,83%
FII Kilima	out/20	99,74%
FII BB Fof	dez/20	99,90%
FII Rec Fof	fev/21	100,00%
FII Alianzff	mar/21	98,75%
FII Navi Tot	mar/21	97,90%
<b>Média</b>		<b>99,21%</b>

Fonte: Informes mensais estruturados dos fundos do mês de referência Setembro de 2021

Tognini e Alencar (2019) colocam que, os Fundos de Fundos, além da isenção tributária oferecida a pessoa física pelos Fundos de Investimento Imobiliário, apresentam outras vantagens:

Pelo modo de atuação do FoF analisado no presente trabalho, pode-se perceber que este veículo possui características, além da isenção do imposto de renda para pessoa física inerentes aos fundos imobiliários, que se mostram vantajosas para os investidores que buscam alocar recursos em real estate. Destacam-se as seguintes:

- Diversificação do portfólio – os FoFs conseguem investir simultaneamente em diversos segmentos do real estate;
- Acesso à FIIs para investidores profissionais – por meio de um FoF, um investidor não profissional pode acessar ofertas restritas (ICVM 476);
- Gestão ativa – o investidor pode usufruir de uma equipe de gestão especializada e suas estratégias de alocação.

Além disso, o Fundo de Fundos pode ser capaz de se beneficiar dos ganhos de longo prazo que os investimentos em real estate podem oferecer, ao mesmo tempo em que são capazes de atuar no mercado secundário (em bolsa de valores), alterando a configuração do portfólio e auferindo lucros com as operações de compra e venda de cotas de FIIs, consequentemente apresentando desempenhos positivos e superiores à um benchmark em um horizonte de curto e médio prazo.

Tais vantagens tornam o veículo especialmente atrativo para investidores pessoa física de pequeno e médio porte, pois investidores profissionais acessam ofertas restritas e muitas vezes contam com uma equipe gestão especializada, o que já viabiliza a criação e gestão profissional de uma carteira de investimentos em Real Estate aderente às suas necessidades específicas.

### 2.2.3 Características dos Fundos de Fundos

O levantamento de fatores relevantes para análise dos FOFs passa pelo entendimento de suas particularidades em relação as demais categorias de FIIs, direcionando pontos relevantes para a análise dos FOFs especificamente.

A partir da revisão bibliográfica feita anteriormente na seção “Categorias de fundos de investimento imobiliário” deste trabalho, foi possível elencar as principais diferenças entre as tipologias de fundos imobiliários, que estão descritas a seguir.

Tabela 5-Tipologias de Fundos de Investimento Imobiliário

Categories	Descrição	Receita	Patrimônio Líquido
<b>1. Fundos de Tijolo</b>	Investem diretamente em imóveis.	Aluguel ou venda dos imóveis adquiridos ou desenvolvidos pelo fundo	

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

Fonte: Elaborado pela autora

Analisando os Fundos de Fundos em relação às demais categorias, notamos que os FOF são os únicos fundos de investimento imobiliário que tem como objetivo específico compor sua

distribuição de rendimentos também pelo ganho de capital realizado a partir venda das cotas dos fundos dos investidos.

Ainda, seu Patrimônio Líquido é calculado diariamente a partir da soma do valor de mercado diário de fechamento de cada um dos ativos investidos, característica dos fundos de papel, mas que para os FOFs é mais impactante pelo fato de investirem primordialmente em ativos com maior volume de negociação no mercado secundário, quando comparados a CRIs e outros títulos de dívida com lastro imobiliário. Além disso, o giro constante das carteiras dos FOFs intensifica as variações da cota patrimonial desse tipo de fundo.

Outra importante diferença, é que ao contrário dos fundos de tijolo, que normalmente são classificados pelo tipo de imóvel investido, como, por exemplo, lajes corporativos, galpões logísticos, shopping centers e ou imóveis voltados a operação de varejistas, incorporação, entre outros, os FOFs englobam em uma mesma carteira exposição em diferentes segmentos do mercado imobiliário e lógicas de investimento, com exposição em títulos que investem diretamente em imóveis e em títulos de dívidas, combinando em um mesmo portfólio ativos geradores de renda a partir de uma taxa de juros pré-determinada e ativos com variações maiores nos dividendos pagos.

Como resultado da avaliação das especificidades dos Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário, foram levantados os fatores de análise descritos no tópico a seguir, validados e explorados em maior profundidade a partir de entrevistas com os gestores de Fundos de Fundos.

## 2.3 ENTREVISTAS COM GESTORES

### 2.3.1 Roteiro de entrevistas

As entrevistas com gestores foram de caráter qualitativo e semiestruturadas já que seu objetivo compreendeu, além de apresentação ideias obtidas a partir da revisão bibliográfica, a exploração de novos elementos não identificados até então, mas que devem ser considerados pelos investidores.

As entrevistas foram conduzidas a partir de uma breve apresentação sobre o tema e contexto deste trabalho, que abordou o crescimento da categoria de Fundos de Fundos nos últimos anos, as características do produto e sua atratividade para investidores que desejam começar a investir

no mercado imobiliário a partir de um portfólio de ativos montado e gerido por um gestor profissional.

Em seguida, foi apresentado o questionamento específico que derivou este trabalho, o de como um investidor deve basear sua decisão de investimento em FOFs, considerando que, recentemente, as alternativas de investimento nesse tipo de FII foram ampliadas e abrangem fundos com padrões de retorno e volatilidade distintos.

O tema da pesquisa foi desenvolvido junto aos entrevistados, a partir da apresentação dos fatores de análise iniciais levantados nas etapas de pesquisa conduzidas anteriormente neste trabalho.

Os fatores apresentados aos gestores estão listados na tabela a seguir e englobam temas como a forma que o fundo entrega o retorno aos seus investidores, ancorado em ganhos de capital ou distribuição de dividendos pagos pelos fundos investidos, a qualidade e clareza das informações disponibilizadas pelo gestor sobre a estratégia do fundo, o nível de diversificação da carteira, alocação em ativos com fluxo de distribuição não homogêneo, como fundos de desenvolvimento, alocação em ofertas restritas que podem ter um perfil de risco diferente, o quanto o gestor faz mudanças na carteira e limitações das ações de gestão relacionadas ao Patrimônio Líquido do FOF frente ao atual nível liquidez do mercado brasileiro.

Tabela 6- Fatores de análise iniciais levantados

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

Fonte: Elaborado pela autora

Após apresentação do contexto da pesquisa e dos resultados obtidos nas etapas teóricas, foram colocadas as seguintes questões:

1. É válida a proposição de um método de análise específico para FOF?
2. Quais fatores devem ser levados em conta pelo investidor ao escolher em qual FOF investir?
3. Os fatores de análise já levantados são relevantes? De que forma devem ser considerados?

### **2.3.2 Entrevistas com gestores**

Foram realizadas 5 entrevistas, a primeira com um experiente gestor de FIIs que teve papel relevante no desenvolvimento da Instrução nº 472, atuando como porta voz das gestoras de FIIs por meio da ANBIMA, com o objetivo de obter uma visão da evolução dos fundos imobiliários no Brasil e como um todo e outras 4 entrevistas com gestores de FOFs especificamente.

1. Gestor e estruturador de FIIs – entrevista realizada em 25/11/2021

Como aspecto inicial, o entrevistado ressaltou a importância de entender o porquê da demora do surgimento dos Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário após a criação dos FIIs, utilizando como exemplo o mercado de fundos de fundos não imobiliários, a indústria de 555, que existe há bastante tempo e é bem consolidada de acordo com o entrevistado.

O entrevistado colocou dois principais motivos que explicam a demora no desenvolvimento dos FOFs no Brasil, sendo o primeiro uma regra que existia proibindo os FIIs de comprar ativos da própria emissão e retoma o cenário de 10 anos atrás, onde existiam 6 grandes gestoras de FIIs, o que dificultava a criação de um fundo que podia investir apenas em poucos gestores em um mercado de liquidez bastante restrita.

Somada a essa restrição, o entrevistado apontou a tributação do ganho de capital dos FII na venda de cotas, vigente até hoje, mas que quando somada à limitação de ativos para investimentos, fazia com que a criação de FOF fosse pouco atrativa para as gestoras por bastante tempo.

O crescimento recente dos FOFs é entendido pelo entrevistado como uma consequência do recente crescimento do mercado de fundos de investimento imobiliário como um todo.

O entrevistado coloca que, ao propor um modelo para decisão de investimento em FOFs ou em qualquer fundo imobiliário, o primeiro elemento a ser entendido é público-alvo desse investimento, que são majoritariamente pessoas físicas. Para entendimento do público-alvo, o entrevistado retoma a criação da Instrução CVM 472, de 2016, considerada por ele como um marco da história da indústria e que foi desenvolvida contando com uma forte demanda dos investidores, no que diz respeito ao regime informacional principalmente.

O entrevistado explica que, durante o processo de criação de uma nova instrução, a CVM inicialmente publica o projeto e recebe comentários e que, até então, pouquíssimos comentários eram recebidos, pois algumas instituições financeiras se juntavam por meio da ANBIMA ou outros órgãos e associações e publicavam seus comentários de maneira consolidada, mas que no processo de criação da Instrução nº 571 foram recebidos muitos comentários, a maior parte deles feitos por investidores pessoa física e quase todos eles sobre o regime informacional, pedindo informações detalhadas sobre os fundos e ativos investidos.

Na época, os gestores tiveram discussões com a CVM para limitar as informações disponibilizadas, argumentando que as empresas de *properties* de capital aberto negociam os mesmos ativos que os FII para a mesma finalidade de retorno e não são obrigadas a disponibilizar informações com o mesmo detalhamento com os fundos imobiliários precisam, no entanto, pela demanda do público dos FII foi determinada divulgação de informações detalhadas aos investidores de FII pelos gestores. Tal decisão é apontada, bem como o processo de decisão também apontado, pelo entrevistado, como um aspecto muito importante do perfil dos investidores de fundos imobiliários. O entrevistado, entende que esses investidores investem em FII pois querem investir em imóveis e gostam de acompanhar detalhes de ativos, são investidores que conhecem acompanhamento de obras, não indicadores.

Para exemplificar, o entrevistado conta que, na época, a *asset* do Votorantim, era uma das poucas gestoras de fundos imobiliários e quando o mercado de FIIS começou a crescer impulsionado por investidores pessoa física, surgiu a necessidade da criação de uma área de Relação com Investidores, além da área comercial focada em captação de recursos, algo que na época não existia. Com isso o banco foi um dos pioneiros nesse sentido, começando a divulgar as informações de forma mais acessível, criando site para o fundo, e-mail para contato etc.

O entrevistado avalia que hoje, essa prática está presente em praticamente todas as gestoras e por essa característica de abertura de informações detalhadas, entende que os FIIs são o tipo de

produto de investimento que conseguiu utilizar a tecnologia de forma bem sucedida para aproximar a figura do gestor ao cotista com a existência de diversos programas, blogs e sites sobre FII, além de entrevistas com gestores, *lives* e conferências feitas pelas gestoras de fundos imobiliários, o que não se vê em gestoras de fundos de outros segmentos.

O crescimento recente do mercado de fundos imobiliários é avaliado como um importante passo pelo entrevistado, no entanto entende que o mercado ainda está longe da maturidade, principalmente em termos de diversificação de estratégia, diversificação de passivo, tamanho dos fundos e liquidez, colocando a entrada de investidores institucionais como um ponto importante para impulsionar essa evolução. Essa limitação também impacta os FOFs na visão do entrevistado, pois impede que sejam criadas categorias de FOF como existem para os fundos 555, dificultando a divulgação da estratégia de forma clara e, principalmente, o cumprimento da estratégia, que hoje é divulgada em materiais publicitários, mas sem limitações de ações de gestão definidas em regulamento e que seriam capazes de garantir a execução da estratégia proposta, dando margem aos gestores dos FOFs para realizar mudanças de estratégia a qualquer momento. Por isso o entrevistado entende como principal ponto a ser avaliado para o investimento em FOFs, além da avaliação do ativo, que pode mudar, é o gestor e o estilo da casa que está por trás do ativo, que tipo ativos essa casa faz gestão, como faz, a estratégia da gestora a longo prazo, além de entender como o gestor seleciona os ativos, se ele conhece como é feita a gestão dos ativos investidos pelo FOF, além da experiência da gestora em investimentos imobiliários especificamente.

## 2. RBR Alpha Multiestratégia- Entrevista realizada em 19/07/2021

O entrevistado entende que a decisão do investidor ao avaliar um FOF deve ser centrada no risco e analisada a partir dos dividendos pagos pelo fundo em relação ao valor patrimonial ou em uma base normalizada, de modo a isolar o fator de variação do valor da cota a mercado possibilitando o entendimento dos resultados de fato entregues aos cotistas a partir das distribuições de dividendos.

O entrevistado avalia o perfil do investidor como alguém que não gosta de ser surpreendido, busca estabilidade dos dividendos e que quando investe em um fundo que entrega um certo nível de dividendos no momento de entrada espera que isso se mantenha, sendo a característica de estabilidade entendida como um ponto central para compreensão do perfil do gestor.

O entendimento do perfil do gestor deve passar por uma avaliação da empresa gestora como um todo, de acordo com o entrevistado, que deve verificar se a gestora faz gestão de investimentos dos setores que o FOF investe, pois, uma carteira diversificada com ativos de diversos segmentos imobiliários, exige uma estrutura de apoio ao gestor para identificar as melhores oportunidades em cada setor. O entrevistado entende que a definição da estratégia do FOF precisa ser feita em alinhamento ao perfil da gestora como um todo, dessa forma, uma mudança da figura do gestor do FOF em si, não implica em mudanças na estratégia do fundo.

A qualidade do RI e informações disponibilizadas também devem fazer parte da análise do investidor, coloca o entrevistado, citando exemplo das práticas de gestão utilizadas, como a divulgação da faixa em que os dividendos devem ficar em cada período, dos ativos que compõe a carteira, realização dos ganhos de capital e manutenção dos ganhos de capital não realizados, calibrado para atingir o nível de distribuição de dividendos divulgado aos investidores.

O entrevistado entende que o momento de emissão de novas cotas também deve ser observado pelo investidor, se as emissões realizadas pelo fundo foram feitas em um momento em que o valor de mercado do fundo estava alinhado com o seu valor patrimonial, para não prejudicar os resultados dos cotistas que já estavam no fundo.

Por fim, o entrevistado expõe alguns perfis de gestoras a serem avaliados pelos investidores, as mais fundamentalistas, focadas na qualidade dos ativos por trás dos fundos investidos e gestoras que se aproveitam de movimentações de mercado, com uma estratégia mais focada em ganho de capital ou no curto prazo, colocando que o investidor deve entender qual perfil de gestor combina mais com ele.

### 3. VBI REITS Fundo de Fundos – Entrevista realizada em 20/07/2021

Como elemento inicial, o entrevistado coloca a importância de avaliar o momento que o fundo está, quando sua carteira foi formada e o tamanho do PL do fundo, citando o exemplo do fundo sob gestão, que tinha uma estratégia de alocação de parte dos recursos em CRI, parte em ofertas 476 e parte no mercado secundário. No entanto, a alocação dos recursos foi feita durante a pandemia, em um momento de muitas oportunidades no mercado secundário e ofertas 476 com preços elevados quando comparadas às alternativas do mercado secundário, exigindo uma mudança temporária na estratégia de alocação, que foi sendo ajustada entre o final de 2020 e início de 2021 para estar em linha com a estratégia inicialmente divulgada no prospecto de emissão.

O entrevistado coloca o tamanho do PL do fundo como fator relevante, apontando maior flexibilidade de adaptar da carteira, de acordo com o momento de mercado para fundos menores, considerando os níveis de liquidez do mercado de FIIs. Pode ser mais demorado para um fundo com PL muito grande montar ou desmontar uma posição, dado que a compra ou a venda de cotas de ativos específicos deve ficar no máximo entre 15% e 20% do volume negociado do ativo, para não gerar distorções de preço.

O tamanho do fundo pode trazer limitações frente às condições de liquidez do mercado, mas fundos maiores contam com outras possibilidades, de acordo com o entrevistado, como a de alocações de porções maiores em fundos de desenvolvimento por exemplo, ou em ofertas 476, que são ativos com menor liquidez, enquanto as alocações em ativos mais líquidos conseguem sustentar os dividendos em um patamar atrativo.

O entrevistado conta que a estratégia do fundo sob gestão preza pela estabilidade dos dividendos e utiliza uma abordagem conservadora, em que os ganhos de capital não são realizados de uma só vez, parte disso é mantido em “estoque”, ou seja, não é realizado imediatamente, mas sim, aos poucos e em momentos que o fundo seja capaz de manter um certo nível de dividendos entregue. Em contraponto, outros FOFs tem uma abordagem de realizar todo o ganho de capital quando ele ocorre, indicada pelo entrevistado como característica a ser observada.

Outro fator apontado como relevante é o giro da carteira em percentual do PL, pois de acordo com o entrevistado, é um indicador do horizonte em que o gestor enxerga aquela carteira, por exemplo, se um FOF gira 10% do seu PL por mês, em pouco menos de um ano ele terá uma carteira nova, o que pode ser avaliado junto ao horizonte do investimento do investidor.

Quanto à formação da carteira, o entrevistado coloca a importância de observar a alocação entre ativos de tijolo e de papel, que tem elementos de estabilidade e oportunidades de ganhos distintos a serem avaliados junto ao perfil do investidor e aos seus objetivos de investimento no mercado imobiliário.

Quanto às distribuições do fundo estão ancoradas em dividendos é um fator a ser levado em conta pelo investidor, na visão do entrevistado, colocando que, se o investidor procura se proteger em momentos de crise, é mais provável que isso ocorra em FOFs com alocação mais ancorada em dividendos.

O entrevistado complementa que, não só o nível de dividendos referentes a ganho de capital deve ser observado, mas também, o quanto o gestor gira a carteira *versus* o que ele entrega de ganho de capital. Explica que ganhos de capital mais expressivos normalmente estão alinhados à estratégia de alocação aplicada ao ativo, que se for de realização de ganho de capital, é executada no momento no certo em que o ativo atingiu a maturidade vislumbrada pelo gestor para realização dos ganhos. Com isso, não são necessários giros tão frequentes na carteira para realizar ganhos de capital expressivos.

#### 4. FOF Integral BREI – Entrevista realizada em 29/07/2021

O entrevistado coloca como ponto principal ao investir em um FOF, ter plena confiança no gestor e avaliar o foco da gestora do fundo, que tipo de produtos trabalha, se faz a estruturação de CRIs, por exemplo, se tem experiência no mercado de Real Estate, e, no caso dos FOF, principalmente, se conta com uma estrutura de *Research*, que deve trabalhar em parceria com o time de gestão do FOF. De acordo com o gestor, isso é fundamental para a boa gestão do portfólio do FOF, que exige estudo constante do mercado imobiliário e de seus segmentos, além da leitura do ambiente dos fundos imobiliários negociados em bolsa.

Como ponto inicial de análise, o entrevistado coloca a análise do valor do PL em comparação ao Valor de Mercado do fundo, pois diferentemente da maior parte dos FII, o valor do PL de um FOF é composto pelo Valor de Mercado de cada um dos ativos investidos pelo fundo, assim, se o Valor de Mercado estiver muito acima do Patrimônio Líquido, teoricamente o investidor poderia replicar a carteira do FOF comprando os ativos de sua carteira no mercado, pagando mais barato do que se comprasse cotas do FOF. O investidor deve estar atento a esse ponto para verificar se o FOF está mais caro ou barato que deveria estar e levar isso em conta para sua decisão de investimento de acordo com o entrevistado.

Outro importante fator de análise apontado, é a avaliação do quanto o gestor consegue se adaptar ao momento de mercado, pois cada segmento dentro do setor de Real Estate tem um ciclo diferente, que deve estar no radar do gestor a todo o tempo, a partir de uma análise fundamentalista. Dessa forma, o gestor tem condições de se antecipar e realizar de fato uma gestão profissional e disciplinada da carteira. Além desses pontos que envolvem a escolha de ativos de qualidade com base em análise fundamentalista, outros fatores impactam o resultado do fundo na visão do gestor, sendo um deles o *timing* do gestor, ou seja, saber o momento de comprar determinado ativo e de vender para realizar ganho. O investidor precisa entender que

investimento em Real Estate, seja por meio de FOF ou de qualquer outro veículo, é investimento de longo prazo que deve ter um horizonte de, no mínimo, 3 anos para avaliação dos ganhos.

No processo de análise, o entrevistado coloca a importância de entender o período de análise, porque o momento de mercado de emissão das cotas e alocação do fundo é muito relevante para o seu resultado no caso dos FOF, pois determina o preço de compra dos ativos e indica se há possibilidade de *upside*, sendo que quando o mercado está em baixo é um excelente momento para montar carteira e fazer novas emissões, mas dificilmente isso é possível dado que nesses momentos os FOF tendem a estar mais descontados, já tem um beta maior em relação ao mercado em geral e uma nova emissão nesse momento poderia prejudicar os cotistas do fundo.

O elemento de estabilidade dos dividendos dos fundos, de acordo com o entrevistado, está fortemente relacionado ao equilíbrio da carteira entre tijolo e papel, por isso, o investidor pode olhar as emissões que o fundo já realizou e nessas emissões verificar como foi feita a alocação ativos de tijolo e papel, que normalmente tem correlação negativa. Papel tem uma característica de renda mais estável, pois tem taxas pré-definidas de remuneração enquanto tijolo tem maiores variações. Já alocações diretas em CRI, apesar de terem característica de renda mais estável e não terem taxa de gestão são ativos de liquidez mais limitada, aumentando o risco nesse sentido, por isso é preciso entender como funciona o processo de originação para esses ativos, por exemplo, se os CRIs são estruturados pela própria gestora e se a taxa de estruturação é revertida para o fundo.

Por fim, o entrevistado coloca que o nível de liquidez do fundo deve ser avaliado em relação ao montante de investimento, pois se o valor de investimento for muito alto em relação ao volume negociado pelo FOF, a liquidez do investidor pode ser impactada, impedindo que o investidor consiga sair rapidamente do investimento.

##### 5. Fundo de Investimento Imobiliário FII BTG Pactual Fundo de Fundos – Entrevista realizada em 18/03/2022

O BCFF11 é o FOF com segundo maior Patrimônio Líquido em operação hoje e foi o primeiro FOF a entrar em operação. Dessa forma, o que o entrevistado coloca como destaque é, principalmente, a questão do tamanho do FOF, que de acordo com o gestor é muito importante para desenvolvimento do estilo de gestão do fundo. O gestor aponta que, com um PL de até 600 milhões de reais, um FOF consegue ser ágil na realização de mudanças na carteira e que a partir desse nível, a carteira do fundo muda de perfil, como ocorreu com o BCFF11.

A mudança de perfil de gestão, apontada pelo gestor, inclui a atuação como originador de novas operações de mercado, entrando em ofertas de novos FIIs como parceiro de negócio participando do processo de estruturação dos fundos investidos, por ter a capacidade de tomar volumes significativos da emissão ou a emissão total de cotas. Isso possibilita a entrada em emissões com custo menor, como ofertas restritas, contanto que haja um plano muito claro de liquidez para o fundo. O gestor reforça a importância da liquidez dos ativos investidos para a gestão eficiente de um FOF.

### 2.3.3 Resultados das entrevistas

Avaliando os fatores de análise levantados inicialmente em conjunto com a visão dos gestores, foi possível validar os fatores levantados e identificar novos elementos a serem trabalhados no Estudo de Caso.

Os fatores de análise agora englobam temas relacionados a liquidez, métrica de avaliação, mudanças na carteira, qualidade das informações disponibilizadas pelo gestor e alocação entre ativos de tijolo e papel. Isoladamente, o tema de alocação em ofertas restritas não foi considerado relevante para explicar a estabilidade dos dividendos.

Tabela 7- Fatores de análise levantados

<b>Fatores</b>	<b>Descrição</b>
Composição da distribuição de dividendos	Quanto dos dividendos distribuídos são resultado de ganho de capital na venda de cotas e quanto é referente a dividendos pagos pelos ativos investidos
Diversificação da carteira	Distribuição da alocação em diferentes segmentos do mercado imobiliário e tipos de oferta, que podem ter padrões de distribuição distintos, como fundos de renda e fundos de desenvolvimento
Alocação entre tijolo e papel	Equilíbrio entre ativos de tijolo e papel como fator de estabilidade dos dividendos
Tamanho do Patrimônio Líquido do Fundo	Limitações ou vantagens do tamanho do fundo considerando o nível de liquidez do mercado de FIIs
Mudanças na carteira	Como o gestor adapta sua carteira para diferentes cenários de mercado e velocidade com que faz isso
Métrica de avaliação	Definição da métrica de avaliação correta que reflita os objetivos dos investidores
Liquidez	Liquidez do FOF em si, em relação ao montante investido

Qualidade das informações disponibilizadas pelo gestor	Como as informações são estruturadas e divulgadas para demonstrar o perfil do gestor e sua estratégia
--	---

Fonte: Elaborado pela autora

### 3. ESTUDO DE CASO

O objetivo deste estudo de caso é validar e verificar a aplicabilidade dos fatores de análise identificados durante as etapas metodológicas de Análise do Mercado de FIIs, Análise do Segmento de FOFs e Entrevistas com gestores utilizando informações reais disponíveis da operação de Fundos de Fundos Imobiliários hoje negociados em bolsa.

Os dados utilizados foram extraídos dos relatórios gerenciais, informes trimestrais, informações do site clube FII, informações disponíveis nos sites dos fundos e dados extraídos do software Economatica.

#### 3.1 ANÁLISE DO RETORNO

A análise do retorno dos FOFs tem início pela escolha do indicador de performance correto. O indicador de retorno total dos fundos considera a valorização ou desvalorização do valor de mercado da cota e os dividendos de fato distribuídos no período. O componente valor da cota é resultado da dinâmica de oferta e demanda das cotas no mercado secundário, sua valorização é virtual, ou seja, o investidor só consegue usufruir desse ganho se vender a cota a um valor superior em relação ao valor de aquisição da cota, enquanto os dividendos distribuídos correspondem ao montante de fato pago pelo fundo aos cotistas mensalmente, independentemente do valor de mercado da cota do fundo.

A tabela abaixo mostra os indicadores de Retorno Total, e *Yield* mensal médio anualizado de 12 meses dos FOFs no mesmo período. Os indicadores são calculados da seguinte forma:

$$\text{Retorno total} = \frac{((\text{Preço Final} - \text{Preço Inicial}) + \text{Distribuição})}{\text{Preço Inicial}}$$

$$\text{Yield} = \frac{\text{Distribuição}}{\text{Preço Inicial}}$$

Onde:

Preço Inicial: preço da cota do fundo (R\$) no período inicial de análise

Preço Final: preço da cota do fundo (R\$) no período final de análise

Distribuição: dividendos distribuídos aos cotistas (R\$) durante o período de análise

A tabela também traz o desvio padrão em relação à média dos principais componentes desses indicadores, Preço da cota e a Distribuição aos cotistas, e auxilia no entendimento das discrepâncias entre os valores dos indicadores de Retorno Total e *Yield*. É importante destacar que o Retorno Total calculado abaixo não está líquido de impostos, enquanto os rendimentos dos FIIs têm isenção tributária, o ganho de capital da venda de cotas é tributado em 20%. Logo, o Retorno Total divulgado não corresponde ao retorno efetivo do investidor, que deve ter um desconto de 20% sobre o fator (Preço final – Preço inicial) caso o preço final seja superior ao preço inicial.

Tabela 8- Retorno e Distribuição de dividendos dos FOF entre out/20 e set/21

FOF	Retorno Total % em 12 meses	<i>Yield</i> médio mensal anualizado sobre cota de mercado em 12 meses	Desvio padrão da distribuição (R\$/cota)	Desvio padrão do valor de mercado da cota
BCFF11	-12,2	7,61%	4,0%	501,1%
BPFF11	-10,2	9,08%	3,1%	203,7%
RBFF11	-10,8	9,31%	5,4%	354,7%
CXRI11	-59,2	7,30%	11,4%	2412,8%
BCIA11	-25,8	7,93%	3,2%	795,4%
RBRF11	-13,1	9,36%	9,1%	555,6%
HFOF11	-13,9	7,56%	6,1%	445,8%
MGFF11	-20,0	8,86%	6,2%	516,2%
KFOF11	-22,5	7,43%	11,0%	734,4%
CRFF11	-9,2	7,14%	4,1%	416,5%
OUFF11	-5,9	10,01%	12,1%	286,2%
HGFF11	-18,8	8,10%	10,9%	523,8%

IBFF11	-5,1	7,87%	10,1%	432,1%
CPFF11	14,1	11,89%	11,2%	326,8%
XPSF11	-5,5	10,23%	5,5%	398,9%
RVBI11	6,5	9,63%	5,2%	306,0%
VIFI11	-15,5	8,92%	2,3%	425,8%

Fonte: elaborado pela autora

As diferenças nos valores do Retorno Total e *Yield* para o mesmo período podem ser explicadas pela flutuação do preço da cota, componente que diferencia os dois indicadores.

Observando o desvio padrão da distribuição de dividendos e o desvio padrão do valor da cota a mercado durante o período analisado, o preço da cota é nitidamente mais volátil em relação às distribuições de dividendos de cada fundo.

O *Yield* aponta o rendimento gerado para o cotista que compra a cota do fundo a um determinado preço, e é um indicador extremamente relevante no momento de entrada do investidor, pois reflete perfeitamente o rendimento gerado para um novo investidor e permite a comparação do rendimento gerado por diferentes fundos frente ao valor pago pelo investidor em um determinado momento. O indicador também reflete os resultados que o gestor do FOF de fato entrega aos cotista diretamente com a distribuição dos dividendos, sem considerar a valorização das cotas, ao contrário da métrica de Retorno Total.

Apesar de sua relevância, o *Yield* indica o rendimento entregue em um determinado momento, mas não sua consistência ou estratégia do gestor do fundo. A decisão de investimento em um FOF deve ser baseada no alinhamento entre o perfil do investidor cotista e o perfil do gestor do fundo, o que só pode ser verificado a partir da estratégia de geração de retorno aos investidores aplicada pelo gestor. Uma forma de avaliar a estratégia e o perfil do gestor é a partir do padrão de distribuição dos dividendos, considerando as variações nos níveis de distribuição, ações de gestão em diferentes situações de mercado e seu impacto nos resultados entregues ao cotistas diretamente pelo gestor.

Com isso, podemos considerar o *Yield* em relação à cota à mercado como uma métrica de análise relevante no momento de entrada no fundo, mas que deve ser analisada junto às distribuições de dividendos, desconsiderando as flutuações no valor da cota, para entendimento do perfil do gestor do FOF e estratégia de gestão aplicada.

Após definir as métricas de análise relevantes, é preciso considerar o período de análise, sendo que o ideal para investimentos de longo prazo é utilizar períodos longos de análise que

abrangem vários anos de operação. No entanto, o crescimento acelerado do mercado de FII a partir de 2019, alterou os níveis de liquidez, quantidade de fundos e tamanho do mercado, inserindo os gestores de FIIs em um novo contexto de mercado a partir de então. Tendo em vista esse cenário, o período de análise terá início em janeiro de 2019 e término ao final do 3º trimestre do 2021 (set/21), para que conclusões alinhadas ao nível de desenvolvimento atual do mercado sejam obtidas. Outro ponto limitante para o período de análise é a quantidade de FOFs em operação, ainda restrita em janeiro de 2019, e que permitiria a análise de apenas 8 FOFs e não da categoria como um todo. Por isso, foram selecionados para análise os fundos que distribuíram dividendos durante pelo menos 12 meses entre janeiro de 2019 e setembro de 2021.

Resultando em 18 FOFs alvo da análise, que terão os dados dos meses compreendidos entre janeiro de 2019 e setembro de 2021, nos quais houve distribuição de dividendos, analisados. Com isso, o período máximo de analisado é de 33 meses e o mínimo de 15 meses.

Tabela 9- Fundos de Fundos alvo da análise

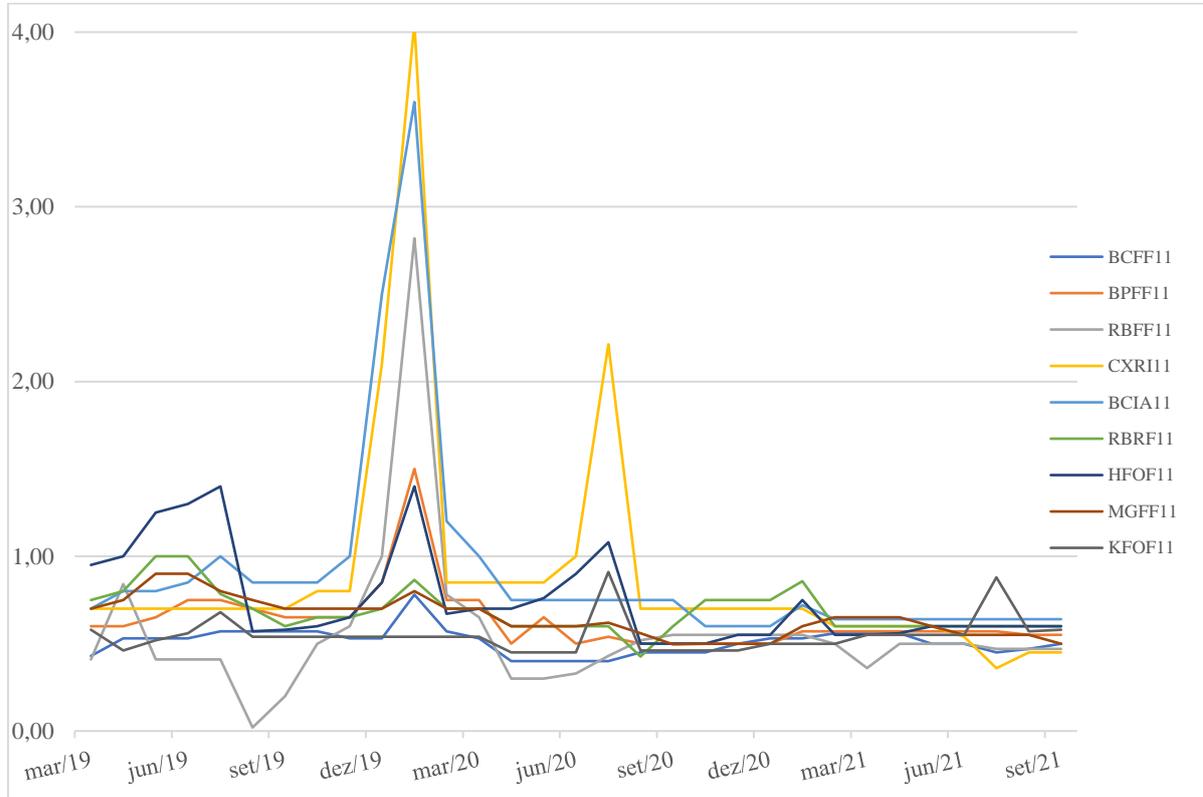
	Fof	nício: 1ª distribuição	Fim: set/2021	Número de meses
1	BCFF11	jan/19	set/21	33
2	BPFF11	jan/19	set/21	33
3	RBFF11	jan/19	set/21	33
4	CXRI11	jan/19	set/21	33
5	BCIA11	jan/19	set/21	33
6	RBRF11	jan/19	set/21	33
7	HFOF11	jan/19	set/21	33
8	MGFF11	jan/19	set/21	33
9	KFOF11	mar/19	set/21	31
10	CRFF11	jun/19	set/21	28
11	OUFF11	ago/19	set/21	26
12	HGFF11	set/19	set/21	25
13	IBFF11	nov/19	set/21	23
14	CPFF11	fev/20	set/21	20
15	XPSF11	mar/20	set/21	19
16	RVBI11	abr/20	set/21	18
17	RFOF11	abr/20	set/21	18
18	VIFI11	jul/20	set/21	15

Fonte: elaborado pela autora

Os gráficos abaixo mostram a distribuição de dividendos por cota em reais para todos os períodos e fundos analisados, para que o fator de volatilidade das cotas seja eliminado e as variações na distribuição de dividendos entre os períodos e entre os fundos possa ser observada.

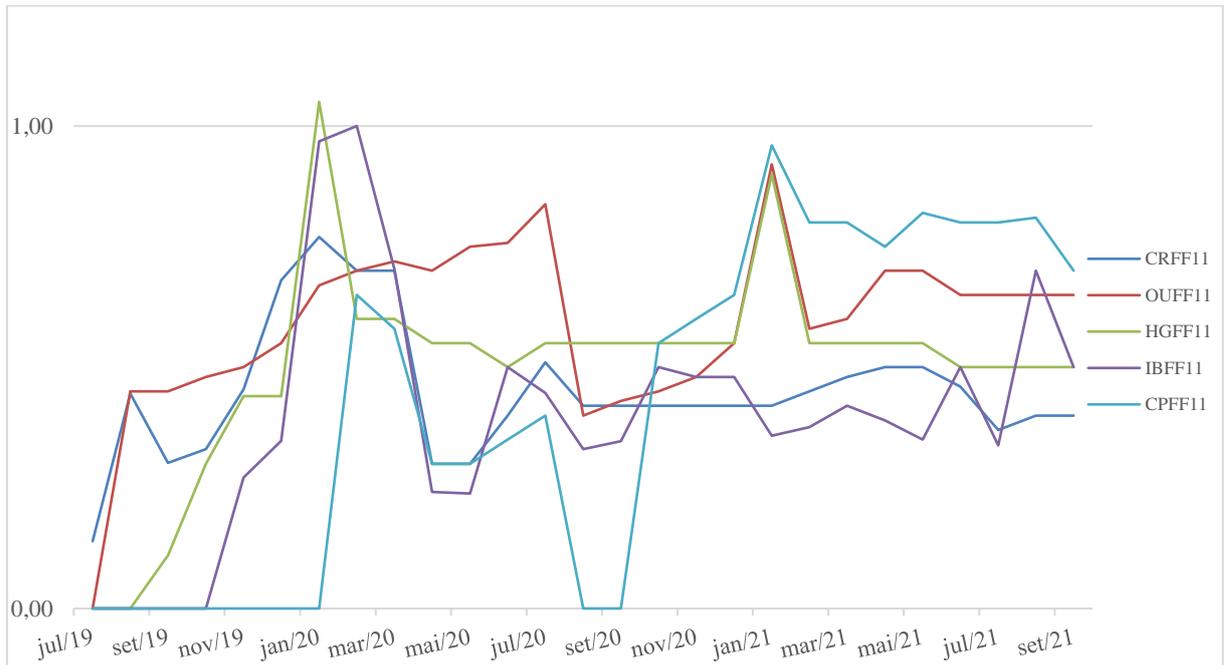
Os dados foram colocados em 3 gráficos diferentes, agrupando FOFs que tiveram sua primeira distribuição de dividendos no mesmo período.

Figura 19- Distribuição mensal de dividendos (R\$/cota) - jan/19 a set/21



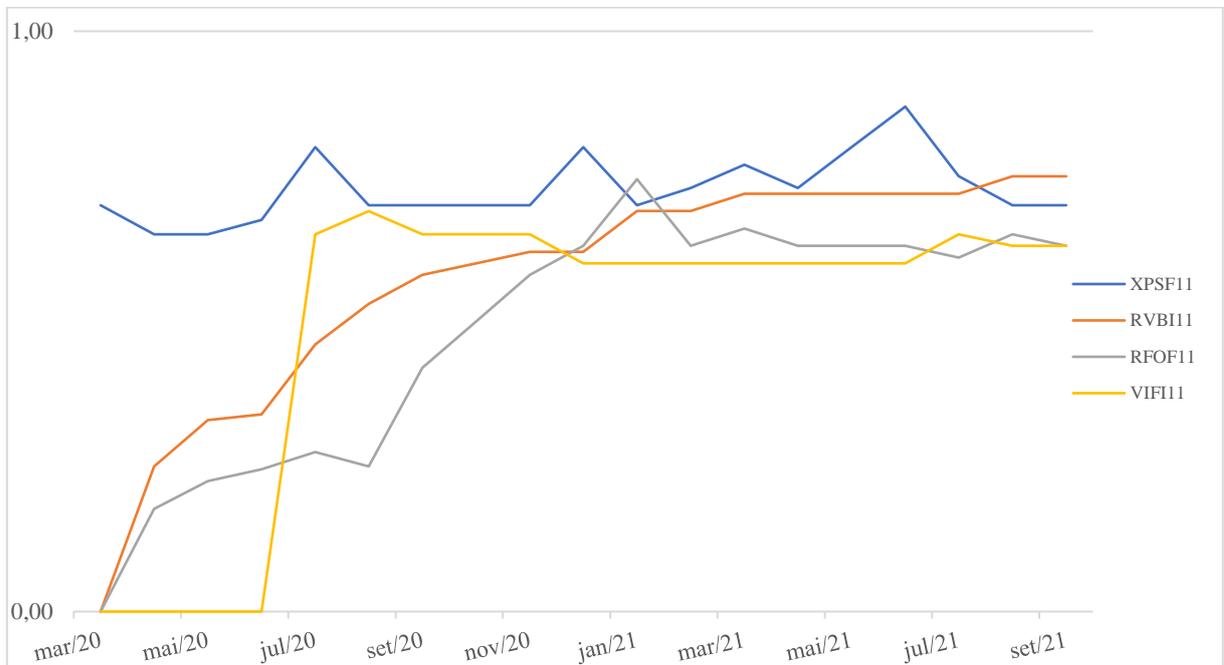
Fonte: elaborado pela autora

Figura 20- Distribuição mensal de dividendos (R\$/cota) - jun/19 a set/21



Fonte: elaborado pela autora

Figura 21- Distribuição mensal de dividendos (R\$/cota) - mar/20 a set/21



Fonte: elaborado pela autora

Verifica-se a partir dos gráficos padrões de distribuição distintos entre os fundos durante o mesmo período de análise, tanto nos valores distribuídos entre fundos diferentes, quanto nas

variações do valor distribuído por um mesmo fundo ao longo do período analisado. Alguns fundos apresentaram picos e outros aumento gradual nas distribuições, com manutenção de um patamar mínimo de distribuição nos períodos subsequentes, com FOFs que distribuem dividendos de forma mais homogêneas, outros com aumentos e FOFs que apresentam maior volatilidade na entrega de resultados aos investidores.

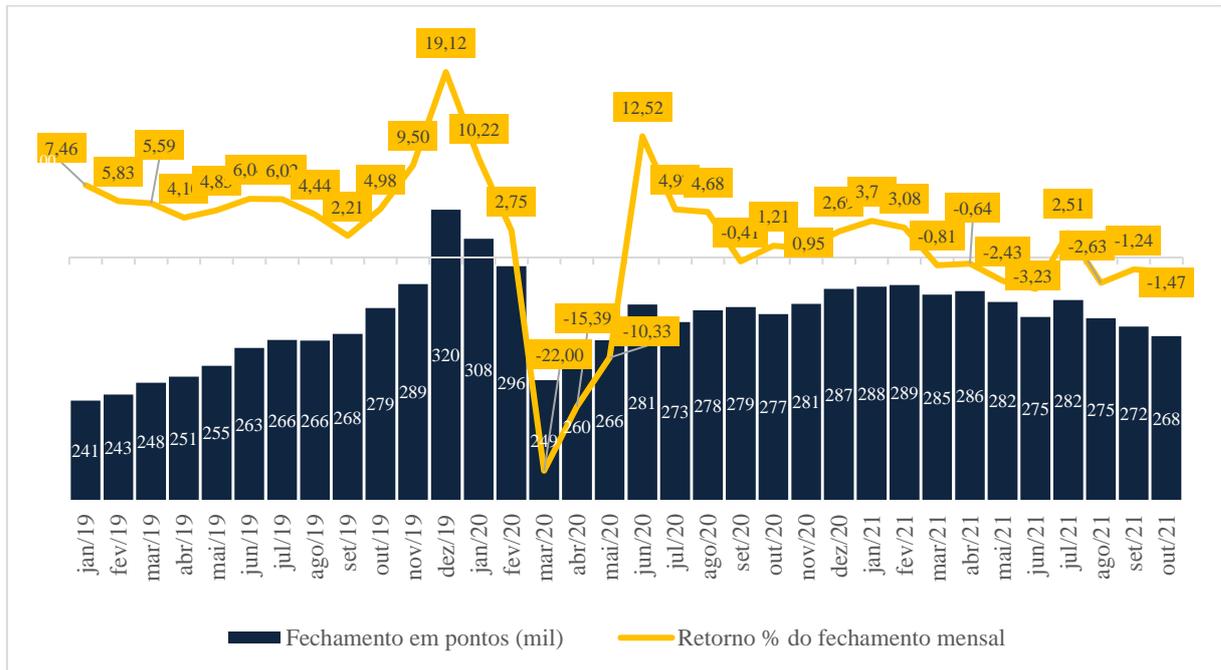
Tais diferenças na forma com que os resultados são entregues aos investidores, são resultado das diferentes ações de gestão em um mesmo contexto de mercado, indicando diferentes leituras dos gestores na formação e gestão do portfólio.

### 3.2 COMPOSIÇÃO DAS DISTRIBUIÇÕES E PERFIL DA CARTEIRA

O entendimento dos fatores que afetam a regularidade das distribuições de dividendos dos FOFs deve passar pela avaliação da composição dos rendimentos entre dividendos e ganho de capital, já que esse é um importante diferencial dos FOFs. Assim como o perfil de alocação entre as duas principais tipologias de títulos de investimento imobiliário, papel e o tijolo, também apontado como fator relevante para avaliar a regularidade de distribuição de dividendos dos Fundos de Fundos.

Prévia à abordagem desses fatores, a partir dos dados de operação dos FOFs, é importante entender o cenário do mercado de Fundos Imobiliários com base no comportamento do principal índice do mercado, o IFIX.

Figura 22- Variação do IFIX



Fonte: Elaborado pela autora

Os FOFs, diferentemente de fundos de tijolo, têm sua performance, considerando apenas os dividendos distribuídos, ou seja, o resultado efetivo para os cotistas, dependente, não só da performance dos ativos imobiliários, mas também das condições do mercado de capitais, que podem impulsionar ou restringir a realização de ganho de capital. Conseqüentemente seus resultados são diretamente impactados pelas oscilações do mercado de fundos de investimento imobiliário.

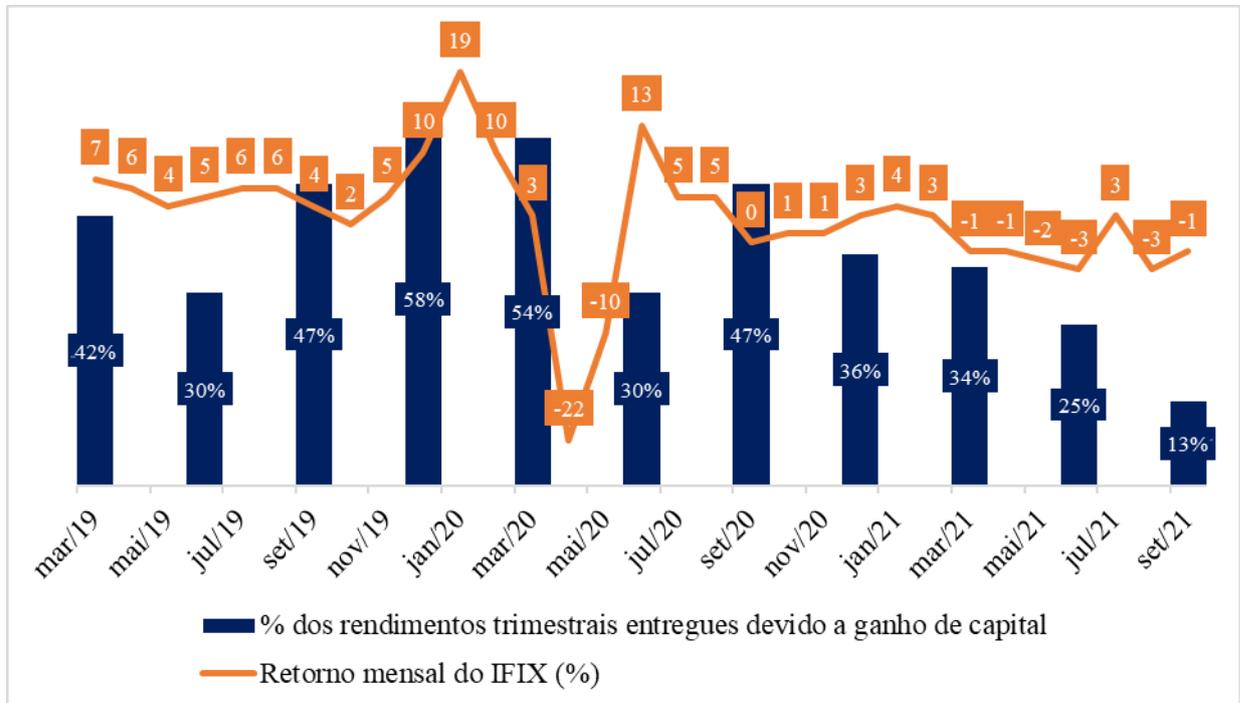
O gráfico acima mostra a oscilação do mercado de FIIs nos últimos anos, com alta em 2019, queda brusca em 2020, logo após anúncio da pandemia do Covid-19, recuperação ao longo de 2020 impulsionada principalmente pela queda da taxa de juros básica, que chegou a mínima histórica nesse período, e voltou a subir em 2021, quando houve queda do índice de fundos imobiliários.

Os movimentos do IFIX são importantes, pois refletem a situação dos FIIs, não da geração de renda ou qualidade de investimento nos imóveis em si, que tem um nível de volatilidade muito menor em relação ao mercado de capitais.

Essa discrepância traz possibilidades de arbitragem para gestores de FOFs, que podem adquirir cotas de fundos detentores de bons ativos com valor a longo prazo a preços descontados, o que permite a realização de ganho de capital quando o cenário macroeconômico volta a condições

estáveis. O que reforça o vínculo da realização de ganho de capital com as condições de mercado e não apenas a performance dos ativos evidenciado pelo gráfico a seguir.

Figura 23- Distribuição decorrente de ganho de capital dos FOF e variação do IFIX



Fonte: Elaborado pela autora

O percentual médio de ganho de capital que integrou as distribuições dos FOF desde março de 2019 até novembro de 2021, observado junto as variações do IFIX, mostra uma participação mais forte dos ganhos de capital nos rendimentos em momentos de alta do mercado e queda dessa participação em momentos de queda. O percentual médio de ganho de capital refere-se à proporção das distribuições composta de ganho de capital efetivamente realizado, que já está líquido da tributação de 20% sobre o ganho de capital, desembolsada pelo FOF no momento da venda cota.

A composição do ganho de capital pode agora ser estudada a partir de análise individual da distribuição de alguns FOFs nos mesmos períodos relatados acima. Os fundos alvo de análise foram selecionados como base no patamar de desvio padrão das distribuições de dividendos mensais.

Como o objetivo de avaliar as diferenças nos padrões de distribuição, foram selecionados alguns dos fundos que apresentam maiores desvios e alguns que apresentam os menores desvios,

separados em 2 grupos de acordo com o período em operação, garantindo a comparação no mesmo momento de mercado.

Tabela 6- Distribuição mensal média e desvio padrão em relação à média

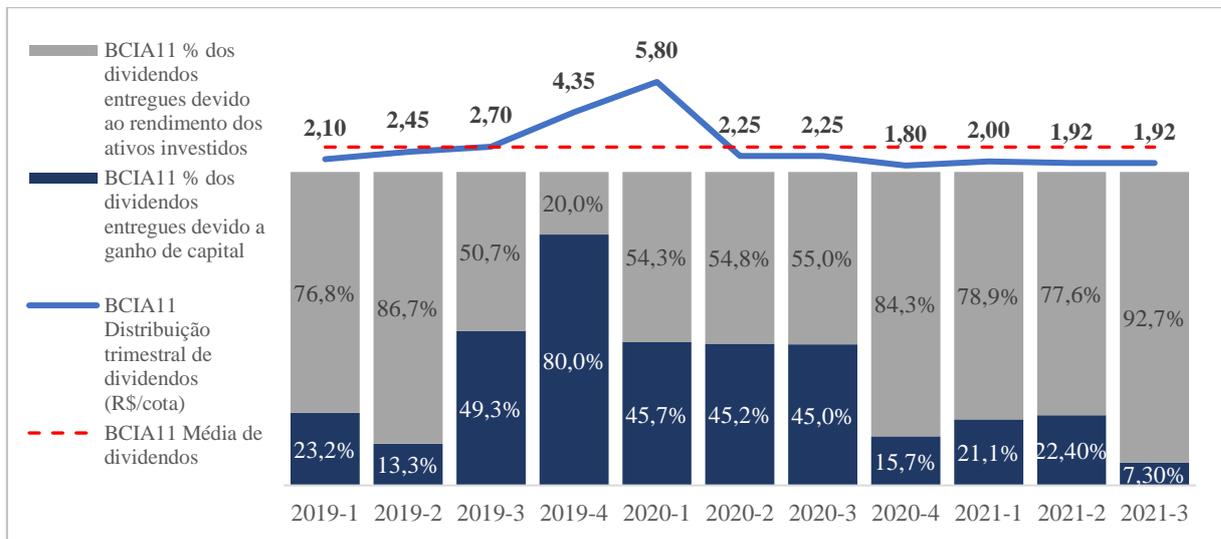
Início	Fim	FoF	Distribuição mensal média (R\$/cota)	Desvio padrão da distribuição
jan/19	set/21	CXRI11	0,89	68,2%
jan/19	set/21	BCIA11	0,90	58,9%
jan/19	set/21	RBFF11	0,56	44,2%
fev/20	set/21	CPFF11	0,65	28,8%
jan/19	set/21	HFOF11	0,75	26,7%
jan/19	set/21	BPFF11	0,63	18,0%
nov/19	set/21	IBFF11	0,47	17,7%
abr/20	set/21	RFOF11	0,51	14,3%
set/19	set/21	HGFF11	0,54	13,6%
ago/19	set/21	OUFF11	0,61	13,0%
jun/19	set/21	CRFF11	0,45	12,7%
jan/19	set/21	RBRF11	0,68	12,5%
mar/19	set/21	KFOF11	0,55	11,0%
jan/19	set/21	MGFF11	0,65	10,9%
abr/20	set/21	RVBI11	0,60	8,7%
jan/19	set/21	BCFF11	0,51	7,5%
mar/20	set/21	XPSF11	0,73	5,7%
jul/20	set/21	VIFI11	0,63	2,9%

Fonte: Elaborado pela autora

Para os fundos que estão em operação desde janeiro de 2019, será analisado padrão de distribuição do BCIA11, que apresenta desvio padrão de 58,89%, um dos maiores observados e o BCFF11 que apresenta de desvio padrão de 7,45%, um dos níveis mais baixos entre os fundos.

Os fundos em operação a partir do final do ano de 2019 ou início de 2020, analisados por apresentarem desvios padrão maiores são o HGFF1 e IBFF1 e os fundos RVBI11 e XPSF11 serão avaliados por terem os menores desvios nos rendimentos distribuídos e estarem todos em operação há pelo menos 4 trimestres.

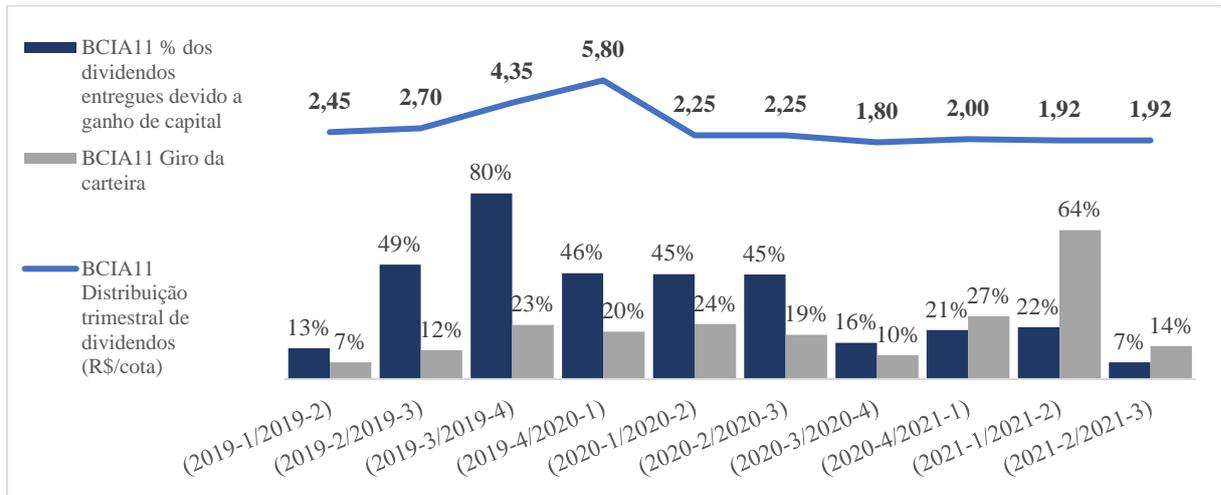
Figura 24- Composição das distribuições BCIA11- Distribuição decorrentes de ganho de capital e de dividendos distribuídos pelos ativos investidos



Fonte: elaborado pela autora

Avaliando a participação referente a ganho de capital com vendas de cotas na composição dos dividendos distribuídos pelo fundo junto a distribuição de dividendos no trimestre, nota-se que os picos do rendimento estão relacionados ao momento em que o fundo realiza mais ganho de capital, explicando picos no pagamento de dividendos que não são sustentados nos períodos posteriores. No final do ano de 2020 e início de 2021, a proporção de rendimentos, ou seja, dividendos pagos pelos ativos investidos pelo FOF na composição das distribuições, aumentou, momento em que as distribuições do BCIA11 apresentaram maior estabilidade.

Figura 25- Giro da carteira e ganho de capital BCIA11

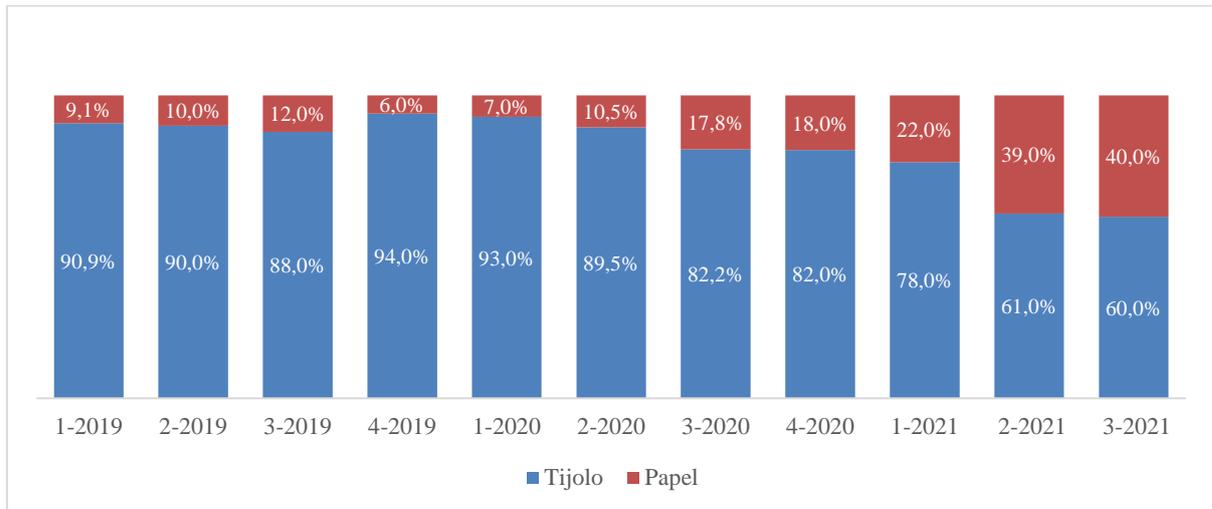


Fonte: elaborado pela autora

O giro da carteira corresponde ao percentual do Patrimônio Líquido que foi vendido entre 2 trimestres, ou seja, a variação das posições da carteira de um trimestre em relação ao trimestre subsequente, que foram colocadas no gráfico junto ao percentual dos dividendos entregues devido ao ganho de capital e distribuição de dividendos no trimestre final dos intervalos analisados.

Quando o giro da carteira não é acompanhado pela representatividade do ganho de capital distribuído pelo fundo no mesmo período, uma maior incerteza quanto ao montante de dividendos distribuídos para o investidor cotista é observada, refletindo a dependência das condições de mercados que proporcionam a valorização das cotas adquiridas pelo FOF.

Figura 26- Alocação da carteira em fundos de tijolo e fundos de papel ou CRI -BCIA11

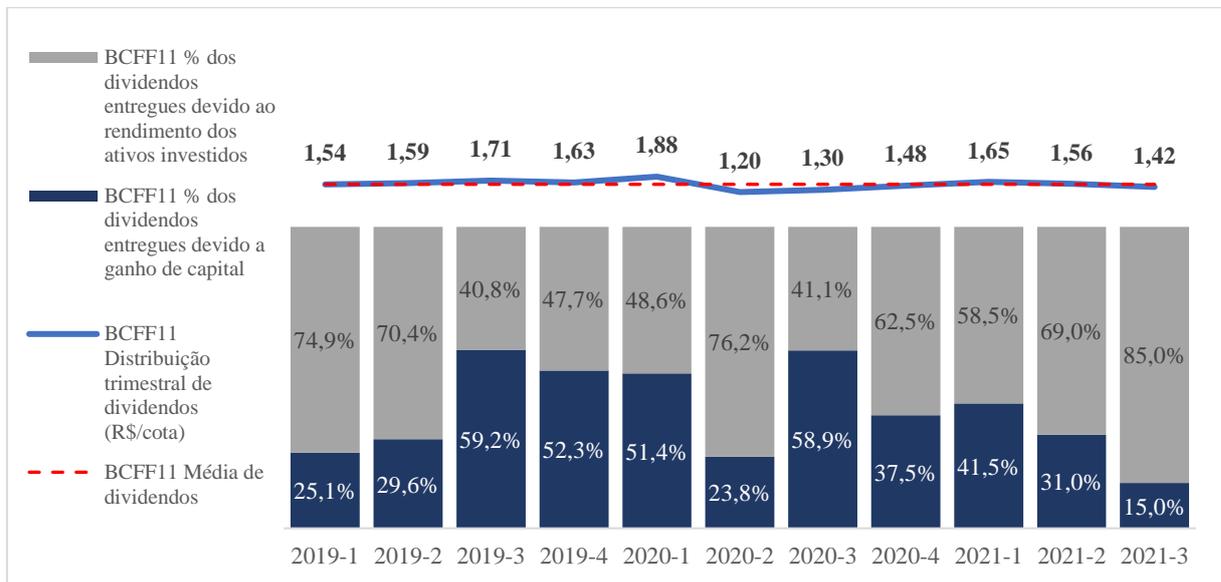


Fonte: elaborado pela autora

A alocação entre fundos de tijolo e fundos de papel ou CRIs, também pode ajudar a explicar as variações entre distribuições. A alocação em recebíveis tem a característica de renda mais estável, pois esses ativos estão em sua maioria atrelados a títulos de dívida com rendimento pré-determinado por meio de uma taxa de juros, diferentemente de fundos de tijolo, que são mais dependentes das condições do mercado ou segmento em que imóvel inserido.

No caso do BCIA11, apesar do giro da carteira apresentar elevações entre o final de 2020 e durante o ano de 2021, quando as distribuições do fundo se tornaram mais estáveis, a alocação em fundos de CRI e em CRIs diretamente aumentou de forma persistente.

Figura 27- Composição das distribuições BCFF11- Distribuição decorrente de ganho de capital e de dividendos distribuídos pelos ativos investidos

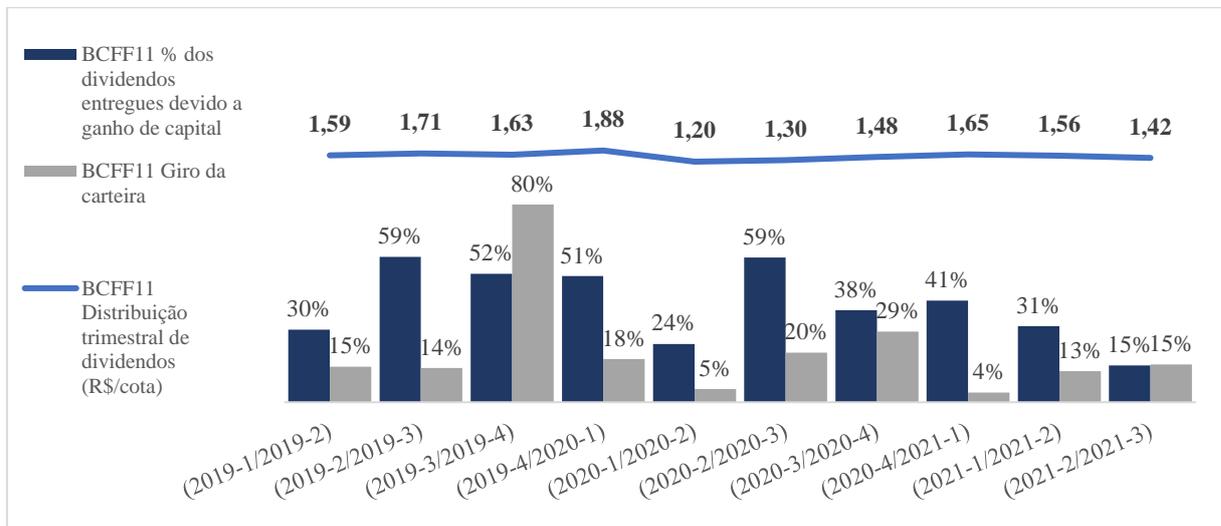


Fonte: elaborado pela autora

O BCFF11, quando comparado ao BCIA11, apresenta uma proporção menor de dividendos ancorados em ganho de capital. A volatilidade observada em 2020, com aumento da distribuição de dividendos no primeiro 1º de ano, seguido por uma queda acentuada no 2º trimestre e crescimento gradual das distribuições, nesse caso, pode ser explicada pela emissão de cotas realizada. Uma nova emissão no valor de R\$ 720.000.000 foi encerrada em fevereiro de 2020, momento em que mudanças na estratégia de alocação podem se fazer necessárias dado o volume elevado da emissão.

A partir de 2020 o BCFF11 aumentou a proporção da distribuição ancorada em rendimentos dos fundos investidos seguindo o movimento de BCIA11 em seu período de menor volatilidade, o que pode ser tomado como um movimento natural do fundo dado o crescimento significativo do seu Patrimônio Líquido frente aos níveis de liquidez do mercado.

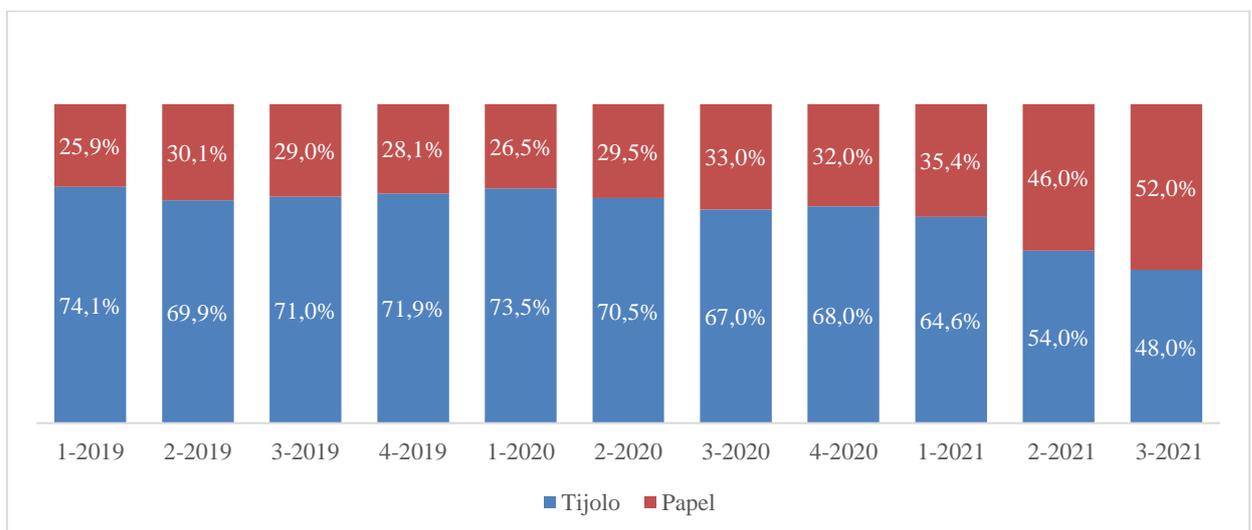
Figura 28- Giro da carteira e ganho de capital BCFF11- Distribuição decorrente de ganho de capital e de dividendos distribuídos pelos ativos investidos



Fonte: elaborado pela autora

O BCFF11 tem a característica de girar menos a carteira, ou seja, realizar menos alterações na sua carteira para obter ganho de capital, o que pode indicar uma característica de alocação estruturada para um horizonte de longo prazo e um reflexo do PL elevado do fundo nas ações de gestão.

Figura 29- Alocação da carteira em fundos de tijolo e fundos de papel ou CRI -BCFF11

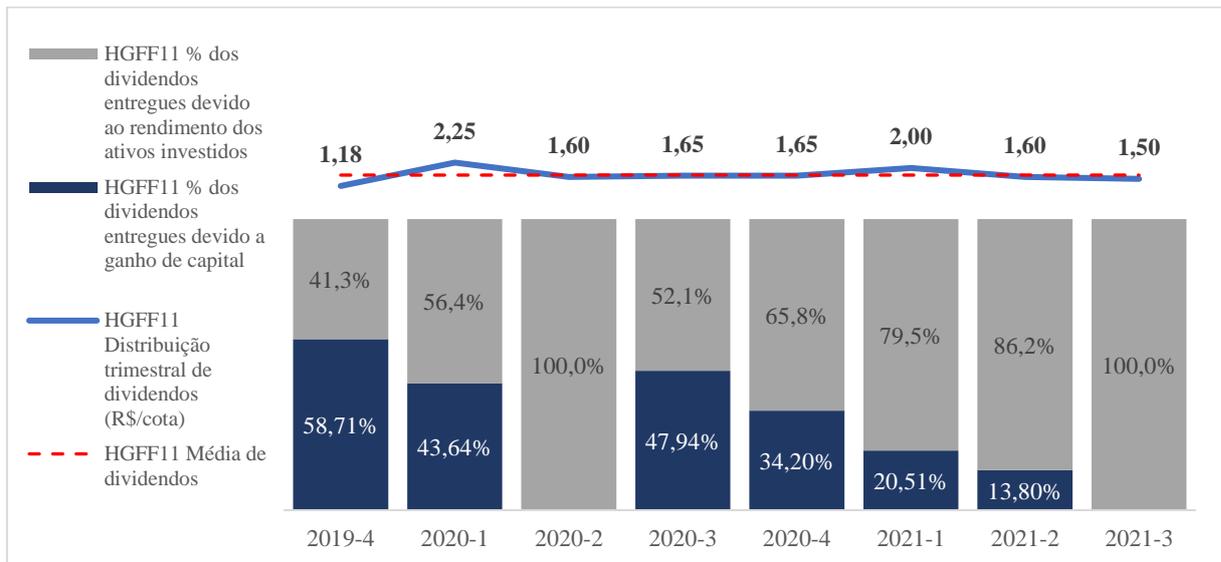


Fonte: elaborado pela autora

A alocação do fundo em ativos atrelados a recebíveis, fundos de CRI ou CRIs diretamente, aumentou significativamente desde o último trimestre de 2020, influenciando a estabilidade das distribuições neste período. Quando observamos as distribuições trimestrais de dividendos, as

variações parecem mais significativas, no entanto, as distribuições mensais desde novembro de 2020 até setembro de 2021, sofreram variação de no máximo 10 centavos por cota, ficando entre R\$ 0,50 e R\$ 0,60 centavos por cota durante todo o período.

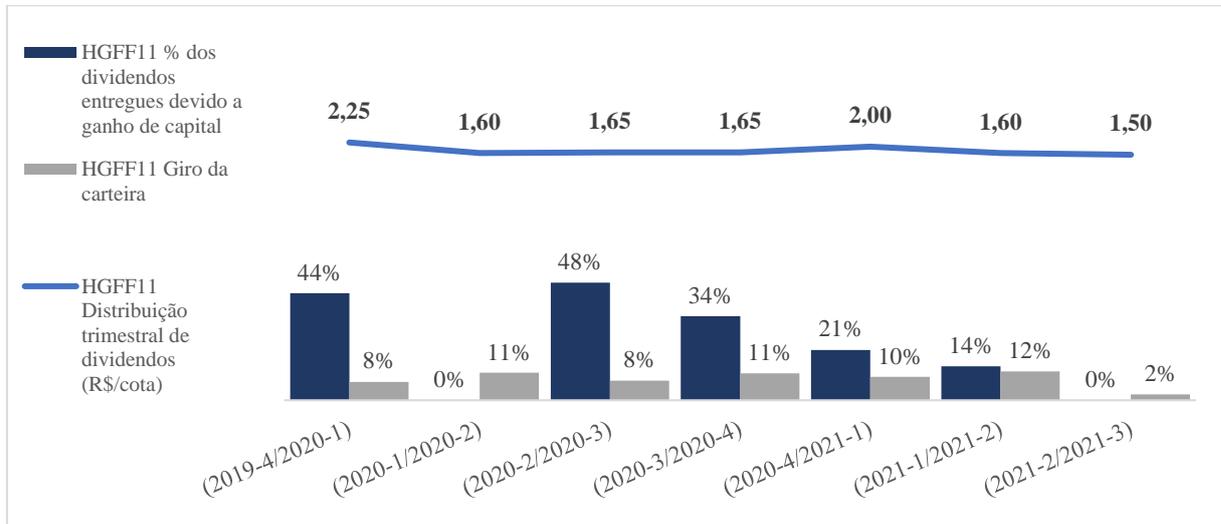
Figura 30- Composição das distribuições HGFF11- Distribuição decorrente de ganho de capital e de dividendos distribuídos pelos ativos investidos



Fonte: elaborado pela autora

No início de sua operação, o HGFF11 contou com variações importantes do nível de resultado entregue a partir de ganho de capital e aumento no montante distribuído em meses específicos dentro de um trimestre, quando avalia-se a distribuição mensal além da média trimestral.

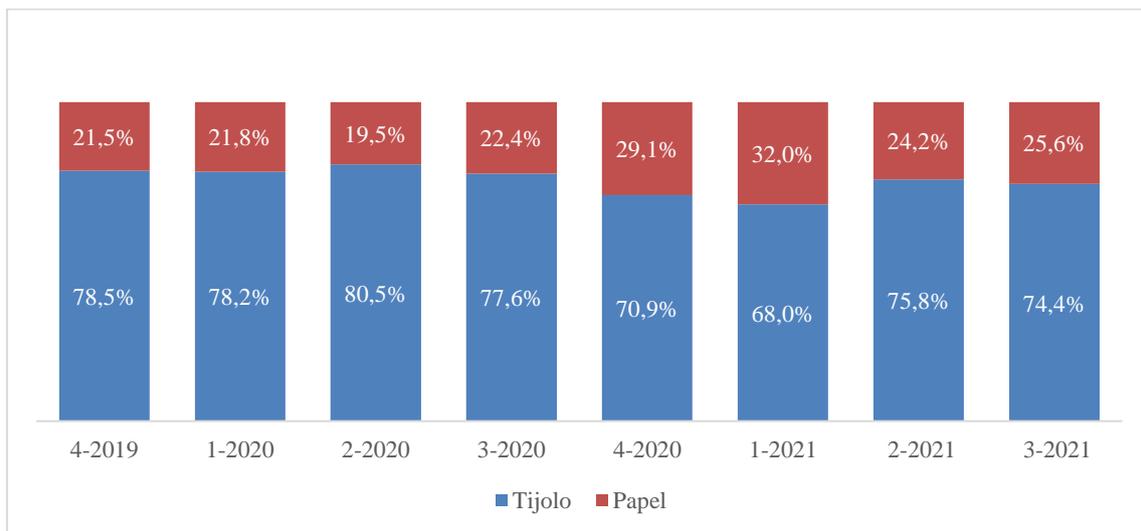
Figura 31 - Giro da carteira e ganho de capital HGFF11- Distribuição decorrente de ganho de capital e de dividendos distribuídos pelos ativos investidos



Fonte: elaborado pela autora

Avaliando a proporção da distribuição referente ao ganho de capital frente ao giro da carteira necessário para realizar tal ganho, observam-se proporções mais consistentes no início da operação do fundo e ganhos proporcionalmente menores ao giro nos últimos trimestres, o que pode indicar uma mudança na estratégia de alocação.

Figura 32- Alocação da carteira em fundos de tijolo e fundos de papel ou CRI -HGFF11

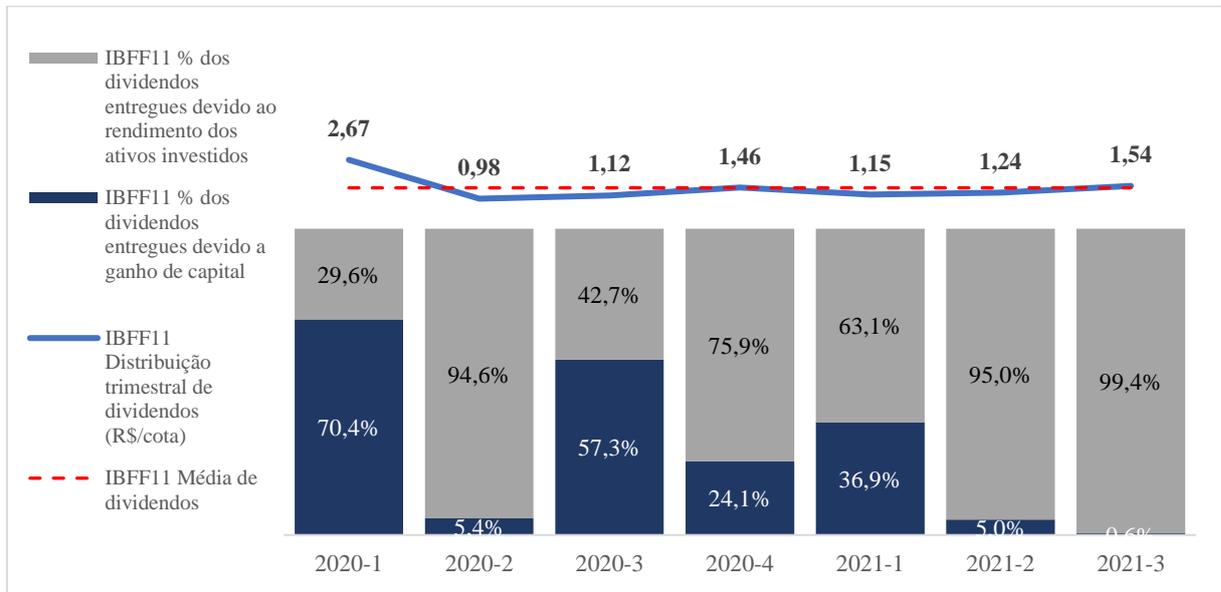


Fonte: elaborado pela autora

A proporção alocada entre ativos de papel de tijolo, pode ajudar a explicar a volatilidade do HGFF11, que tinha alocação majoritariamente em fundos de tijolo até o terceiro trimestre de

2020 e aumento expressivo na alocação em papel nos dois trimestres seguintes seguido de novo aumento de cerca de 8% em fundos de tijolo em apenas um trimestre.

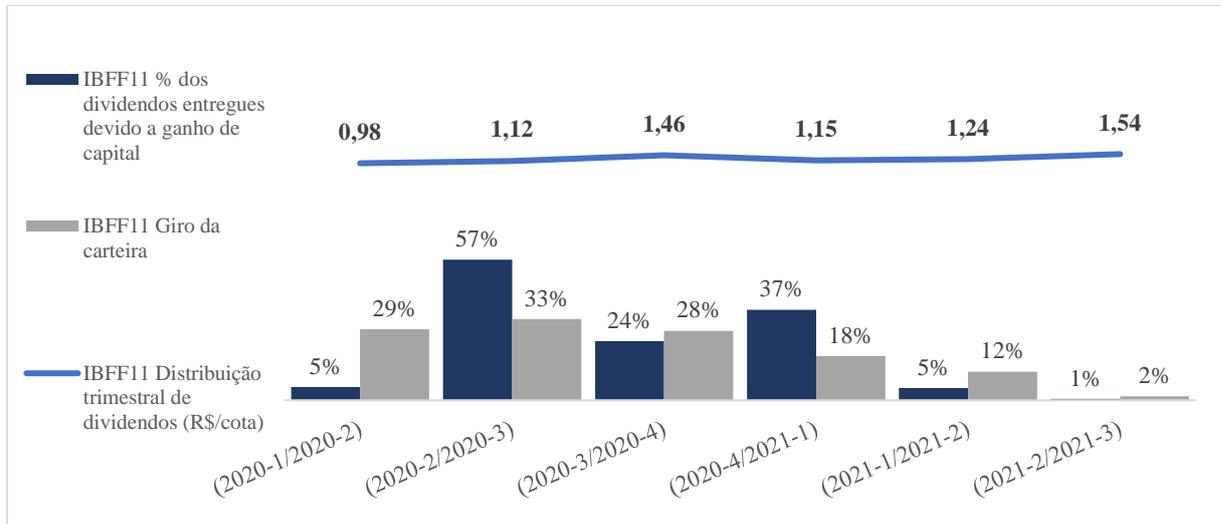
Figura 33- Composição das distribuições IBFF11- Distribuição decorrente de ganho de capital e de dividendos distribuídos pelos ativos investidos



Fonte: elaborado pela autora

O fundo possui, em média, um giro menor de carteira, mas que foi intenso no início de 2020, momento pré-pandemia, após o ano de 2019, que contou com maior alta do IFIX e que foi o ano em que o fundo realizou a alocação dos recursos de sua primeira emissão, indicando que esse movimento pode ter sido uma resposta às perspectivas de pandemia que começaram a ser sinalizadas no início de 2020.

Figura 34- Giro da carteira e ganho de capital IBFF11- Distribuição decorrente de ganho de capital e de dividendos distribuídos pelos ativos investidos

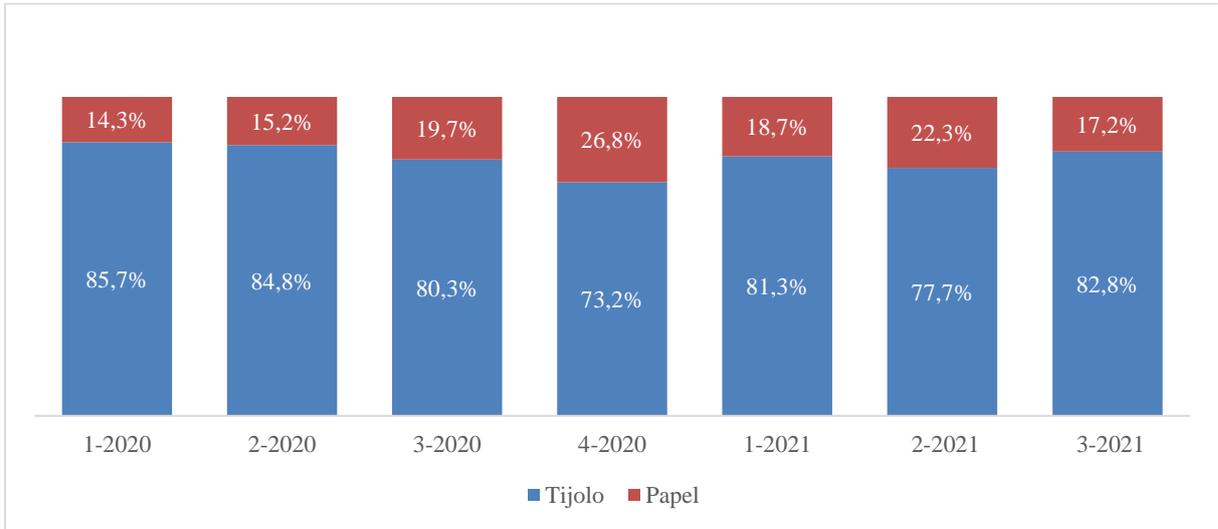


Fonte: elaborado pela autora

O giro da carteira, após o momento de alta no mercado, foi reduzindo gradativamente, e as distribuições trimestrais apresentaram crescimento constante, mas com algumas variações das distribuições em níveis mensais.

É importante ressaltar que o IBFF11, apesar de girar parte significativa de sua carteira em alguns períodos, mantém a maior parte de sua alocação em fundos de Lajes Corporativas desde o início do fundo. O segmento de escritórios é o foco da estratégia do fundo, que conta com 47% da carteira alocada nesse segmento e 52% da estratégia voltada a ganhos de capital, de acordo com o relatório gerencial do fundo de setembro de 2021, que aponta uma estratégia de ganho com maior período de maturação a ser realizada em momento oportuno, tendo vista os ciclos do mercado imobiliário em conjunto com a leitura do gestor sobre o posicionamento dos escritórios nesses ciclos.

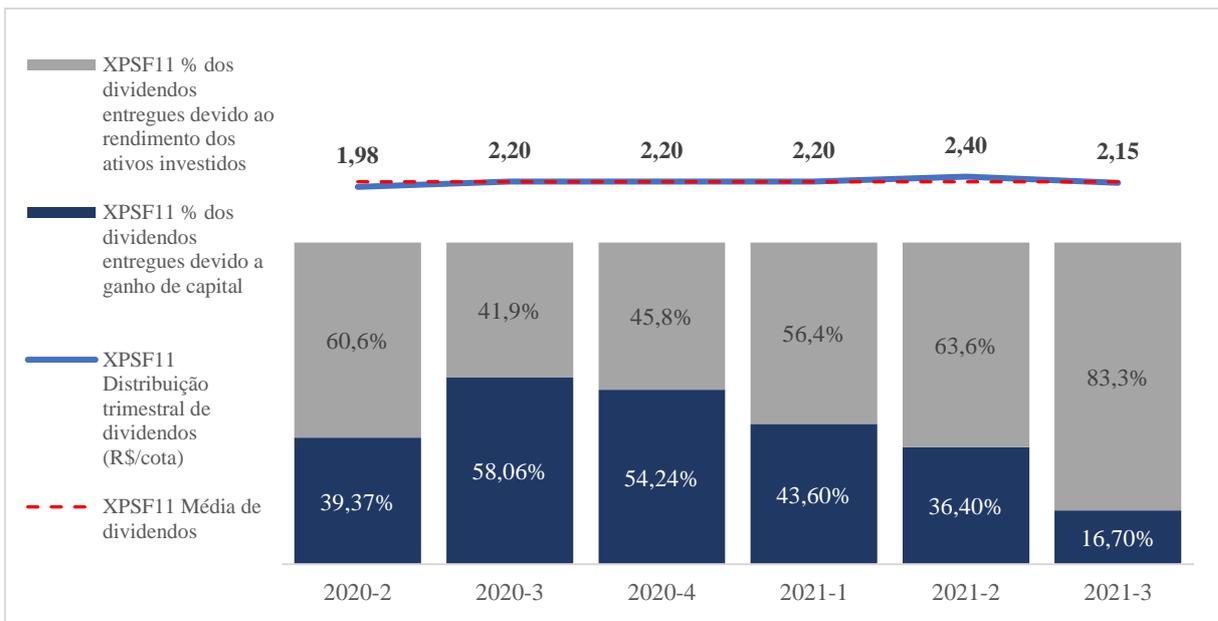
Figura 35- Alocação da carteira em fundos de tijolo e fundos de papel ou CRI -IBFF11



Fonte: elaborado pela autora

A proporção alocada entre papel e tijolo, com a alocação em papel inferior à média de alocação dos FOFs com o mesmo período de operação, também reforça a estratégia do fundo, que conta com uma proporção maior em ativos com renda de característica menos linear do que fundos de papel ou CRIs.

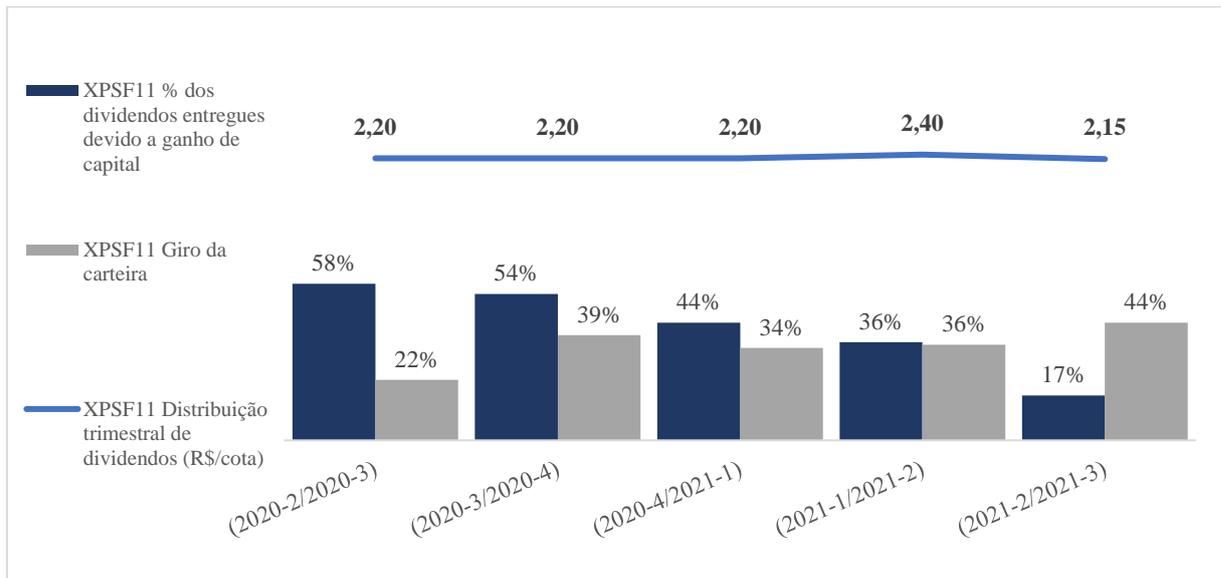
Figura 36- Composição das distribuições XPSF11- Distribuição decorrente de ganho de capital e de dividendos distribuídos pelos ativos investidos



Fonte: elaborado pela autora

O XPSF11 tem uma estratégia de investimento focada na distribuição de rendimentos dos ativos investidos de acordo com os relatórios gerenciais do fundo, que possui um dos níveis de distribuição mais estáveis entre os FOFs. A proporção de ganho de capital na distribuição de dividendos do fundo pode parecer desalinhada à estratégia do fundo se observado isoladamente, no entanto, quando avaliamos o giro de carteira praticado pelo fundo e o perfil da carteira do fundo é possível entender a estabilidade da distribuição aos cotistas.

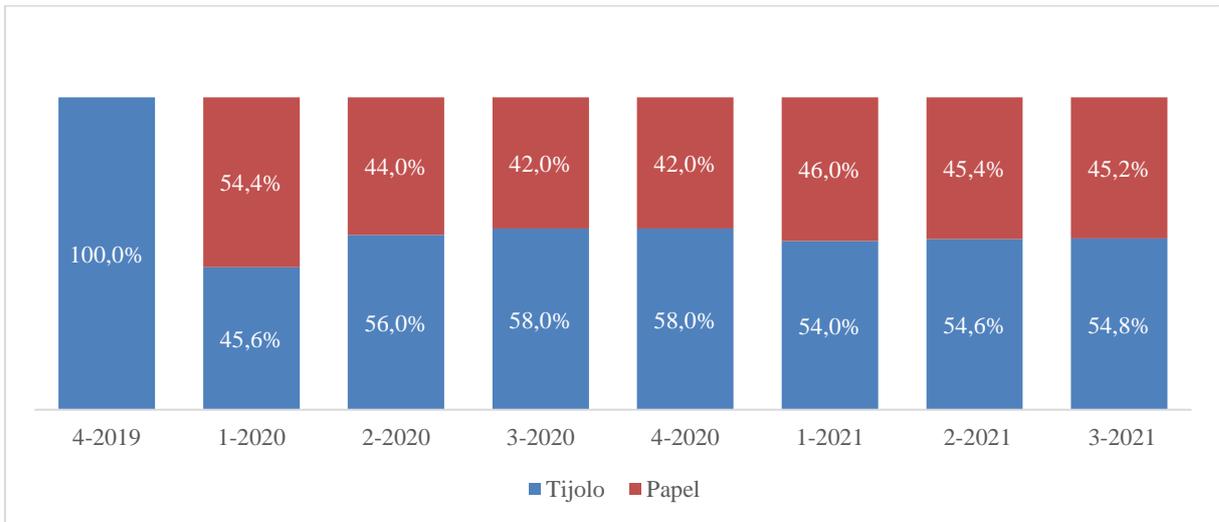
Figura 37- Giro da carteira e ganho de capital XPSF11



Fonte: elaborado pela autora

O giro da carteira do fundo é proporcionalmente menor ao ganho de capital entregue, fator que, avaliado junto à proporção de alocação entre papel e tijolo, colabora para a estabilidade das distribuições.

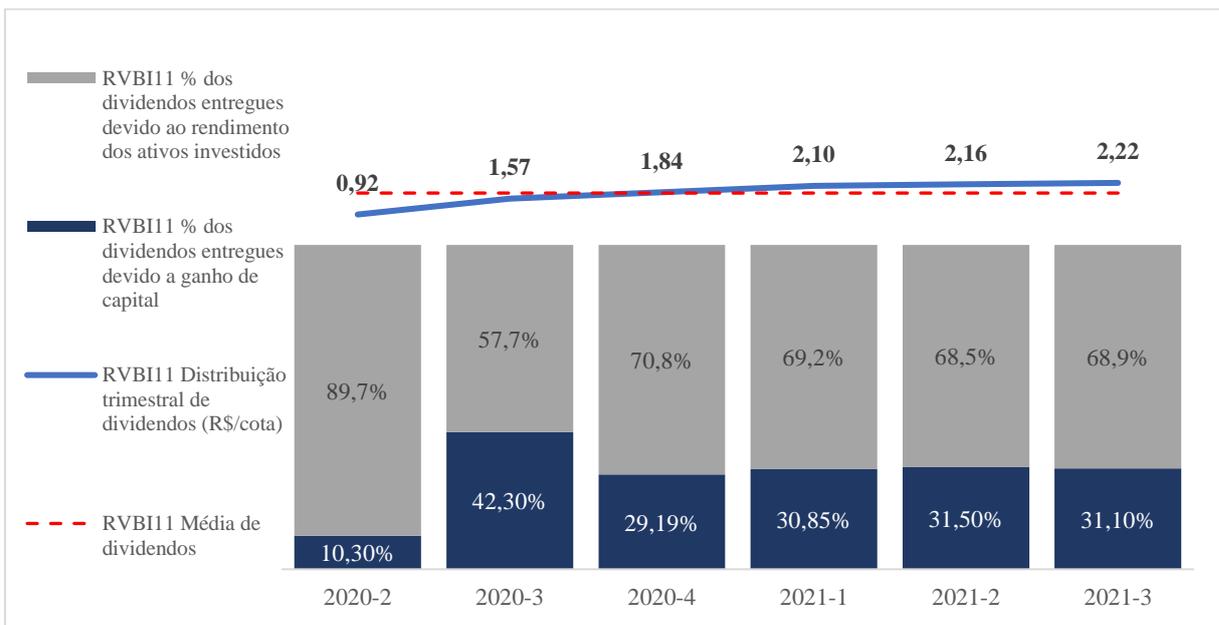
Figura 38-Alocação da carteira em fundos de tijolo e fundos de papel ou CRI -XPSF11



Fonte: elaborado pela autora

O XPSF11 é o FOF com maior proporção dos recursos alocados em papel, principalmente em fundos de CRI, e não em CRIs diretamente, uma categoria de FII caracterizada por rendimentos harmônicos e que passou por um momento de crescimento acelerado e valorização a partir de 2021, viabilizando, além da estabilidade aos dividendos, a realização de ganhos de capital com a venda de cotas.

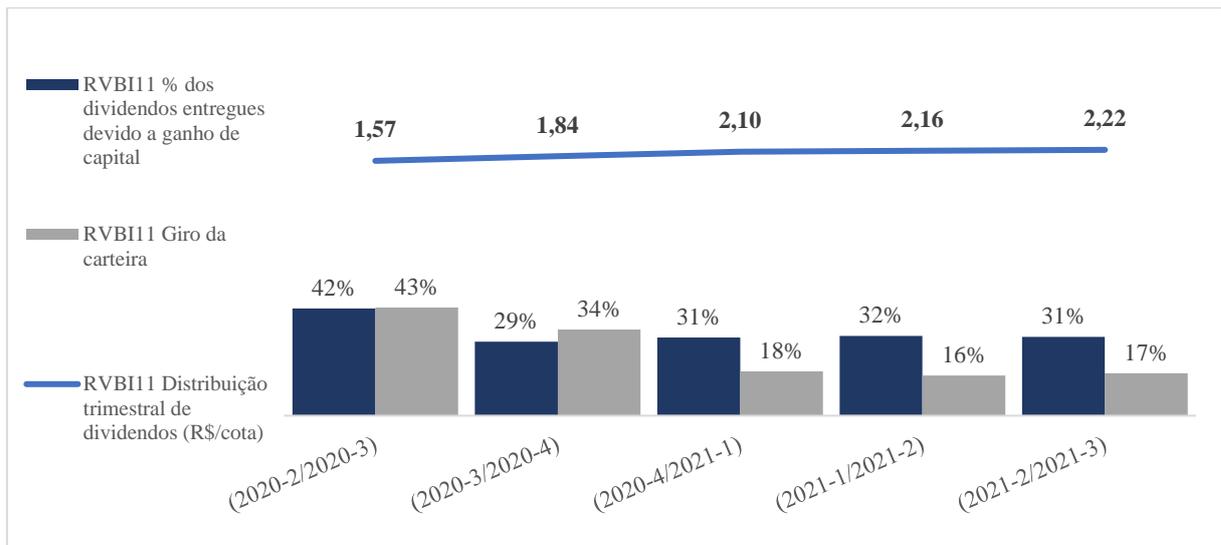
Figura 39- Composição das distribuições RVBI11- Distribuição decorrente de ganho de capital e de dividendos distribuídos pelos ativos investidos



Fonte: elaborado pela autora

O RVBI11, que está entre os FOFs com dividendos mais estáveis, tem sua distribuição de dividendos ancorada principalmente pelos rendimentos pagos pelos ativos investidos pelo fundo, com uma proporção consistente de ganho de capital entregue aos cotistas por trimestre a partir do 4º trimestre de 2020, quando o fundo já tinha passado por 2 trimestres completos de operação.

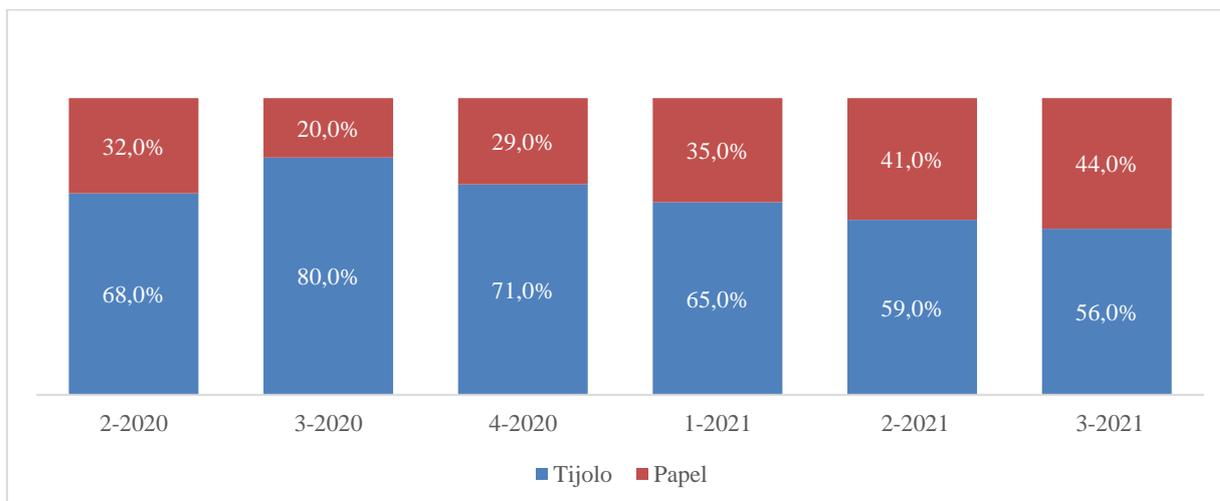
Figura 40-Giro da carteira e ganho de capital RVBI11



Fonte: elaborado pela autora

O ganho de capital entregue a partir do 4º trimestre de 2020 e o giro da carteira gerador desse resultado se mantiveram em níveis proporcionais ao longo do ano de 2021, gerando crescimento sustentável dos dividendos, que mensalmente subiram marginalmente, privilegiando a manutenção do patamar de rendimentos entregue aos cotistas.

Figura 41- Alocação da carteira em fundos de tijolo e fundos de papel ou CRI -RVBI11



Fonte: elaborado pela autora

A relação de alocação entre ativos de papel e de tijolos foi recalibrada ao longo dos períodos analisados, com menor participação de ativos de papel durante o ano de 2020, e aumento gradual e constante durante o ano de 2021. O que deve ser observado junto ao cenário do mercado de fundos imobiliários, muito impactado pela queda da taxa de juros e pandemia em 2020 e, depois, pelo aumento da taxa de juros no ano de 2021.

A análise da participação dos ganhos de capital nos rendimentos, giro da carteira em percentual do PL e alocação entre ativos de papel e tijolo indica que esses fatores têm impacto na homogeneidade das distribuições.

E não somente a participação do ganho de capital nas distribuições, mas também a forma com que é realizado, de uma única vez ou gradativamente, gerando maior estabilidade.

A alocação entre fundos de papel de tijolo também se mostrou relevante e deve ser observada junto ao ganho de capital, considerando que alguns fundos, mesmo fazendo um giro maior da carteira e realizando ganhos de capital de forma recorrente, apresentam dividendos estáveis por terem uma maior concentração da carteira em fundos de CRI e CRIs diretamente.

### 3.3 COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA

A formação e gestão de um portfólio balanceado é elemento central da estratégia dos Fundos de Fundos, pois são produtos voltados à diversificação a partir de uma gestão profissional no âmbito de investimentos imobiliários. Essa estrutura viabiliza, além da diversificação por segmentos do mercado imobiliário, acesso a ofertas disponíveis de forma direta apenas para investidores profissionais, que tem menor liquidez e relação de risco e retorno diferenciadas, como ofertas 476 de fundos imobiliários e CRIs.

Por isso, a análise da composição das carteiras dos FOFs será feita sob a ótica de diversificação por setores do mercado imobiliário e por tipo de oferta, utilizando dados das operações dos mesmos fundos avaliados anteriormente quanto a ganho de capital e alocação papel *versus* tijolo.

A formação e gestão do portfólio dos FOFs é um reflexo da visão do gestor sobre o mercado de FIIs e títulos de investimentos de lastro imobiliário. A interpretação das ações de gestão da carteira depende, portanto, do entendimento prévio sobre o mercado de FIIs quanto a relevância, crescimento e valorização das categorias de fundos imobiliário no período de análise. Por isso, a seguir, será apresentado um contexto de mercado dos FIIs segmentados por tipologia de imóvel com base em 2 indicadores principais, o P/VPA e a média trimestral de dividendos distribuídos pelos FIIs pertencentes a um mesmo segmento de ativo imobiliário.

O P/VPA, indica como o valor de mercado do fundo está posicionado em relação ao seu valor patrimonial. O valor de mercado é definido a partir da oferta e demanda por cotas no mercado secundário, enquanto o valor patrimonial reflete o valor de avaliação dos ativos que fazem parte da carteira do fundo, que é o valor de avaliação dos imóveis para fundos de tijolo somado ao caixa do fundo e para fundos de papel é a marcação a mercado dos títulos investidos somada ao valor em caixa. A fórmula para o cálculo do indicador é a seguinte:

$$P/VPA = \frac{P_T}{VPA_T}$$

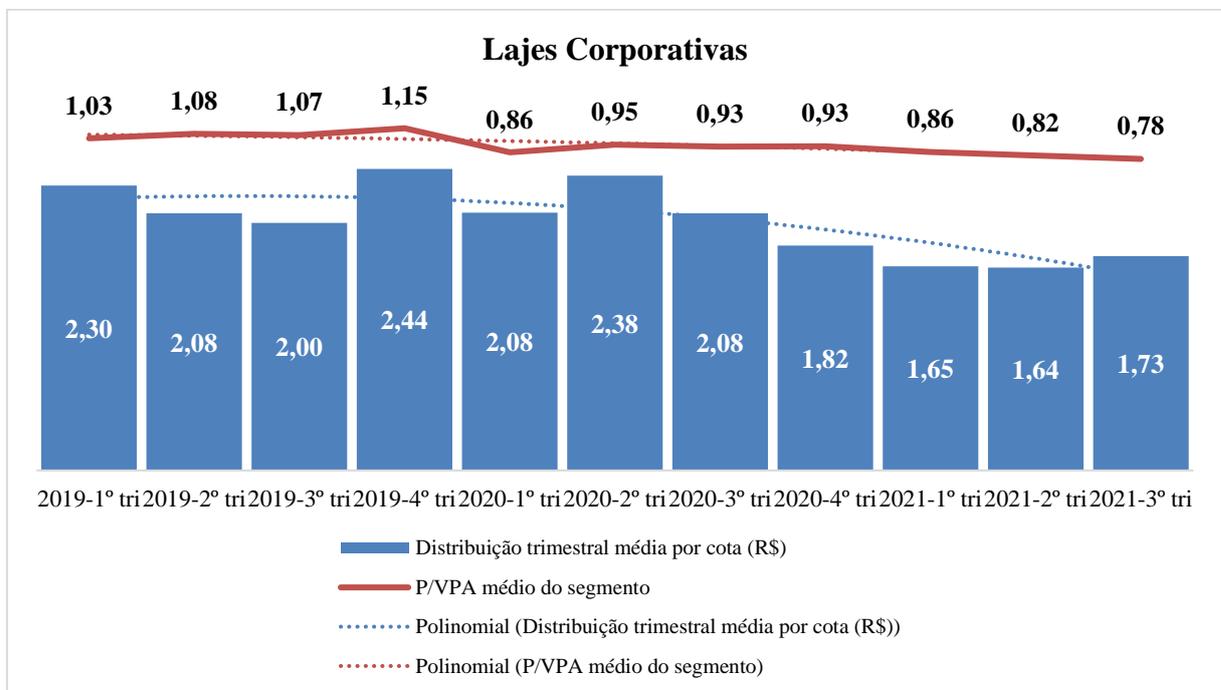
Onde:

$P_T$ : Preço da cota do ativo em um determinado período T

$VPA_T$ : Valor patrimonial da cota em um determinado período T

O indicador foi calculado com base nos dados de fechamento de cada trimestre para as categorias de fundos imobiliários e quando colocado junto a distribuição de dividendos trimestral média por cota das categorias de fundos, ajuda a entender se a operação com ágio dos fundos de uma categoria como um todo é um reflexo de um aumento real na distribuição de dividendos ou resultado das expectativas dos cotistas sobre a performance de um determinado segmento. Os dados foram calculados utilizando as informações de operação de todos os fundos em operação de cada categoria no período de análise, a quantidade de fundos por segmento pode ser encontrada na Tabela 3 deste trabalho.

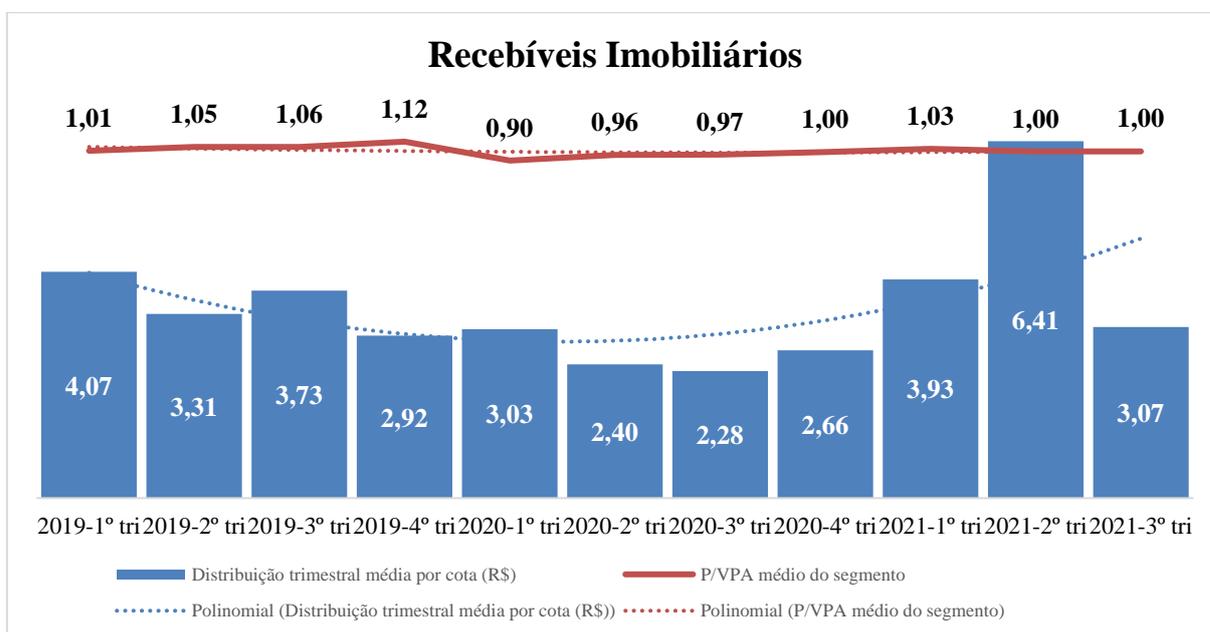
Figura 42- Lajes corporativas- P/VPA médio no fechamento do trimestre e Distribuição média trimestral por cota (R\$)



Fonte: elaborado pela autora

Observando as distribuições de dividendos trimestrais dos FIIs do segmento de Lajes Corporativas e relação entre valor de mercado a patrimonial das cotas, nota-se que, apesar dos rendimentos de fato distribuídos em 2019 e durante os 3 trimestres iniciais de 2020 estarem em níveis muito parecidos, o segmento, em média, estava operando com ágio em 2019 e passou a operar com deságio em 2020, o que pode ser um reflexo de uma expectativa de baixa dos investidores cotistas sobre a ocupação e valores de aluguel após o início da pandemia, ou um ajuste nos preços das cotas, que tiveram valorização relacionada a queda da taxa de juros iniciada no final do ano de 2019.

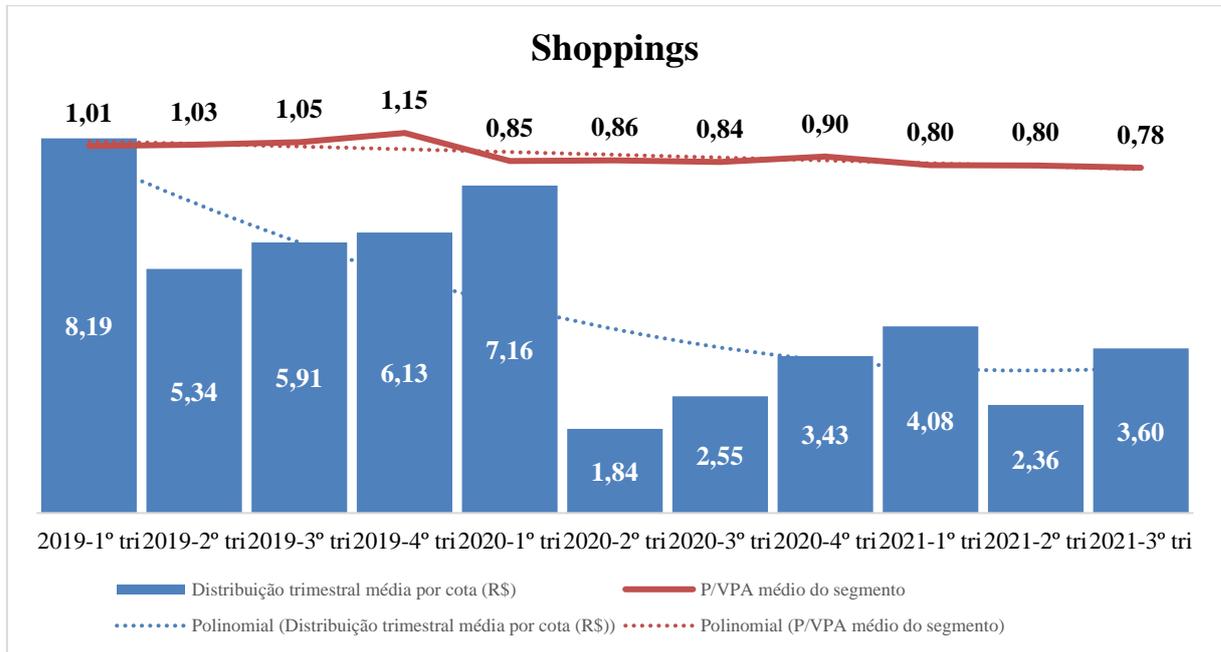
Figura 43- Recebíveis Imobiliários- P/VPA médio no fechamento do trimestre e Distribuição média trimestral por cota (R\$)



Fonte: elaborado pela autora

A categoria de recebíveis tem seus dividendos fortemente impactados pela inflação, pois repassam mensalmente, além dos juros, a inflação para os investidores. Para os FIIs de recebíveis, a relação P/VPA também não se mostra alinhada à distribuição de dividendos, em 2021, com o aumento do pagamento de dividendos, a valorização das cotas não chegou aos patamares de 2019, ano em que o mercado de FIIs experienciou forte crescimento.

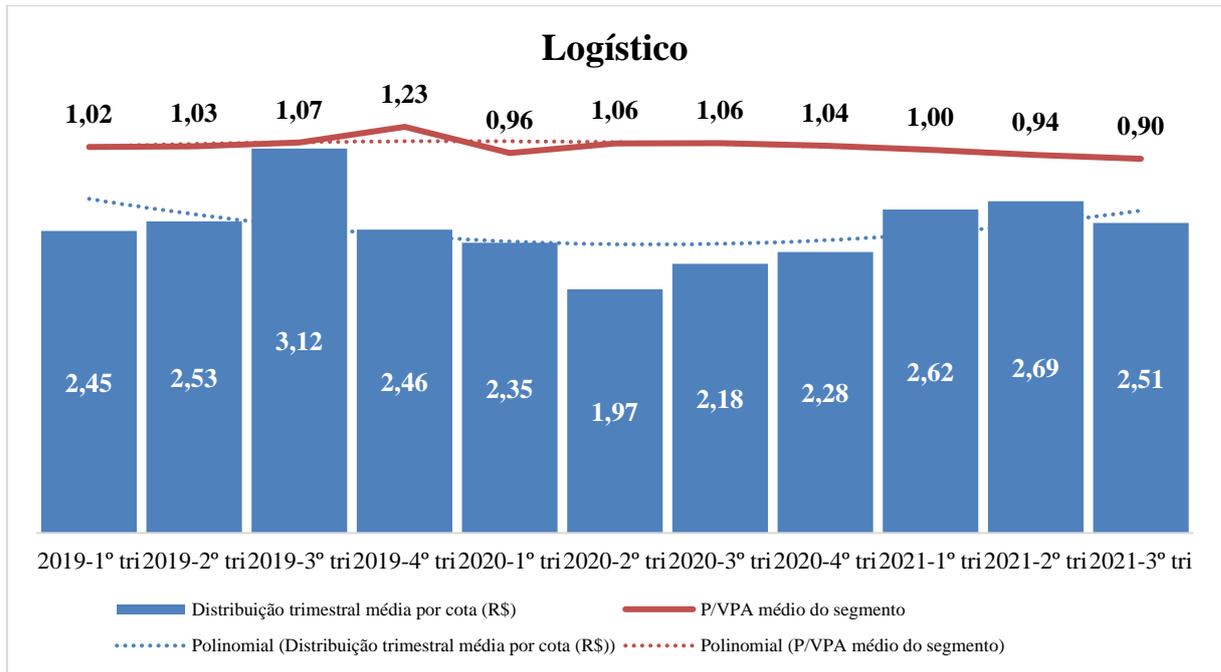
Figura 44- Shoppings- P/VPA médio no fechamento do trimestre e Distribuição média trimestral por cota (R\$)



Fonte: elaborado pela autora

Os Shoppings Centers tiveram a operação fortemente impactada durante a pandemia da Covid-19, o que nos permite observar uma situação em que a desvalorização das cotas em relação ao valor de patrimonial foi reflexo de uma redução real dos dividendos distribuídos aos cotistas.

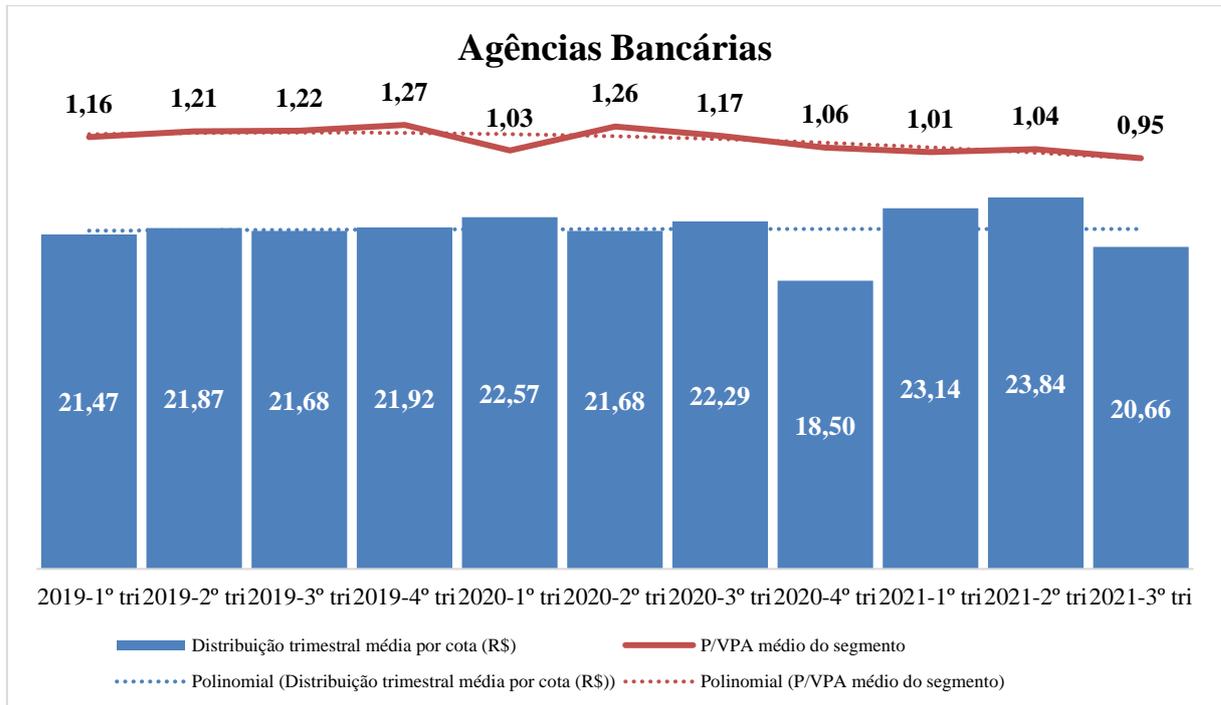
Figura 45- Logístico- P/VPA médio no fechamento do trimestre e Distribuição média trimestral por cota (R\$)



Fonte: elaborado pela autora

Os FIIs Logísticos tiveram valorização durante o ano de 2020, não relacionadas ao aumento da distribuição, o que pode ser explicado pela forma com o que os investidores enxergaram esse setor com a chegada da pandemia da Covid-19, que é de extrema importância para o comércio online, dependente de centros de distribuição e armazenagem.

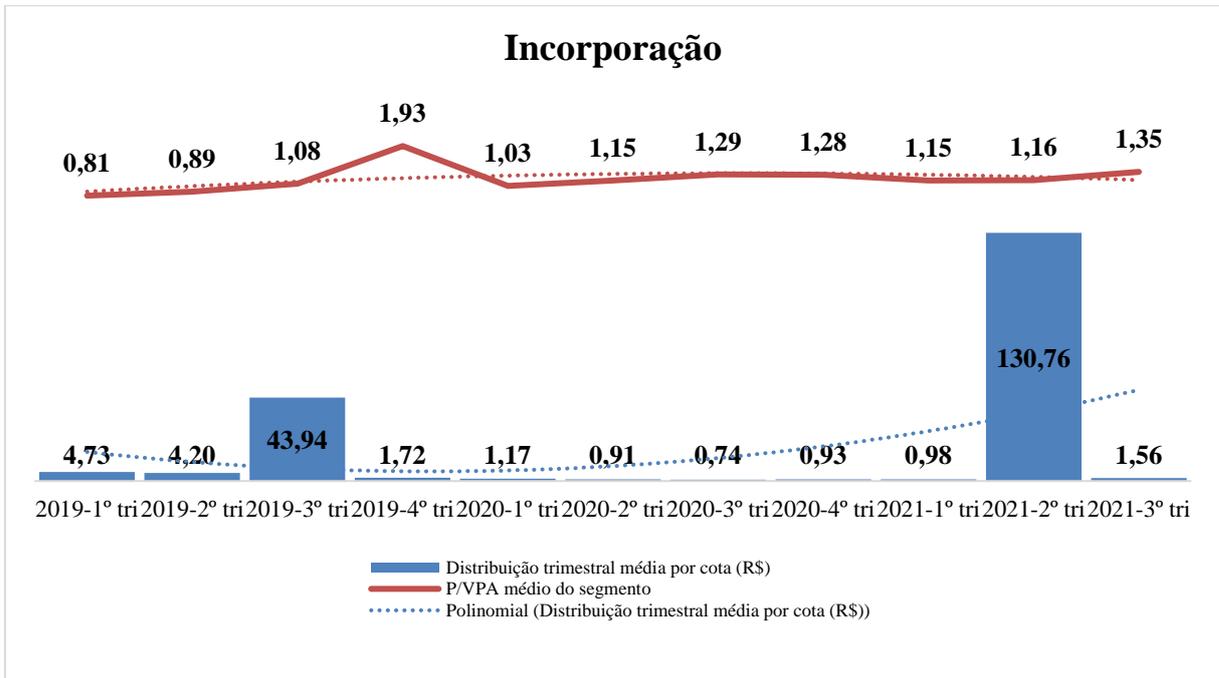
Figura 46- Agências Bancárias- P/VPA médio no fechamento do trimestre e Distribuição média trimestral por cota (R\$)



Fonte: elaborado pela autora

Os FIIs de Agências Bancárias contam com contratos de locação atípicos, o que reflete na estabilidade das distribuições, que são superiores as médias das demais categorias. Ainda assim, a relação P/VPA foi sendo reduzida a partir do final do ano de 2020, o que pode ser um reflexo de como o mercado enxerga o processo de digitalização dos bancos.

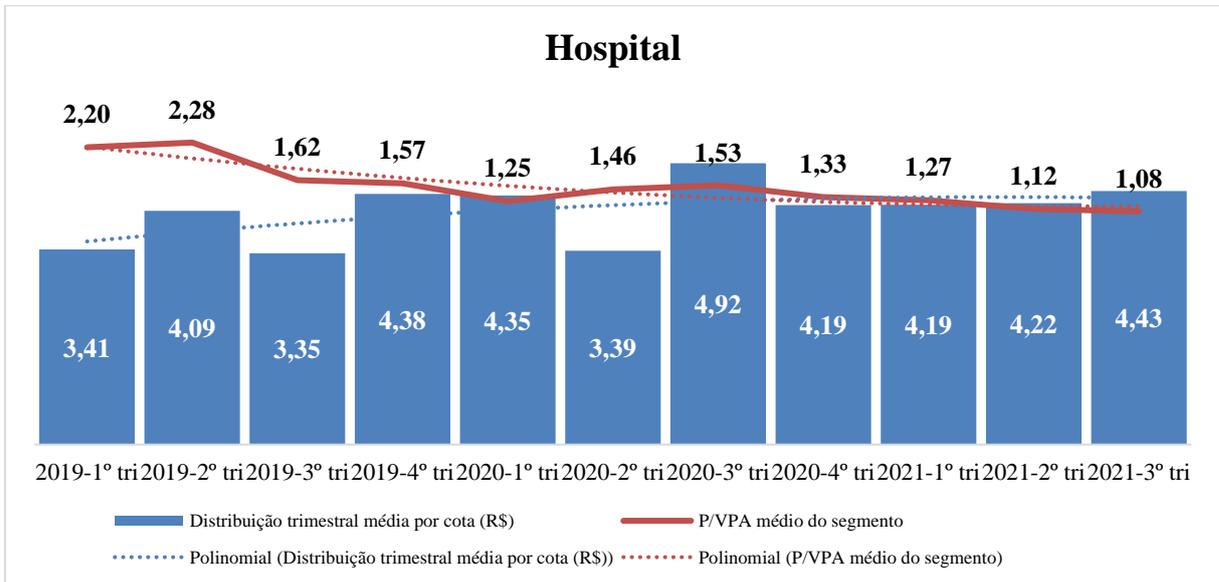
Figura 47- Incorporação- P/VPA médio no fechamento do trimestre e Distribuição média trimestral por cota (R\$)



Fonte: elaborado pela autora

Os indicadores dos FIIs de Incorporação apresentaram maior volatilidade das distribuições, por terem um fluxo de receita intenso no momento da venda dos imóveis, ou do repasse, no caso de imóveis residenciais, o que faz com que sua relação de P/VPA esteja mais relacionada ao ciclo de desenvolvimento e venda dos imóveis investidos pelo fundo e não tanto às expectativas de um mercado no qual o investimento em imóveis para renda é predominante. Sendo esse um perfil de FII focado no ganho de capital obtido com a venda dos imóveis que foram construídos financiados pelos recursos do fundo, e não na distribuição constante de rendimentos.

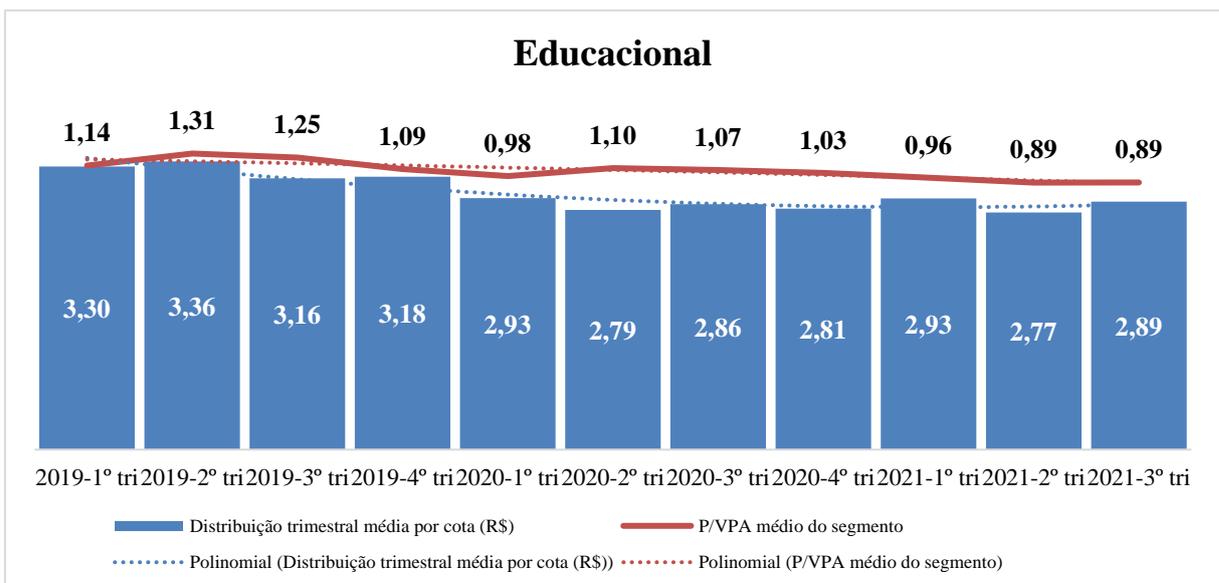
Figura 48- Hospital - P/VPA médio no fechamento do trimestre e Distribuição média trimestral por cota (R\$)



Fonte: elaborado pela autora

Os FIIs de hospitais mantiveram o pagamento trimestral de dividendos entre 3,4 e 4,4 reais por cota na maior parte dos períodos analisados, no entanto, apresentaram fortes variações no indicador P/VPA, indicando movimentos de caráter arbitrário.

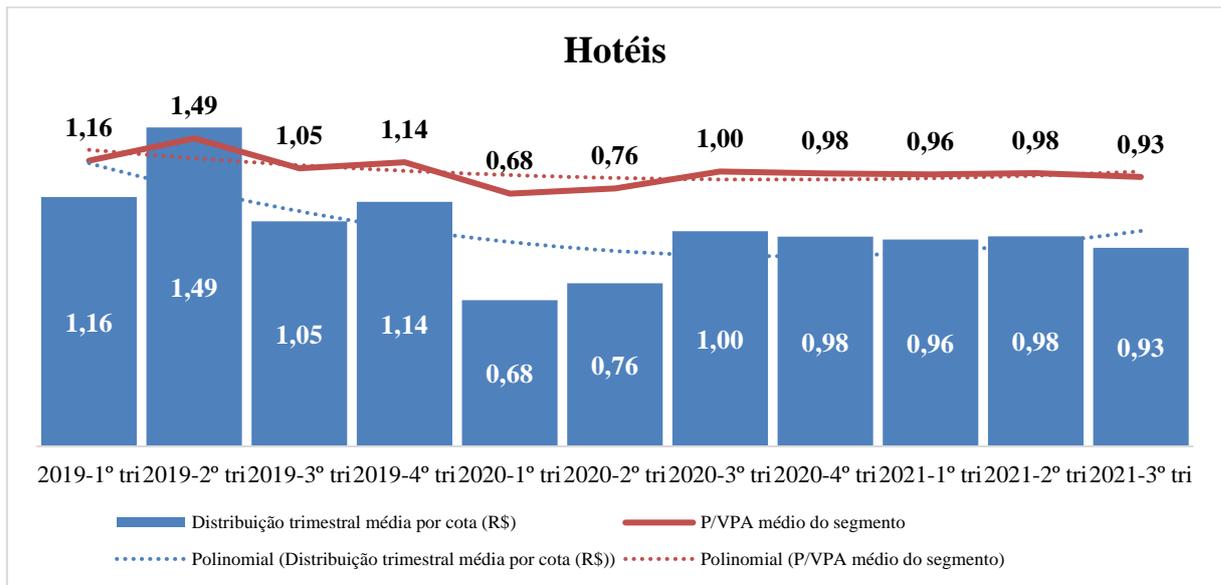
Figura 49- Educacional - P/VPA médio no fechamento do trimestre e Distribuição média trimestral por cota (R\$)



Fonte: elaborado pela autora

Os FIIs educacionais apresentaram níveis mais elevados de distribuição de rendimentos durante o ano de 2019, além de oscilações do preço de mercado em relação ao valor patrimonial alinhadas ao padrão de distribuição dos dividendos.

Figura 50- Hotéis - P/VPA médio no fechamento do trimestre e Distribuição média trimestral por cota (R\$)

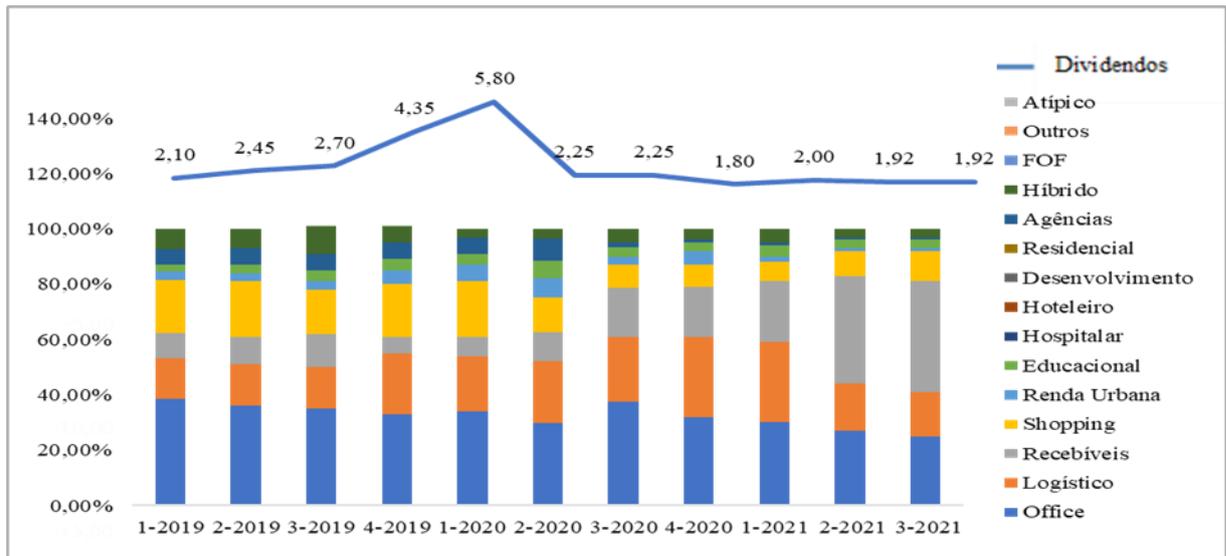


Fonte: elaborado pela autora

O segmento de hotelaria, assim como o de shoppings centers, teve sua operação fortemente impactada durante o período de pandemia, com reflexo na forte redução da distribuição de dividendos, acompanhada pela desvalorização das cotas dessa categoria de FII.

Após entendimento do contexto dos ativos alvo de investimento dos FOFs, os FIIs agrupados por tipo de imóvel ou ativo, é possível avaliar como os gestores dos FOFs anteriormente avaliados responderam ao contexto de mercado a partir diversificação e balanceamento da carteira entre os segmentos de FIIs.

Figura 51- Alocação por setor BCIA11

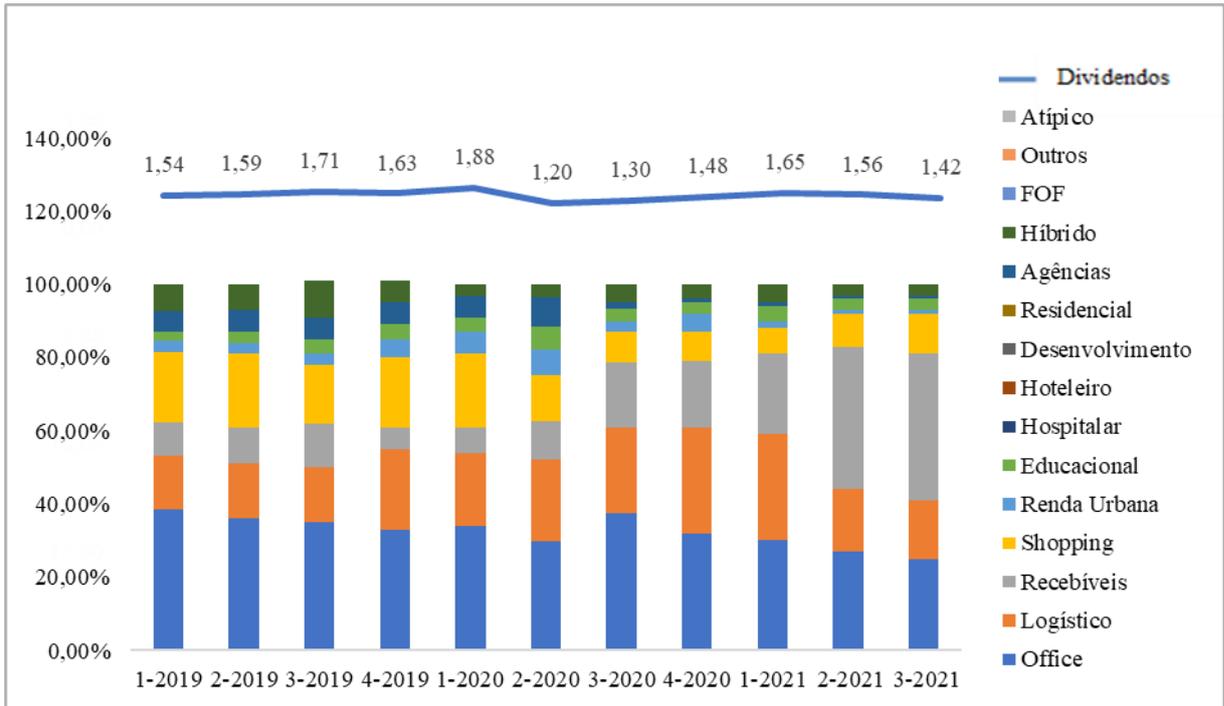


Fonte: elaborado pela autora

O BCIA11 possui alocação bastante diversificada entre setores. Tem posições menores em vários setores, mas com concentração em 4 principais setores, de lajes corporativas, recebíveis, logístico e shoppings, que foram recalibradas ao longo do período de análise.

Até o início de 2020, tinha maior concentração em shoppings, um setor de forte queda durante o ano de 2020, quando o gestor reduziu a exposição no setor. A locação em fundos de lajes corporativas foi predominante até o 1º trimestre de 2021, a partir e então a alocação em recebíveis passou a ter maior representatividade, o que está em linha com o crescimento e valorização do setor, mas sem antecipar esse movimento, como foi feito por outros FOFs.

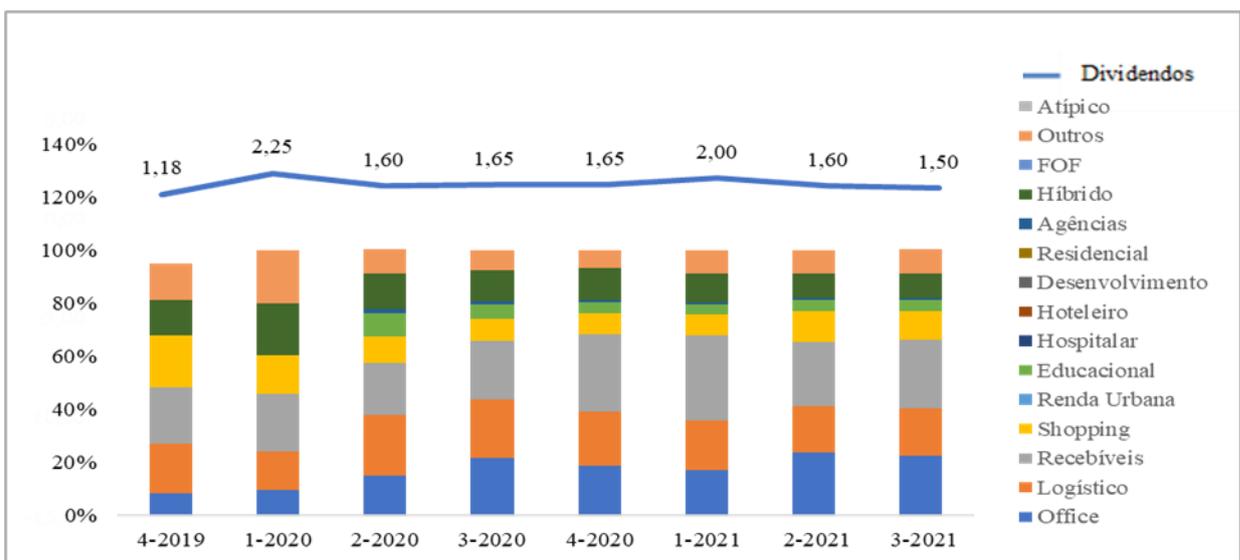
Figura 52- Alocação por setor BCFF11



Fonte: elaborado pela autora

O BCFF11 possui a principal alocação em recebíveis desde 2019, com posições relevantes em lajes corporativas e shoppings, apresentando um nível de diversificação menor e limitação da alocação em poucos setores, após a emissão realizada em fevereiro de 2020.

Figura 53- Alocação por setor HGFF11

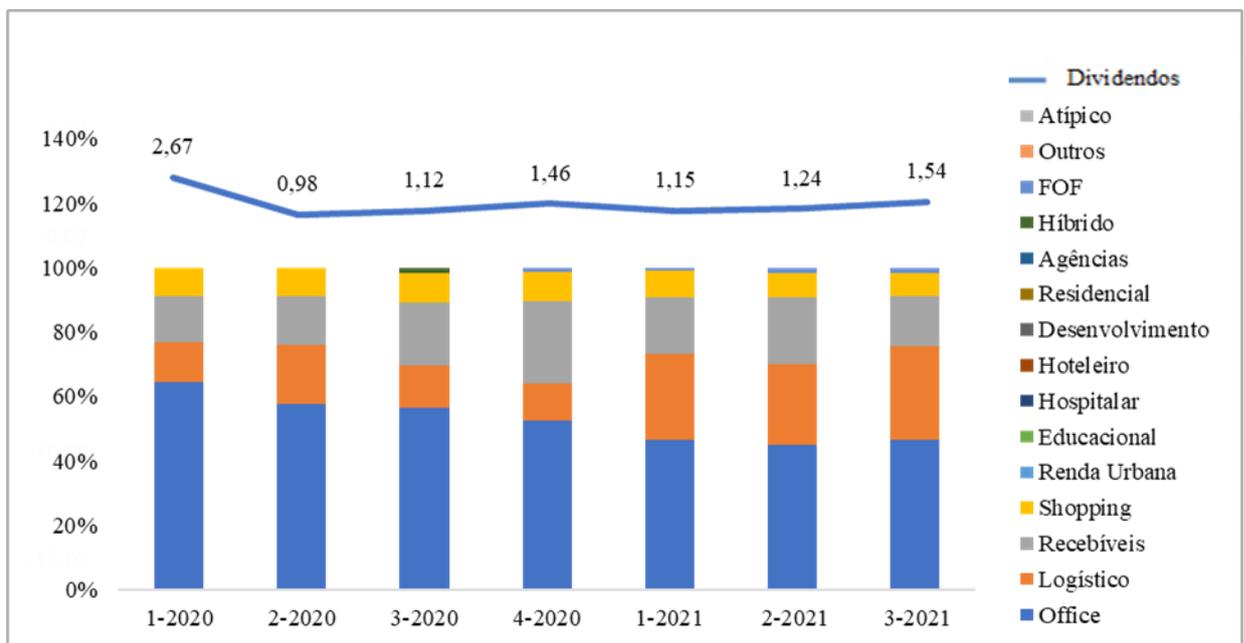


Fonte: elaborado pela autora

O HGFF11 tem sua alocação concentrada nos setores mais tradicionais de recebíveis, lajes corporativas e logístico, mas também tem posições relevantes FII híbridos, que englobam diversos setores.

Diferentemente da maior parte dos FOFs, que aumentaram a alocação em recebíveis no segundo e terceiro trimestres de 2021, indicou uma postura de investimento em setores em baixa, que podem possibilitar ganhos de capital maiores no futuro apesar da distribuição de dividendos reduzida no momento de alocação.

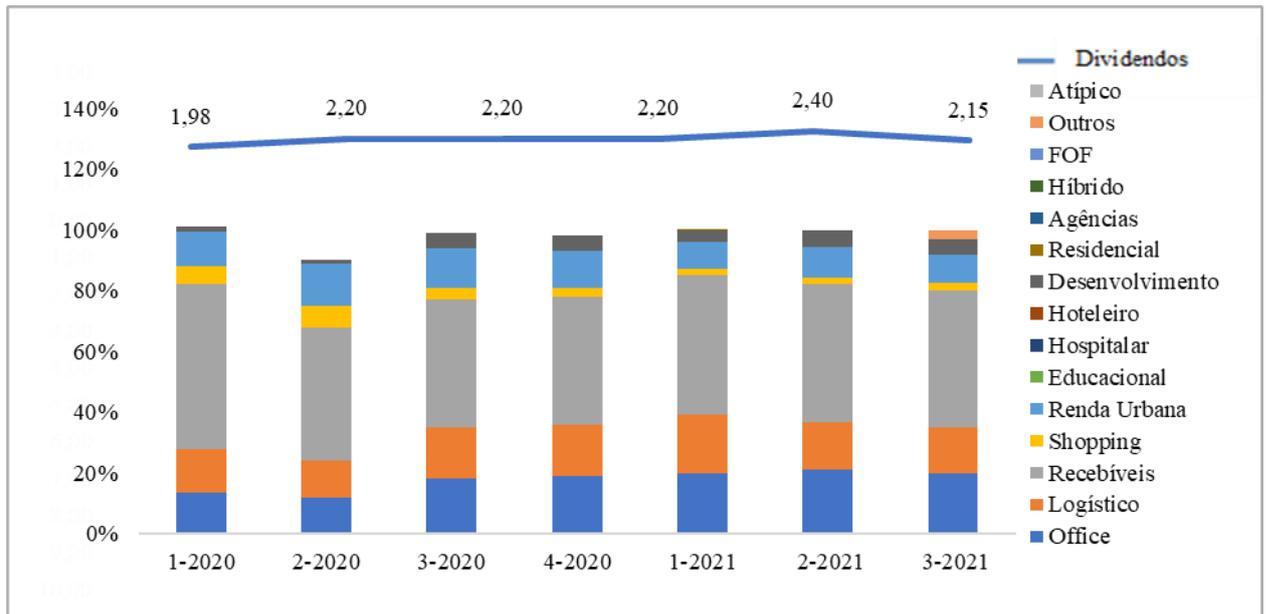
Figura 54- Alocação por setor IBFF11



Fonte: elaborado pela autora

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

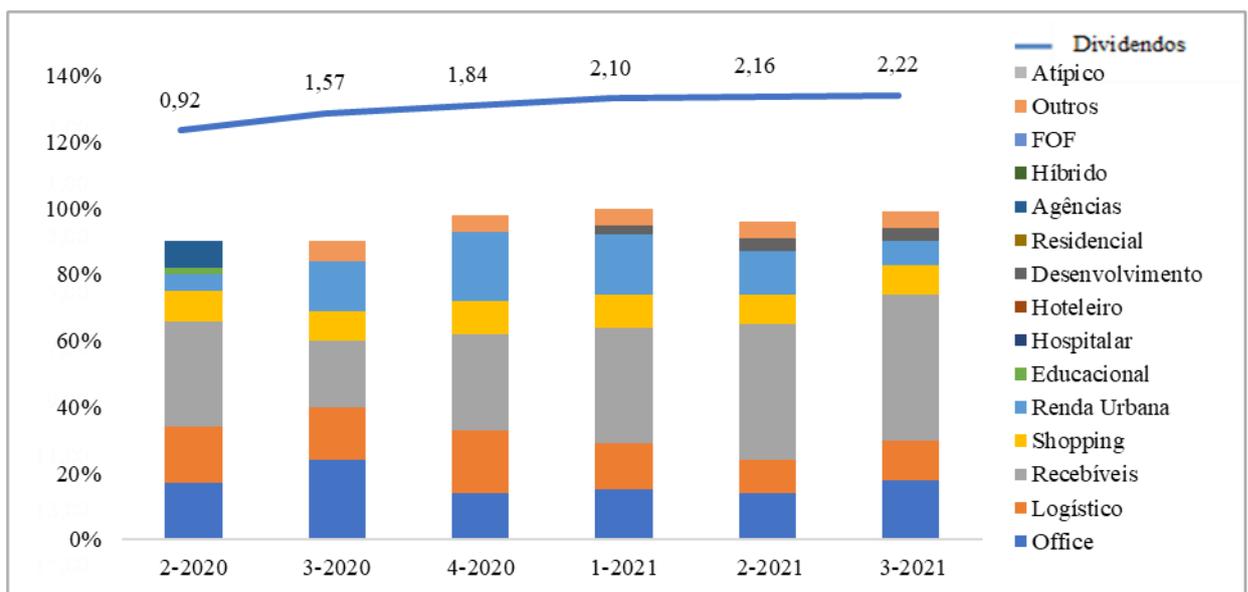
Figura 55- Alocação por setor XPSF11



Fonte: elaborado pela autora

O XPSF11 tem a maior alocação durante todo o período de análise em recebíveis, aproveitando um momento oportuno e de forte crescimento desse segmento. No entanto também faz alocações em setores menos representativos no mercado de FIIS, como o de fundos de desenvolvimento e renda urbana, com uma carteira diversificada em quantidade de setores investidos, mas não tão balanceada entre eles.

Figura 56- Alocação por setor RVBI11



Fonte: elaborado pela autora

O RVBI possui uma carteira mais equilibrada em relação aos outros FOF analisados, considerando alocação em diferentes setores, combinada a uma exposição relevante em relação ao PL do fundo para cada um dos setores, atuando, até mesmo, no setor de desenvolvimento, o que é atípico para fundos com o PL menor. A exposição em recebíveis aumentou significativamente já no final de 2020, antecipando o movimento de mercado e reduzindo posições em setores que passaram por valorização desde a alocação inicial, sendo alvo de realização de ganhos de capital.

Figura 57- Alocação média dos FOF por setor

	1-2019	2-2019	3-2019	4-2019	1-2020	2-2020	3-2020	4-2020	1-2021	2-2021	3-2021
Office	29,15%	27,50%	28,00%	29,80%	24,46%	24,28%	28,63%	27,57%	26,30%	25,78%	26,00%
Logístico	12,15%	12,50%	17,33%	14,95%	13,02%	16,57%	17,07%	18,32%	20,22%	17,10%	17,98%
Recebíveis	17,51%	20,07%	21,34%	17,99%	23,83%	25,11%	25,82%	29,25%	31,37%	36,02%	37,07%
Shopping	15,50%	16,50%	26,67%	16,75%	12,19%	10,77%	8,75%	7,85%	7,12%	7,58%	7,83%
Renda Urbana	1,60%	1,50%	1,50%	2,50%	5,77%	6,50%	7,70%	9,50%	7,25%	7,93%	5,77%
Educacional	4,95%	5,50%	5,50%	4,00%	3,00%	4,70%	3,57%	3,00%	2,93%	3,45%	3,45%
Hospitalar	3,70%	4,00%	3,00%	2,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	0,00%	0,00%
Hoteleiro	2,20%	2,00%	1,00%	3,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	0,00%	0,00%
Desenvolvimento	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,81%	0,50%	2,50%	2,50%	2,33%	4,75%	4,50%
Residencial	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,15%	0,00%	0,00%
Agências	2,90%	4,50%	3,50%	3,00%	4,33%	4,40%	0,93%	0,70%	0,70%	1,05%	1,00%
Híbrido	3,60%	3,50%	6,00%	6,47%	7,43%	5,60%	4,60%	5,27%	5,27%	5,95%	5,95%
FOF	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,70%	0,45%	1,80%	1,60%
Outros	0,00%	0,00%	0,50%	6,85%	10,10%	4,60%	4,50%	3,90%	4,57%	5,00%	5,28%
Atípico	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	17,00%	15,00%

Fonte: elaborado pela autora

O quadro acima mostra a alocação média da carteira dos FOFs em operação em cada período por setor, indicando, no geral, um aumento da exposição em recebíveis a partir do ano de 2021, redução de alocação em shoppings no ano de 2020, aumento da alocação no setor de renda urbana, que representa uma nova alternativa para participação no setor de varejo além dos shoppings e alocações médias constantes do setor de lajes corporativas.

Mas, quando avaliamos as carteiras dos FOFs, individualmente, no mesmo período, diferenças significativas na estratégia de alocação de cada fundo foram notadas. O que auxiliou no entendimento da visão de cada gestor sobre o mercado, alguns aproveitando oportunidades de compras a valores atrativos para realização de ganhos futuros, outros com um aumento da

exposição em recebíveis, mostrando uma postura mais defensiva e outros com alocações mais equilibradas e mudanças discretas buscando equilibrar o risco das alocações.

### 3.4 LIQUIDEZ DO MERCADO DE FUNDOS IMOBILIÁRIOS E PATRIMÔNIO LÍQUIDO DOS FUNDOS DE FUNDOS

A liquidez é o componente que representa a velocidade de saída de uma posição de investimento para assumir outra. No caso dos FOFs, não só a liquidez do próprio FOF influencia em sua atratividade como alternativa de investimento, mas também a liquidez dos FIIs e dos títulos de dívida com lastro imobiliário como um todo, quando observada junto ao Patrimônio Líquido do Fundo de Fundos.

O tamanho do FOF, e conseqüentemente das posições de investimento montadas por ele, frente aos níveis de liquidez do mercado, indicam limitações ou vantagens em sua operação.

Se um FOF tem um Patrimônio Líquido representativo em relação ao tamanho de mercado, pode se tornar menos flexível, pois sua capacidade de montar e desmontar posições está atrelada à liquidez dos ativos investidos que fazem parte de mercado ainda em desenvolvimento no Brasil, com nível de liquidez correspondente ao seu grau de maturidade.

Além da limitação imposta pela liquidez do mercado, os FOFs são restritos a um volume máximo de negociação de um certo ativo para que seu preço não seja influenciado, que está entre 15% e 20% do volume médio negociado por dia do ativo, de acordo com os gestores. Isso implica em maior lentidão para realizar ajustes na carteira do fundo em resposta às mudanças no cenário do mercado, principalmente para fundos de Patrimônio Líquido maior, enquanto FOFs de menor Patrimônio Líquido conseguem ser mais flexíveis por trabalharem com posições de investimento menores por ativo.

Por outro lado, FOFs de Patrimônio Líquido maior são mais líquidos e podem ser mais vantajosos para investidores que desejam investir um volume maior, pois possibilitam maior agilidade para a montagem e saída da posição de investimento no FOF, como pode ser observado a partir dos dados da tabela abaixo.

Tabela 10- Patrimônio Líquido e Volume de Negociação dos FOFs

Fundo	Ticker	Patrimônio Líquido (R\$ mil)	Volume médio negociado por dia em 12 meses (R\$ mil)
FII Htopfof3	HFOF11	2.002.226	3.182
FII Bc Ffii	BCFF11	1.978.946	4.496
FII Rbralpha	RBRF11	1.153.166	3.453
FII Mogno	MGFF11	693.091	1.898
FII Cap Reit	CPFF11	421.939	1.235
FII Kineafof	KFOF11	419.868	615
FII Xp Selec	XPSF11	382.274	1.364
FII Bcia	BCIA11	380.706	583
FII Absoluto	BPFF11	347.400	881
FII Vinci If	VIFI11	252.534	379
FII CSHG Fof	HGFF11	252.338	616
FII Riob Ff	RBFF11	248.072	632
FII Ouri Fof	OUFF11	144.261	257
FII Cx Rbrav	CXRI11	137.149	56
FII Vbi Reit	RVBI11	127.250	457
FII Rb Cfof	RFOF11	90.310	265
FII Cx Rbra2	CRFF11	59.338	49
FII Fof Brei	IBFF11	49.125	191

Fonte: elaborado pela autora

Utilizando os dados das carteiras do FOF de maior PL, o HFOF11, e do FOF de menor PL, o IBFF11, listados acima, é possível verificar a questão da flexibilidade e agilidade para efetuar mudanças na carteira.

Considerando o limite de negociação pelo FOF de até 20% do volume diário médio de negociação de cada ativo e as condições atuais de liquidez do mercado, calcula-se que o HFOF11 demoraria 233 meses para zerar sua maior posição e mais de um ano para zerar posições que ficam entre 4% e 6% do PL do fundo.

Figura 58- Maiores posições HFOF11

HFOF11						
PL		2.077.612.502,78				
CARTEIRA		1-2021				
Ativo	% PL	Quantidade	Valor	ADTV (R\$)	Limite de negociação (20%)	Meses para zerar a posição
HLOG11	14,92%	2.649.731	310.018.527	221.675	44.335	233
HAAA11	9,57%	2.042.402	198.813.312	1.894	379	17.492
BBPO11	9,37%	1.676.592	194.652.331	1.817.993	363.599	18
PQAG11	7,65%	2.337.724	158.965.232	6.631	1.326	3.995
HGBS11	6,73%	688.507	139.766.921	1.779.466	355.893	13
GTWR11	6,12%	1.188.617	127.182.019	1.586.085	317.217	13
RBVA11	4,98%	935.564	103.566.935	1.189.872	237.974	15

Fonte: elaborado pela autora

Analisando as informações da carteira do IBFF11, e utilizando o mesmo critério de limite de negociação de 20% do volume médio diário (R\$) negociado pelo ativo, calcula-se que a maior parte das posições de investimento relevantes do fundo poderiam ser desmontadas em até 3 meses.

Figura 59- Maiores posições IBFF11

IBFF11						
PL		56.959.683,31				
CARTEIRA		1-2021				
Ativo	% PL	Quantidade	Valor	ADTV (R\$)	Limite de negociação (20%)	Meses para zerar a posição
RCRB11	9,33%	33.185	5.312.255	832.381	166.476	1
BRCR11	9,23%	64.118	5.257.676	2.583.018	516.604	0
BLCP11	8,70%	48.135	4.957.905	45.639	9.128	18
TEPP11	7,83%	51.921	4.460.014	463.773	92.755	2
PQDP11	5,23%	1.085	2.978.325	176.296	35.259	3
RBRL11	5,22%	27.743	2.972.108	2.200.877	440.175	0

Fonte: elaborado pela autora

#### 4. RESULTADOS

A aplicação dos fatores de análise levantados para análise de dados dos Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário negociados na B3, permitiu que seu impacto na distribuição de dividendos dos FOFs fosse verificado de forma prática.

O estudo de caso do impacto dos fatores também foi importante para a organização desses fatores de acordo com alguns temas principais.

Os temas apontam os elementos básicos a serem observados durante a avaliação de um FOF, enquanto os fatores de análise são os pontos específicos que devem ser analisados para cada um dos temas. Além dos temas que direcionam o processo de análise e os fatores de análise específico, foram listadas as fontes de informação disponíveis para o público geral que podem ser utilizadas durante a avaliação.

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

Figura 60- Fatores de análise para decisão de investimento em Fundos de Fundos

Temas de análise	Fatores de Análise
<p><b>Qualidade das informações disponibilizadas pelo gestor</b></p> <p>Processo comunicação do time de gestão do FOF e de Relações com Investidores da gestora.</p> <p>Materiais de comunicação obrigatórios e iniciativas próprias da gestora.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ A confiança do investidor no gestor do FOF é o ponto inicial para decisão de investimento, que é formada a partir da qualidade das informações divulgadas e comunicação utilizada pelo gestor. Que pode ser avaliada a partir da observação de alguns pontos listados abaixo.</li> <li>▪ Divulgação clara da estratégia de investimento e perfil do fundo</li> <li>▪ Acompanhamento da execução da estratégia com base nas ações de gestão da carteira e explicação da tomada de decisão a partir da percepção de mercado frente à estratégia</li> <li>▪ Resultados esperados das ações de gestão, prazo esperado para resultado, reporte de evolução e</li> </ul>

	<p>avaliação dos resultados em relação aos objetivos quando concretizados</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Visibilidade sobre os próximos passos, com ações de gestão, programas e expectativa de distribuição, pelo menos, em horizonte próximo</li> <li>▪ Divulgação de informações do histórico do fundo, relevantes para tomada de decisão, formatadas para auxiliar e agilizar o processo de análise do investidor</li> <li>▪ Divulgação de informações de divulgação não obrigatória, mas relevantes para o investidor, como, por exemplo, o valor diário da cota patrimonial do fundo</li> </ul>
<p><b>Fontes de informação:</b> Relatórios gerenciais, Prospecto de Oferta Pública, Site de Fundo, Materiais de comunicação da gestora.</p>	
<p><b>Métrica para avaliação da performance do FOF</b></p> <p>Definição dos indicadores do fundo adequados para embasar a tomada de decisão, tendo em vista o resultado entregue para o cotista diretamente pelo gestor por meio da distribuição de dividendos, perfil de gestão e estratégias adotadas pelo fundo frente a dinâmica do mercado de FII.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ O indicador de <i>Dividend Yield</i> é uma métrica de análise importante e que deve ser observada no momento da decisão de investimento, pois reflete, no momento de análise, o rendimento entregue ao investidor em relação ao preço da cota do fundo, que é o valor pago pelo investidor no momento de entrada no FOF, refletindo um rendimento percentual que pode ser usado para comparação com o rendimento de outros FOFs no mesmo momento. No entanto, o indicador aponta o rendimento alcançado em um determinado momento, não é capaz de demonstrar a sustentabilidade do resultado ou refletir o perfil do gestor e estratégia do fundo.</li> <li>▪ O valor de distribuição de dividendos por cota por período em um intervalo de tempo maior pode ser utilizado como métrica para entender a</li> </ul>

	<p>volatilidade dos rendimentos entregues isolando o impacto do preço da cota. O que permite avaliar a consistência dos resultados e comportamento dos dividendos entregues em diferentes contextos de mercado.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Razão entre Valor Patrimonial da cota e Valor de Mercado da cota é um indicador relevante no momento de entrada no fundo, pois indica se a precificação do fundo a mercado (valor que o investidor irá pagar de fato) está aderente ao valor da carteira do fundo a mercado. O preço da cota muito discrepante do valor patrimonial indica ineficiência na precificação do mercado, sendo que a entrada com preço da cota acima do valor patrimonial indica um valor mais caro e preço de mercado inferior o pagamento de um montante inferior por um ativo de valor efetivo maior.</li> </ul>
<p><b>Fontes de informação:</b> O <i>Dividend Yield</i> e o valor de distribuição de dividendos por cota são encontrados no Informe Mensal Estruturado e nos relatórios gerenciais, o Patrimônio Líquido do fundo consta no Informe Mensal Estruturado, e o Valor de Mercado é normalmente encontrado nos relatórios gerenciais, mas também pode ser visto no site Clube FII.</p>	
<p><b>Padrão de distribuição de dividendos</b></p> <p>Consistência das distribuições e assimetrias, além da avaliação do valor de distribuição médio ou consolidado.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Proporção formada por ganho de capital nas distribuições do fundo. A realização de ganho de capital não depende apenas da qualidade e resultados entregues pelo ativo, está condicionada ao momento de mercado, assim, distribuições ancoradas em ganho capital trazem um elemento de volatilidade para o fundo.</li> <li>▪ A forma com que o gestor realiza o ganho de capital também afeta o padrão de distribuição. As posições do fundo que apresentam valorização podem ser desmontadas gradualmente e os</li> </ul>

	<p>ganhos com sua venda entregues gradualmente, gerando distribuições mais estáveis, ou desmontadas rapidamente, gerando picos de distribuição.</p>
<p><b>Fontes de informação:</b> A distribuição de dividendos segregada entre ganho de capital e rendimento dos ativos investidos e a carteira detalhada do fundo com quantidade e valor investido por ativo constam no Informe Trimestral Estruturado. Essas informações também são apresentadas, pela maior parte dos FOFs, nos relatórios gerenciais.</p>	
<p><b>Composição da carteira</b></p> <p>A diversificação entre setores imobiliários, FIIs de imóveis, Títulos e Valores Mobiliários e alocação entre tipos de oferta.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ A forma com que o gestor equilibra sua alocação entre FIIs de imóveis (tijolo) e Títulos e Valores Mobiliários (papel) é relevante, pois FIIs de imóveis têm mais elementos de volatilidade na distribuição de dividendos, mas também de <i>upside</i>, que pode ser convertido em renda para os cotistas em momentos oportunos, enquanto Títulos e Valores Mobiliários, como CRIs por exemplo, têm rendimentos mais estáveis.</li> <li>▪ A diversificação do portfólio entre os segmentos de ativos imobiliários é um indicativo da estratégia do fundo e da visão do gestor sobre os diversos segmentos, além de indicar o portfólio é balanceado distribuindo reduzindo o risco específico dos segmentos ou concentrado em segmentos específicos.</li> <li>▪ A alocação entre ativos do mercado secundário, CRI e ofertas 476 deve ser observada a partir das vantagens e desvantagens de cada um. Ativos do secundário têm a vantagem da liquidez, CRI e ofertas 476 podem gerar retornos mais atrativos em relação aos ativos do secundário, mas se sua performance ficar abaixo do esperado, a saída</li> </ul>

	<p>desses investimentos é difícil, pela sua baixa liquidez.</p>
<p><b>Fontes de informação:</b> A carteira do fundo, dividindo a alocação entre segmentos imobiliários e tipos de oferta consta nos relatórios gerenciais dos fundos.</p>	
<p><b>Mudanças na carteira</b> Adaptação aos cenários e consistência da estratégia de gestão.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ A frequência com que mudanças importantes na carteira são feitas indica a consistência da estratégia e disciplina do gestor. Investimentos imobiliários são de longo prazo e levam tempo para atingir a maturidade a ponto de serem totalmente desinvestidos e a possibilidade de ajustes na carteira em resposta ao contexto de mercado são uma vantagem dos FOF, contanto que sejam feitos em linha com a estratégia do fundo.</li> <li>▪ A forma com que as mudanças são feitas indicam como o gestor adapta a carteira de acordo com o contexto de mercado, de maneira defensiva com mudanças que gerem estabilidade e situações de crise, oportunística com foco em ganhos futuros ou combinando as duas visões de forma equilibrada. Também aponta para o <i>timing</i> do gestor, indicando se ele consegue comprar ativos em bons momentos e desmobilizá-los no momento adequado, e, portanto, ter a eficiência dos giros na carteira na geração de ganho de capital.</li> </ul>
<p><b>Fontes de informação:</b> As mudanças na alocação do fundo são normalmente apresentadas no relatório gerencial mensalmente, assim como o balanceamento da carteira entre os segmentos imobiliários. A carteira detalhada por ativo ao final de cada trimestre consta Informe Trimestral Estruturado, que permite avaliar as posições montadas e desmontadas a cada trimestre, mas não classifica os ativos entre os segmentos imobiliários.</p>	

<p><b>Liquidez do FOF e de seus ativos investidos</b></p> <p>Limitações impostas pelos níveis de liquidez do FOF e dos ativos investidos.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ A liquidez do FOF deve ser avaliada frente ao montante que se deseja investir e possível necessidade de saída do investimento, que pode ser mais lenta que o desejado, se valor de investimento for elevado e a liquidez do fundo limitada.</li> <li>▪ A liquidez dos ativos do fundo e tamanho das posições montadas pelo gestor deve ser observada em relação a cenários adversos que impactam posições específicas, pois o desequilíbrio entre a liquidez dos ativos investidos e tamanho das posições montadas, restringe possibilidade ou velocidade da realocação desses recursos. Ainda, os gestores de FOFs, durante as entrevistas, afirmaram que, como estratégia, negociam um limite de até 20% do volume médio diário negociado pelo ativo por dia, volume esse que representa a liquidez do ativo. Tal estratégia é aplicada para que o preço do ativo não seja afetado pela própria transação realizada pelo FOF, o que gera ainda maior lentidão para formar e desmobilizar posições de investimento dentro desse veículo.</li> </ul>
<p><b>Fontes de informação:</b> O volume médio diário de negociação do FOF normalmente consta nos relatórios gerenciais, mas também pode ser encontrado no site Clube FII. A volume médio diário negociado dos ativos investidos pelo FOF normalmente consta no relatório gerencial de cada FII investido pelo FOF, ou pode ser encontrado no site Clube FII, enquanto o volume investido em cada ativo pelo FOF pode ser observado trimestralmente no Informe Trimestral Estruturado ou mensalmente nos relatórios gerenciais.</p>	

Fonte: Elaborado pela autora

## 5. CONCLUSÃO

A análise dos FOF, sob a ótica do investidor cotista envolve elementos algumas vezes de difícil compreensão, considerando a maturidade do mercado de Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil, ainda baixa, comparada a mercados desenvolvidos, mas com crescimento acentuado, principalmente a partir de 2019, quando o segmento de Fundos de Fundos de Investimento Imobiliário ganhou relevância e ampliou as opções de investimento nesse veículo.

As vantagens oferecidas pelos FOFs são especialmente atrativas para o investidor pessoa física, mas a escolha entre um fundo específico pode não ser óbvia, dado que o perfil de cada gestor reflete em assimetrias entre os FOFs considerando retorno, volatilidade, diversificação entre setores do Real Estate e flexibilidade para adaptação da carteira ao contexto de mercado, mesmo para fundos agrupados na mesma categoria de Fundos de Fundos.

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

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

Tendo em vista os objetivos de investimento individuais e a inexistência de uma classificação objetiva dos FOFs, ou termos rígidos que limitem suas ações de gestão para os ativos com investimento permitido, é de suma importância entender quem é o gestor do FOF, seu perfil de risco, estratégia de alocação e visão do mercado, não só individualmente, mas da empresa

gestora como um todo, quais tipos de produto tem, que tipo de operações já realizou e como faz a gestão de seus ativos.

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

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

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

## 6. REFERÊNCIAS

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

AMATO, F. B. **Implantação de empreendimentos de base imobiliária por meio de Fundos de Investimento Imobiliário**: critérios de governança dos recursos financeiros para mitigação de riscos capaz de potencializar a captação de investimentos privados com característica de. São Paulo: Tese (Doutorado): Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 2009.

B3. Perfil pessoas físicas. **B3**, 31 dez. 2020. Disponível em:

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

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

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. TEXTO INTEGRAL DA INSTRUÇÃO CVM Nº 472, DE 31 DE OUTUBRO DE 2008, COM AS MODIFICAÇÕES INTRODUZIDAS PELAS INSTRUÇÕES CVM Nº 478/09, 498/11, 517/11, 528/12, 554/14, 571/15, 580/16, 604/18, 609/19 E 615/19., 31 out. 2008. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst472.html>>. Acesso em: 2021.

FIORINI, R. M. **Determinantes da rentabilidade do Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil**. São Paulo: Dissertação de mestrado: Fundação Getúlio Vargas, 2012.

GREGÓRIO, C. Análise e discussões sobre o comportamento do valor de mercado das cotas dos fundos de investimento imobiliário nos últimos 2 anos. **CARTA do NRE POLI**, São Paulo, 2020.

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

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

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

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

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

## ANEXO A- Categorias de FII

Deliberação Nº 62 da ANBIMA:

**I. Mandato:**

a) **FII de Desenvolvimento para Renda:** fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em desenvolvimento/incorporação de empreendimentos imobiliários em fase de projeto ou construção, para fins de geração de renda com locação ou arrendamento;

b) **FII de Desenvolvimento para Venda:** fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em desenvolvimento de empreendimentos imobiliários em fase de projeto ou construção, para fins de alienação futura a terceiros;

c) **FII de Renda:** fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em empreendimentos imobiliários construídos, para fins de geração de renda com locação ou arrendamento;

d) **FII de Títulos e Valores Mobiliários:** fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em Título e Valores Mobiliários tais como ações, cotas de sociedades, Fundos de Investimento em Participação (“FIPs”) e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (“FIDC”) cujas políticas ou propósitos se enquadre entre as atividades permitidas aos FII, cotas de FII, fundos de investimento em ações setoriais, Certificado de Potencial Adicional de Construção (“CEPAC”), Certificado de Recebíveis Imobiliários (“CRI”), Letras Hipotecárias (“LH”), Letra de Crédito Imobiliário (“LCI”) ou qualquer outro valor mobiliário abarcado pela legislação vigente; e

e) **FII Híbrido:** fundos cuja estratégia de investimento não observe nenhuma concentração das classificações acima mencionadas, conforme definido em seu regulamento.

**II. Tipo de Gestão:**

a) **Gestão Passiva:** fundos que especificam em seus regulamentos o imóvel ou o conjunto de imóveis que comporão sua carteira de investimento, ou, aqueles que têm por objetivo acompanhar um *benchmark* do setor.

b) **Gestão Ativa:** fundos que não possuem gestão passiva.

**Art. 3º** - O Tipo ANBIMA dos FII será definido pela composição da classificação Mandato e Tipo de Gestão, que resultará em:

**I.** FII Desenvolvimento para Renda Gestão Ativa;

**II.** FII Desenvolvimento para Renda Gestão Passiva;

**III.** FII Desenvolvimento para Venda Gestão Ativa;

**IV.** FII Desenvolvimento para Venda Gestão Passiva;

**V.** FII Renda Gestão Ativa;

**VI.** FII Renda Gestão Passiva;

**VII.** FII de Título e Valores Mobiliários Gestão Ativa;

**VIII.** FII de Título e Valores Mobiliários Gestão Passiva;

**IX.** FII Híbrido Gestão Ativa; e

**X.** FII Híbrido Gestão Passiva.

**Art. 4º** - A classificação será complementada pelo segmento de atuação do FII, devendo cada fundo, no ato do registro na ANBIMA, informar seu segmento dentre as opções descritas abaixo:

**I. Agências:** fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em imóveis destinados a agências bancárias;

**II. Educacional:** fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido, direta ou indiretamente, em imóveis destinados a atividades educacionais;

**III. Híbrido:** fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir, direta ou indiretamente, em imóveis relacionados a mais de um segmento;

**IV. Hospital:** fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis destinados a receber instalações hospitalares;

**V. Hotel:** fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis destinados a atividades hoteleiras, incluindo unidades integrantes de flats que tenham a mesma atividade;

**VI. Lajes Corporativas:** fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis destinados a escritórios;

**VII. Logística:** fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis provenientes do segmento logístico. Imóveis destinados a sediar instalações de centros de distribuição, armazenamento e logística;

**VIII. Residencial:** fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis residenciais;

**IX. Shoppings:** fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis destinados a sediar centros comerciais - Shoppings centers;

**X. Títulos e Valores Mobiliários:** fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido em ações, cotas de sociedades, FIP e FIDC cujas políticas ou propósitos se enquadre entre as atividades permitidas aos FII, cotas de FII, fundos de investimento em ações setoriais, CEPAC, CRI, LH, LCI ou qualquer outro valor mobiliário permitido pela legislação vigente; e

**XI. Outros:** fundos que conforme definido em seu regulamento objetivam investir, direta ou indiretamente, acima de 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido em imóveis destinados a segmentos não listados acima.

Características das principais classes de FII por (SOBRAL, 2020):

- **Fundos de Desenvolvimento:** são os fundos que investem em projetos imobiliários a fim de obter lucro com a venda dos imóveis ou com a locação dos mesmos. Alguns fundos de desenvolvimento oferecem uma renda mínima garantida para os cotistas durante o período de construção para incentivá-los a fazer o investimento, porém a maioria dos fundos não distribuem rendimentos periódicos, o que torna a precificação destes fundos no mercado secundário mais difícil, levando a uma baixa liquidez destes na bolsa. Por se tratar de um investimento realizado para a construção de empreendimentos, ele possui um risco mais elevado do que o investimento em um imóvel pronto, já que podem ocorrer desvios no orçamento, atrasos em aprovações e entrega final, além do próprio risco comercial, quando o empreendimento é para venda. Ou seja, o risco do empreendedor é transferido para o investidor, que em tese deve entender bem do mercado imobiliário, além da localização dos ativos, tipologias, empresas envolvidas etc., e confiar no trabalho do gestor do fundo. Por se tratar de um FII de maior risco, é esperado um retorno maior para os seus cotistas. Também é recomendado para investidores que estejam focados no resultado de longo prazo. Estes fundos são chamados, popularmente, de Fundos de Tijolo, já que o investimento é realizado no imóvel físico.
- **Fundos de Renda:** Também enquadrados como Fundos de Tijolo, tem como objeto de investimento ativos imobiliários destinados à renda. O gestor do fundo compra imóveis para locação, e distribui para os cotistas a renda líquida gerada pelos aluguéis mensalmente. Por isso, o principal risco associado a este tipo de fundo é a vacância dos imóveis que compõem a carteira, além da inadimplência dos locatários. Outro ponto que merece ser comentado é a desvalorização do imóvel ao longo do tempo, por isso a importância de se fazer as manutenções periódicas, além de reservar parte da receita de locação para o Fundo de Reposição de Ativos (FRA)<sup>17</sup>. Outra forma de gerar rendimento aos cotistas é a própria venda dos ativos. Anualmente são realizadas avaliações patrimoniais a fim de se reconhecer os valores reais dos ativos que compõem os fundos.

Algumas tipologias de empreendimentos que podem ser investidos são:

- **Agências:** geralmente os fundos de agências bancárias alugam seus imóveis para um único banco. O aluguel é fixo, ajustado apenas pela inflação. Como o locatário dos imóveis são bancos, uma das principais vantagens desta tipologia é o baixo risco de crédito. Soma-se à adimplência o fato de geralmente os contratos de locação serem firmados por períodos mais longos, o que garante a rentabilidade ao cotista. Em muitos casos os bancos pactuaram valores altos de locação, a fim de majorar a avaliação dos próprios imóveis, no momento da venda para os fundos. Além disso, segundo BARONI (2018), o preço de aluguéis praticados atualmente foi acordado em outro momento econômico, e ficou desalinhado com a realidade na crise econômica que tivemos nos últimos anos, o que pode levar a uma redução dos valores no momento de renegociação. O autor também afirma que fundos de agências possuem questões internas no Regulamento que impedem locação ou venda para outros bancos, o que pode ser um problema em caso de não renovação dos ativos após o período contratual. Também está ocorrendo redução do número de agências bancárias devido à digitalização dos serviços, o que pode ser um fator de risco para este segmento no longo prazo, com não renovação dos contratos de locação. Segundo informações do Banco Central do Brasil<sup>18</sup>, em agosto de 2015 eram 23.113 as agências de instituições sob a supervisão do BACEN em funcionamento no país. Em agosto de 2020, este número caiu para 19.992 agências, ou seja, uma redução de 13,5% nos últimos 5 anos. Em julho de 2020 o Banco Santander entrou na justiça para pedir a redução do aluguel de 28 agências bancárias que compõem o portfólio do FDO INV IMOB RIO BRAVO RENDA VAREJO – FII (RBVA11), alegando pagar um valor

acima de mercado pelos aluguéis, além da redução do número de clientes nas agências devido à pandemia de COVID-19. Porém, o fato de pedirem a redução do aluguel de um contrato atípico não somente neste momento de pandemia, mas sim até o final de sua vigência (a partir de dezembro de 2022), gerou insegurança jurídica no mercado de fundos imobiliários como um todo. Posteriormente, em agosto de 2020, o fundo emitiu um fato relevante informando que o Banco Santander não iria renovar os contratos de locação de 26 das 28 agências que compõem o portfólio do fundo.

- **Educacional:** são fundos que investem em ativos locados para escolas, faculdades e universidades. Neste caso, trata-se de apenas um inquilino por imóvel. Geralmente os contratos para esta tipologia são atípicos<sup>20</sup>, ou seja, possuem um prazo de duração maior do que os contratos de locação usualmente existentes no mercado, com condições de negociação mais personalizadas, como por exemplo, pagamento de multa em caráter indenizatório no caso de rescisão e contrato sem revisional. Por outro lado, como o uso educacional possui uma função social, em caso de inadimplência do locatário é menos usual que a justiça decida em favor do locador, principalmente se o problema ocorrer durante o ano letivo. As instituições de ensino particulares também apresentam desafios com a inadimplência de seus alunos.
- **Hospital:** estes fundos trabalham com ativos do segmento da saúde. O inquilino destes imóveis é único, e a receita está atrelada a um valor fixo estabelecido em contrato, reajustado periodicamente, além de um valor percentual aplicado sobre o faturamento, assim como acontece em shoppings. Os contratos de locação, que são atípicos, costumam ser mais longos (10 anos, por exemplo), a fim de dar mais segurança aos proprietários, já que o imóvel está adaptado para uma ocupação muito específica. Dentre as vantagens desta tipologia, pode-se citar que o segmento da saúde sempre será demandado pela sociedade, e as doenças precisam ser tratadas mesmo em momentos de crise, além das características dos contratos de locação: longos, e com receita atrelada ao faturamento. Já o fato de os fundos de hospitais existentes hoje serem monoativos e monousuários apresentam um risco para o investidor, pois uma eventual inadimplência ou saída do inquilino zeram as receitas. Caso o inquilino opte por sair do imóvel, preferencialmente deverá ser substituído por outro do mesmo segmento, já que o imóvel está adaptado para este uso, e durante este período o proprietário precisar arcar com todas as despesas dele. Outro risco atrelado à inadimplência é que dificilmente haverá uma decisão judicial favorável ao despejo do inquilino, devido à função social dos hospitais.
- **Hotel:** são os fundos que investem em quartos de hotel ou flats (condo-hotéis). A rentabilidade está relacionada à receita das unidades, o RevPAR (*Revenue per Available Room* ou receita de hospedagem por quarto disponível), podendo ser impactado negativamente em períodos de crise e baixa demanda por esses tipos de acomodação. Um fator que deve ser bem analisado é a localização dos ativos, de forma que consiga atender satisfatoriamente a demanda de seu público-alvo, seja ele de turismo, negócios, ou uma mescla dos dois. Este segmento tem como característica a sazonalidade, ou seja, os hotéis podem ter uma ocupação alta durante alguns períodos e eventos que ocorrem junto à sua localização, mas podem ter uma ocupação muito baixa em outros. Usualmente, os imóveis são administrados por bandeiras hoteleiras reconhecidas e consolidadas no mercado, cuja remuneração está atrelada à performance do hotel, o que cria um alinhamento de interesses para maximização dos resultados, mesmo em períodos de crise. Por conta disso, caso a administradora apresente uma gestão inadequada, poderá ser substituída por outra concorrente. Assim, o desempenho do hotel fica mais relacionado ao desempenho econômico e localização. O FII Hotal Maxinvest (HTMX11), único FII de hotéis analisado no estudo de caso proposto neste trabalho, obteve uma grande valorização de suas cotas entre os anos de 2012 e 2013, devido à venda de vários de seus ativos, o que também pode ser uma fonte de renda para os cotistas.
- **Lajes corporativas:** aqui também são contemplados os imóveis destinados a escritórios que não necessariamente sejam uma laje. A rentabilidade deste tipo de fundo está relacionada à receita de

locação, que geralmente é fixa e corrigida pela inflação, sendo firmados contratos típicos (geralmente 5 anos, permitindo uma revisão do valor no 3º ano). Portanto é importante haver uma diversificação de imóveis e locatários, a fim de que o fundo minimize os impactos da vacância de suas unidades. Alguns fundos focados neste segmento possuem apenas um ativo e são monousuários, podendo ficar sem receita no caso de uma ruptura de contrato. Por terem contratos de curta duração, que permitem revisão dos valores a cada 3 anos, este segmento pode sofrer em períodos de crise econômica, mas o impacto pode variar conforme a localização e qualidade dos ativos. Geralmente, as lajes corporativas de padrão construtivo elevado e localizadas em áreas mais nobres, com maior valor de locação, costumam ser locadas para grandes empresas por prazos mais longos. Já os pequenos escritórios em regiões menos valorizadas são locados para empresas menores por prazos mais curtos. Portanto, em períodos de crise econômica, quando há uma tendência de aumento de vacância dos grandes centros e redução dos valores de locação, os melhores imóveis tendem a sofrer menos os impactos, pois é mais difícil que as grandes empresas encerrem seus contratos de locação. Já quando os inquilinos são empresas menores, que possuem menos fôlego para passar por adversidades, há um maior risco de inadimplência ou devolução dos imóveis. Um ponto positivo desta categoria é a facilidade de adaptação dos espaços para diversos locatários, ou seja, empresas de diversos segmentos, diferentemente do que ocorre com hospitais e ativos voltados para educação, cujos ativos possuem menor liquidez.

- **Logística:** nesta categoria estão contemplados imóveis do segmento logístico e industrial em geral, como galpões logísticos, condomínios logísticos, condomínios industriais, fábricas, centros de distribuição, etc., e é um segmento que está bem profissionalizado, explorado inclusive por grandes *players* internacionais. Assim como as lajes e escritórios, em geral, possuem aluguéis fixos corrigidos pela inflação. Como algumas empresas possuem demandas específicas em seus galpões (pé-direito, refrigeração, etc.), alguns são construídos sob medida (*built to suit*), o que torna a liquidez deles mais baixa e a reposição do inquilino pode ser mais demorada. Em outros casos, as empresas vendem o ativo para o investidor, e ficam lá como inquilinas (*sale and lease back*). Nestes casos são firmados contratos atípicos com os inquilinos, ou seja, contratos de longa duração (geralmente 10 anos), e com cláusulas que preveem multas elevadas em caso de rescisão (equivalente ao pagamento de todos os aluguéis vincendos), além de ser feita uma análise minuciosa de crédito das empresas. Também é elevado o custo de mudança das empresas que ocupam este tipo de ativo. Portanto, estes tipos de contratos geram maior previsibilidade para os fluxos de caixa destes fundos e estão menos suscetíveis às mudanças no ciclo econômico. Outro ponto positivo é que existe uma tendência de maior demanda pelos galpões logísticos, especialmente com o crescimento do *e-commerce*. Por conta disso, os ativos localizados mais próximos dos grandes centros urbanos, que garantem uma velocidade maior para entrega do produto ao consumidor final, tendem a ter uma vacância mais baixa.
- **Residencial:** ainda incipiente no Brasil, a gestão profissional de imóveis residenciais para renda ganhou força nos últimos anos, apostando em uma suposta mudança de comportamento de parte da população, que preferiria alugar a comprar imóveis, a fim de ter maior flexibilidade conforme as fases de vida. Temos apenas dois exemplos deste tipo de fundo no Brasil, que tiveram captação no final de 2019 e, portanto, ainda não há parâmetros consolidados para se projetar a geração de renda no médio e longo prazo, conforme ocupação e inadimplência. Mas vale ressaltar que os contratos de locação de imóveis residenciais costumam ter um prazo menor do que os comerciais, e a inadimplência de pessoas físicas tende a ser maior do que de grandes empresas, o que aumenta o risco de crédito destes FIIs. Soma-se a isso o fato de que a gestão destes contratos, que são pulverizados, é mais difícil e cara. Por outro lado, se forem bem localizados e possuírem uma gestão eficiente, poderão facilmente captar locatários e gerar boa rentabilidade. É um segmento que ainda precisa amadurecer no país.

- **Shopping:** A receita destes fundos está atrelada à receita de locação das lojas, receita de vendas, e outras receitas como estacionamento e serviços. Portanto, período de vendas ruins ou crise econômicas que impactem no consumo podem reduzir a rentabilidade dos fundos. Também é possível observar uma sazonalidade nas receitas desta tipologia, já que em datas comemorativas como dia das mães, dia dos namorados e Natal, há um aumento das vendas. Uma vantagem de se investir em fundos de shopping é que a variedade e quantidade de inquilinos em um único empreendimento é grande, o que reduz os riscos para o investidor como inadimplência, vacância ou queda de vendas de algum setor. É de grande importância a qualidade e experiência da administradora dos shoppings investidos, já que ela é responsável por fazer a gestão dos contratos com os inquilinos, definir o melhor mix de lojas, conduzir as campanhas de promoção e marketing, fazer a gestão do condomínio, etc., ou seja, a maximização dos resultados.
- **Varejo:** Apesar de não estar listado na classificação da ANBIMA, existem alguns fundos destinados a locação de imóveis para varejo, como imóveis comerciais e lojas de ruas, imóveis locados para supermercados e lojas de varejo em geral. Assim como os shoppings, por estarem relacionados ao consumo, são impactados em períodos de crise econômica.
- **Títulos e Valores Imobiliários:** podem ser divididos em dois grandes grupos, os chamados fundos de CRI e FOF.
  - **CRI:** são popularmente chamados de Fundos de Papel, por serem fundos que investem majoritariamente em recebíveis imobiliários, como CRI, LIG, LCI e LH, e não diretamente em imóveis. Como majoritariamente os recebíveis investidos são CRI, o segmento será chamado desta forma. Os recebíveis são títulos de renda fixa emitidos para financiar projetos imobiliários. Quem adquire um CRI receberá uma remuneração periódica (juros ou cupom), além da atualização do valor nominal por um indexador (CDI, IPCA, IGP-M, etc.). Portanto, o retorno esperado pelos investidores é conhecido, e será concretizado caso o tomador do crédito faça o pagamento conforme os fluxos estabelecidos. Como os fundos focados em recebíveis costumam apresentar uma carteira diversificada, com diversos CRIs, os riscos são diluídos. Por serem um investimento em renda fixa com necessidade de distribuição de 95% do lucro, o fundo praticamente não sofre alteração em seu patrimônio. Desta forma o valor da cota tende a ficar muito próximo ao valor de emissão. Os fundos de CRI costumam sofrer menos em crises que afetam o mercado imobiliário, já que, o empreendimento tendo uma boa performance ou não, o tomador da dívida precisa pagar o título. Caso não o faça, existem vários mecanismos de garantia, como alienação fiduciária, cessão fiduciária ou fundo de reserva. Aliás, é muito importante analisar o índice LTV (*Loan to Value*) destes títulos, ou seja, o valor do empréstimo dividido pelo valor das garantias, além do *rating* dos CRIs, prazo médio das carteiras e *spread* médio do portfólio. Outro ponto interessante destes fundos é que os títulos de renda fixa são marcados a mercado, ou seja, mudam de preço praticamente todos os dias por conta das oscilações de taxas de juros. Por isso o patrimônio destes fundos é recalculado todos os dias, enquanto os fundos de tijolo têm seu valor patrimonial avaliado anualmente. Neste segmento, é muito importante a habilidade e experiência do gestor para fazer uma boa diversificação da carteira, inclusive de seus indexadores, e analisar com cautela os ativos e empresas a serem investidos.
  - **FOF:** são os fundos que possuem cotas de diferentes fundos imobiliários, e por isso são chamados de Fund of Funds, ou Fundo de Fundos. O principal objetivo do investidor deste fundo é a diversificação da carteira (sendo que alguns FOF investem em fundos que não estão listados em bolsa, ou seja, fundos que a maioria dos investidores não teriam acesso), diluição dos riscos e redução de custos de corretagem, além da terceirização da gestão da

carteira. Porém, ao terceirizar a gestão, o investidor deixa de ter controle das compras e vendas dos fundos do portfólio do FOF. Como o FOF cobrará uma taxa de administração e, eventualmente, uma taxa de performance, e todos os fundos investidos pelo FOF distribuirão os resultados já líquidos de taxas e custos, o investidor de um FOF pagará, indiretamente, as taxas e custos das duas estruturas. A rentabilidade destes fundos virá dos dividendos distribuídos pelos fundos investidos, além do ganho com a venda de cotas, fazendo com que os dividendos variem bastante. Já os riscos são indiretos, ou seja, são os riscos dos fundos investidos, que podem ser minimizados com a diversificação.

- **Híbridos:** segundo a classificação ANBIMA, os fundos híbridos são aqueles cuja estratégia não está concentrada em nenhuma das demais, ou seja, Desenvolvimento para Renda ou Venda, Renda e Títulos e Valores Mobiliários. Portanto, neste estudo, foram considerados fundos híbridos aqueles que investem, de forma relevante, em fundos de tijolo, papel e/ou FOF. Sua vantagem é justamente a diversificação, com redução dos custos para o investidor, o que também deixa o investidor mais exposto à gestão do fundo. A desvantagem é a dificuldade de comparação deste tipo de fundo com outros pares, ou com os demais tipos de mandatos, justamente por não ter concentração de estratégia.



## APÊNDICE B - Emissões dos FOFs

Figura 62- Data e Valor de emissão FOFs

FoF	BCFF11	BPFF11	RBFF11	CXRI11	BCIA11	RBRF11	HFOF11	MGFF11	KFOF11	CRFF11	OUFF11	HGFF11	IBFF11	CPFF11	XPSF11	RVB111	RFOF11	MORE11	VIF11	
IPO	jun/10	abr/13	mai/13	dez/13	mai/15	set/17	fev/18	abr/18	jan/19	mai/19	jul/19	ago/19	out/19	jan/20	fev/20	fev/20	fev/20	mai/20	jun/20	
jan/19	202.500	-	-	-	-	-	-	-	131.793	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
fev/19	-	62.204	-	-	-	-	9.919	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
abr/19	-	-	-	69.004	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
mai/19	-	-	-	-	-	191.910	-	-	-	69.004	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
jun/19	-	-	-	-	-	-	237.528	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
jul/19	-	-	-	-	-	-	-	144.000	-	-	67.160	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ago/19	-	-	-	-	-	-	165.248	-	-	-	-	185.400	-	-	-	-	-	-	-	-
out/19	360.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	66.668	-	-	-	-	-	-	-
nov/19	-	-	-	-	-	-	-	-	252.837	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
dez/19	-	-	-	-	-	-	60.159	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
jan/20	-	-	-	-	-	-	-	360.000	-	-	-	-	-	240.000	-	-	-	-	-	-
fev/20	720.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	305.000	144.000	107.816	-	-	-
mar/20	-	-	180.000	-	-	180.000	256.324	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
mai/20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	173.007	-
jun/20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	128.922
jul/20	-	-	-	-	-	367.711	50.008	-	-	-	-	-	-	120.000	-	-	-	-	-	-
ago/20	-	-	-	-	240.000	-	-	-	-	-	100.801	-	-	-	-	-	-	-	-	-
set/20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	101.595	-	-	-	-	-	-	-	-
out/20	-	141.282	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
nov/20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	870.136	-	-	-	-	-
dez/20	-	-	-	-	-	-	266.912	-	119.424	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
jan/21	-	-	-	-	-	420.000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
fev/21	-	-	70.758	-	-	70.758	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
mai/21	392.884	-	-	-	-	-	137.688	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PL (31/10/2021)	1.979	347	248	137	381	1.153	2.002	693	420	59	144	252	49	422	382	127	90	210	253	

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos documentos de emissão de cotas dos FOFs

## APÊNDICE C - Carteira e giro da carteira dos FOFs

Figura 63- Carteira BCFF11

BCFF11	45	43	43	47	47	49	19	61	63	63		
PL	727.353.922,33		743.270.845,04		750.029.131,00		1.249.301.794,97		1.655.218.417,73		1.749.340.408,52	
CARTEIRA	1-2019	2-2019	3-2019	4-2019	1-2020	2-2020						
Ativo	% PL	Quantidade	% PL	Quantidade	% PL	Quantidade	% PL	Quantidade	% PL	Quantidade		
BTCR11	7,84%	528.000	9,98%	723.447	8,35%	621.876	0,00%	0	9,51%	1.380.826	7,07%	1.386.565
FEXC11	4,55%	310.239	5,07%	318.464	7,68%	512.013	0,00%	0	2,86%	822.046	3,17%	517.976
NSLU11	3,81%	115.480	3,84%	114.184	3,14%	98.005	0,00%	0	1,22%	93.188	1,39%	89.253
FPAB11	3,80%	72.223	3,88%	79.964	4,23%	80.088	0,00%	0	1,62%	81.954	1,58%	82.767
BRCR11	3,64%	274.697	3,57%	274.697	3,33%	274.697	4,10%	434.863	4,13%	765.513	4,80%	1.022.235
SDIL11	3,64%	240.463	3,82%	249.203	2,68%	171.509	0,21%	17.575	0,48%	79.312	0,55%	88.228
HGRU11	3,55%	228.803	3,12%	212.388	3,07%	202.685	1,45%	135.403	6,20%	944.916	6,03%	823.884
FAED11	3,48%	113.579	3,81%	113.821	3,65%	106.216	0,00%	0	1,00%	83.412	1,07%	80.150
HEDGE BRASIL	3,07%	87.839	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
JRDM11	3,04%	274.936	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
RBRV11	2,74%	194.219	2,70%	194.219	3,34%	194.219	0,00%	0	1,14%	194.219	1,12%	194.219
CEOC11	2,72%	231.666	2,65%	231.666	2,69%	231.698	0,00%	0	1,03%	231.698	1,19%	231.698
EDGA11	2,66%	402.396	2,66%	402.396	2,47%	402.396	0,00%	0	0,85%	402.396	0,80%	402.396
HGLG11	2,61%	158.406	2,50%	157.374	0,27%	13.112	0,00%	0	0,05%	8.590	0,04%	6.652
IRDM11	2,45%	163.312	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
HTMX11	2,26%	101.566	1,96%	71.102	1,50%	71.102	0,00%	0	1,03%	151.316	1,13%	150.574
TBOF11	2,16%	191.714	1,85%	160.490	1,19%	100.990	0,00%	0	0,89%	145.113	0,00%	146.113
FII SANTANDER	2,08%	121.313	1,83%	106.000	0,44%	25.156	0,44%	38.160	0,00%	0	0,00%	0
CNES11	1,90%	181.475	2,01%	181.475	2,03%	181.475	0,00%	0	0,69%	181.475	0,73%	181.475
WPLZ11	1,51%	135.499	1,61%	135.499	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
KNCR11	1,47%	101.859	1,40%	98.816	1,30%	92.744	0,00%	0	0,63%	116.073	0,68%	116.073
GGRC11	1,41%	77.427	1,48%	77.427	1,34%	70.031	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
Valora RE III FII	1,37%	100.000	0,91%	65.041	1,88%	138.286	0,00%	0	1,45%	259.920	0,81%	162.653
XPML11	1,28%	86.381	0,81%	54.651	0,28%	18.229	2,72%	247.705	1,34%	240.774	3,06%	514.960
VISC11	1,22%	81.343	0,70%	48.769	0,33%	20.015	0,00%	0	0,13%	22.616	0,46%	77.696
XTEI11	1,20%	88.439	1,40%	169.150	2,56%	169.150	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BMLC11	1,14%	108.353	1,26%	108.353	1,48%	115.374	0,00%	0	0,80%	154.896	0,84%	154.896
FIGS11	1,14%	123.391	0,84%	89.131	0,77%	87.780	0,00%	0	0,43%	119.369	0,45%	125.814
BBPO11	1,06%	54.980	1,07%	54.524	0,50%	24.812	1,51%	110.229	0,00%	0	0,00%	0
RBRP11	0,98%	89.123	0,96%	83.123	2,61%	222.574	0,00%	0	0,38%	83.123	0,52%	101.812
IRDM11	0,91%	61.092	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
FII LOUVEIRA	0,81%	60.516	0,41%	26.817	0,42%	26.617	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
FCFL11	0,80%	2.726	0,93%	2.726	0,88%	2.726	0,01%	1.200	0,35%	55.625	0,48%	77.856
XPCH11	0,74%	55.493	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
JSRF11	0,42%	28.616	0,39%	25.878	0,33%	22.954	0,00%	0	0,00%	14.942	0,09%	14.942
JRDM11	0,40%	36.498	3,79%	339.748	3,94%	337.963	1,63%	189.263	1,38%	320.295	1,37%	320.839
FII JARDIM SUL	0,35%	36.497	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
HGCR11	0,32%	20.179	0,33%	20.180	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
IRDM11	0,31%	20.647	2,83%	184.088	3,47%	204.526	0,00%	0	4,50%	742.280	3,03%	442.937
CIBO11	0,12%	11.649	0,1%	11.281	0,11%	9.888	0,00%	0	0,00%	9.789	0,04%	9.787
KNIP11	0,09%	5.881	0,09%	5.360	0,00%	0	0,00%	0	0,49%	76.507	0,61%	97.137
MALL11	0,07%	4.659	0,06%	4.441	2,06%	147.783	3,93%	390.248	0,81%	163.464	0,99%	199.770
RBD11	0,05%	2.195	0,05%	2.195	0,15%	7.091	2,41%	163.068	0,68%	76.549	0,75%	76.553
HGCR11	0,05%	2.858	0,11%	7.055	0,75%	47.536	0,00%	0	0,43%	73.008	0,46%	74.568
HGBS11	0,00%	143	0,00%	87.992	2,22%	65.491	1,36%	56.573	1,04%	75.384	2,52%	205.387
MXRF11	0,00%	0	0,00%	0	0,79%	528.054	0,00%	0	3,51%	4.766.778	1,87%	2.976.843
VGIP11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	1,07%	200.638	1,13%	200.638
MGHT11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,60%	100.000	0,53%	100.000
VVPR11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	1,23%	223.906	1,34%	223.906
SARE11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,12%	24.011	0,23%	45.745
HSML11	0,00%	0	0,00%	0	0,54%	39.333	6,19%	611.372	0,89%	176.659	1,66%	326.889
KNHY11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	1,22%	188.155	1,38%	219.701
PATC11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,07%	14.227	0,52%	98.335
RBRP11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	1,74%	197.440	0,67%	118.957	0,68%	118.998
CVBI11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	317.168	1,63%	317.834
XPCH11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,04%	8.272	0,14%	26.520
VTLT11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	1,89%	287.276	2,06%	318.861
TEPP11	0,00%	0	0,00%	0	0,67%	50.000	0,00%	0	0,40%	74.002	0,39%	74.002
XPLG11	0,00%	0	0,00%	0	2,81%	198.019	0,00%	0	0,71%	112.490	0,46%	61.535
BREVI11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	1,10%	168.665	1,4%	183.665
Vinci Logística FI	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,67%	100.671	0,47%	64.780
MCC11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,39%	45.000	2,78%	519.773	2,98%	532.725
RDPD11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,04%	7.339	0,03%	7.339
SIEM11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	1,07%	140.557	0,54%	140.557
BCRI11	0,00%	0	1,31%	75.057	1,34%	75.694	0,00%	0	1,48%	239.235	1,47%	263.153
HFOF11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,81%	134.656	2,09%	300.205
RBVA11	0,00%	0	0,00%	0	0,77%	45.014	1,76%	130.263	0,34%	45.014	0,17%	19.857
VINO11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,09%	27.265	0,79%	232.198
BTG Factual Mall	0,00%	0	0,00%	0	0,33%	700.000	0,00%	0	0,00%	883.206	4,7%	883.206
BTGL11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	1,98%	371.918	2,21%	687.935
HGLG11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,03%	3.028	0,01%	817
FLRP11	0,00%	0	0,68%	3.905	1,55%	7.780	0,00%	0	0,66%	7.783	0,62%	8.487
HGRE11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,12%	12.924	0,15%	17.502
FNPB11	0,00%	0	1,48%	58.480	1,44%	58.879	2,18%	126.484	0,54%	58.879	0,56%	58.879
CORM11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
GCR11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
DEVA11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BTG Factual R.E	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
FII RIZA AKIN	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
RBRL11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	1
RBLG11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
MGCR11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
FII PLURAL REC	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
SADH11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
RECT11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
RECR11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
SUCCESSPAR VA	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
CPTS11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	53.135
BTG FACTUAL I	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
VRTA11	0,00%	0	0,00%	0	0,32%	19.679	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
RCRB11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
MAXR11	0,00%	0	1,41%	914.240	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
LVBI11	0,00%	0	0,00%	0	0,41%	27.254	1,92%	178.894	0,00%	0	0,00%	0
SANTANDER RE	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
CSHG RENDA U	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BRAZIL REAL E	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
KINEA INDICES	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
CAPTANIA SEC	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BTG FACTUAL I	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%			

BCFF11	64	64	67	67	70	70	89	89	87	
PL	1.729.576.161,61		1.752.048.712,93		1.711.037.350,87		2.056.916.721,02		2.017.441.964,56	
CARTEIRA	3-2020		4-2020		1-2021		30/06/2021		30/09/2021	
Ativo	% PL	Quantidade								
BTCCR11	6,70%	1.386.565	7,12%	1.386.565	7,49%	1.386.565	6,27%	1.386.565	6,43%	1.386.565
FEXCC11	4,89%	838.518	4,58%	838.238	4,65%	838.238	4,09%	924.566	3,90%	924.566
NSLU11	1,11%	69.500	1,03%	63.425	0,93%	60.808	0,67%	57.174	0,49%	44.271
FPAB11	1,48%	82.799	1,59%	84.592	1,34%	85.035	1,13%	85.874	0,93%	85.874
BRCCR11	5,37%	1.021.329	4,91%	968.771	4,24%	885.080	3,49%	885.080	3,24%	885.080
SDILI1	0,38%	64.336	0,08%	13.300	0,07%	12.130	0,05%	12.130	0,05%	12.130
HGRU11	0,00%	0	0,00%	121.586	3,92%	541.037	1,20%	210.685	0,68%	121.586
FAEDI11	0,83%	67.937	0,70%	62.811	0,65%	62.039	0,44%	62.039	0,45%	62.039
HEDGE BRASIL	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
JRDM11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
RBRU11	1,12%	194.219	0,73%	122.979	0,63%	102.526	0,19%	38.058	0,10%	19.194
CEOC11	1,08%	231.698	0,91%	231.698	0,97%	231.698	0,78%	231.698	0,71%	231.698
EDGA11	0,70%	402.396	0,71%	402.396	0,64%	402.396	0,51%	402.396	0,49%	402.396
HGLG11	0,03%	4.719	0,59%	57.573	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
IRDM11	0,00%	0	1,98%	252.327	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
HTMX11	0,99%	150.574	1,09%	150.574	0,94%	150.574	0,75%	150.574	0,76%	150.574
TBOF11	0,00%	146.113	0,00%	146.113	0,00%	146.113	0,00%	146.113	0,00%	146.113
FII SANTANDER	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
CNES11	0,68%	181.475	0,63%	181.475	0,47%	181.475	0,37%	181.475	0,34%	181.475
WPLZ11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
KNCRC11	0,61%	116.073	0,58%	116.073	0,63%	116.073	0,51%	116.073	0,47%	132.658
GGRC11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
Valora RE III FII	0,81%	162.653	0,80%	162.653	0,91%	162.653	0,00%	0	0,93%	196.681
XPML11	0,71%	117.226	0,06%	9.660	0,06%	9.660	0,00%	0	0,00%	0
VISC11	0,05%	8.220	0,05%	7.345	0,05%	7.345	0,00%	0	0,00%	0
XTED11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BMSLGC11	0,83%	154.896	0,84%	155.261	0,85%	155.261	0,63%	155.261	0,70%	155.261
FIGS11	0,45%	125.814	0,47%	125.670	0,43%	124.761	0,37%	124.761	0,35%	124.761
BBPO11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
RBRP11	0,07%	12.337	0,06%	10.974	0,03%	6.186	0,00%	715	0,00%	0
IRDM11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
FII LOUVEIRA	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
FCTI11	0,29%	43.210	0,29%	43.210	0,23%	36.300	0,03%	6.569	0,00%	0
XPCM11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
JSRE11	0,09%	14.942	0,08%	14.942	0,08%	14.942	0,07%	14.942	0,06%	14.942
JRDM11	1,41%	320.839	1,31%	320.839	1,29%	320.839	1,03%	320.839	1,04%	320.839
FII JARDIM SUL	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
HGCR11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
IRDM11	3,02%	423.080	1,43%	182.642	2,69%	343.045	8,61%	1.405.846	2,43%	443.818
CBOP11	0,01%	2.229	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
KNIP11	0,00%	0	0,77%	116.973	1,62%	239.771	1,25%	241.043	7,26%	1.407.554
MALL11	1,06%	199.770	0,20%	33.981	0,14%	25.392	0,12%	25.071	0,09%	18.554
RBED11	0,69%	72.543	0,64%	72.543	0,72%	85.073	0,59%	85.073	0,57%	85.073
HGCR11	0,44%	73.078	0,25%	43.357	0,25%	39.357	0,00%	0	0,00%	0
HGBS11	2,51%	205.387	0,35%	28.383	0,38%	23.747	0,23%	23.747	0,21%	23.747
MXRF11	1,55%	2.461.967	1,47%	2.461.940	1,87%	3.080.791	1,76%	3.573.402	1,79%	3.573.402
VGP11	1,14%	200.638	0,67%	106.541	0,52%	112.372	0,91%	186.574	0,92%	186.574
MGHT11	0,58%	100.000	0,56%	100.000	0,57%	100.000	0,47%	100.000	0,45%	100.000
VVPR11	1,28%	223.906	1,24%	213.849	1,25%	212.187	1,02%	212.187	1,01%	212.187
SARE11	0,00%	0	0,63%	113.209	0,64%	113.209	0,42%	88.427	0,22%	58.886
HSM11	1,25%	234.422	0,40%	73.957	0,50%	73.954	0,32%	73.954	0,29%	73.954
KNHY11	1,77%	278.233	1,48%	226.072	1,50%	223.866	0,51%	94.491	0,86%	161.096
PATC11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
RBR11	0,66%	114.068	0,37%	67.268	0,39%	67.268	0,32%	67.268	0,32%	67.268
CVBI11	1,86%	341.749	2,05%	341.749	2,09%	337.621	1,29%	260.811	0,86%	171.296
XPC11	0,88%	173.325	0,34%	64.034	0,35%	62.965	0,22%	45.499	0,00%	0
VITL11	1,96%	285.351	1,30%	193.865	1,20%	182.128	0,91%	182.217	0,86%	182.217
TEPP11	0,39%	74.002	0,39%	73.869	0,37%	73.869	0,28%	73.869	0,27%	73.869
XPLG11	0,03%	4.121	0,01%	1.359	1,13%	166.617	0,84%	163.905	0,83%	163.905
BREV11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
Vinci Logística FII	0,06%	7.774	0,02%	2.772	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
MCCH11	3,16%	532.725	2,78%	471.953	2,43%	399.674	1,73%	351.621	1,75%	346.194
RDDP11	0,04%	7.339	0,03%	7.269	0,04%	7.269	0,02%	7.269	0,02%	6.980
SHOP11	0,55%	140.557	0,54%	140.557	0,56%	140.557	0,46%	140.557	0,47%	140.557
BCRI11	1,80%	288.221	0,00%	1	1,26%	188.167	0,67%	122.301	0,26%	48.255
HFOF11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
RBVA11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
VINO11	0,29%	84.348	0,28%	76.527	0,28%	78.855	0,19%	66.423	0,00%	0
BTG Pactual Mall	5,11%	883.296	4,99%	883.296	4,99%	883.296	3,65%	883.296	3,65%	883.296
BTGL11	0,00%	0	7,51%	1.180.047	7,91%	1.180.047	6,67%	1.289.210	6,47%	1.221.332
HGLG11	0,58%	59.118	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
FLRP11	0,58%	7.349	0,33%	4.450	0,33%	4.450	0,29%	4.450	0,29%	4.450
HGRE11	0,01%	1.547	0,01%	1.190	0,01%	1.190	0,01%	1.190	0,01%	1.190
FVPO11	0,54%	58.865	0,48%	58.865	0,49%	58.865	0,37%	58.865	0,36%	58.865
COEM11	0,00%	0	0,00%	0	0,33%	57.146	0,51%	100.000	0,51%	100.000
GCR11	0,00%	0	0,63%	110.000	0,64%	110.000	0,54%	110.000	0,54%	110.000
DEVA11	0,00%	0	0,00%	0	0,01%	1.696	0,02%	3.116	0,00%	933
BTG Pactual R E	0,00%	0	7,74%	1.350.501	7,93%	1.350.501	6,58%	1.350.501	7,04%	1.430.501
FII RIZA AKIN	0,00%	0	0,00%	0	0,17%	30.633	0,00%	0	0,39%	91.067
RBRL11	0,00%	0	0,00%	3	0,00%	3	0,00%	0	0,00%	0
RBLG11	1,97%	285.899	1,89%	285.899	1,88%	285.899	1,46%	285.899	1,43%	285.899
MGR11	0,00%	0	1,34%	240.000	1,53%	906.736	1,06%	240.000	1,04%	240.000
FII PLURAL REC	0,00%	0	0,00%	607	0,00%	607	0,00%	0	0,00%	0
SADI11	0,00%	112	0,00%	112	0,00%	112	0,00%	0	0,00%	0
RECT11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	22	0,00%	0	0,00%	0
RECR11	0,00%	0	0,00%	0	0,07%	12.009	0,19%	38.708	0,00%	0
SUCCESPAR VA	0,00%	0	0,00%	0	0,55%	92.227	0,00%	107.366	0,85%	159.223
CPTS11	0,00%	0	0,38%	64.090	3,18%	536.806	3,42%	701.268	1,81%	372.112
BTG PACTUAL I	0,00%	0	9,46%	76.508.996	9,70%	76.508.996	8,04%	76.508.996	8,05%	76.508.996
VRTA11	0,23%	37.925	0,00%	2	0,00%	2	0,00%	0	0,00%	0
RCRB11	1,60%	156.499	1,48%	156.499	1,46%	156.499	1,06%	156.499	1,10%	156.499
MAXR11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
LVB11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
SANTANDER RE	0,66%	112.515	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
CSHG RENDA U	6,43%	1.194.355	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BRAZIL REAL E	1,45%	256.085	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
KINEA ÍNDICES	1,27%	199.297	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
CAPTANIA SEC	1,45%	258.643	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BTG PACTUAL I	4,18%	1.180.407	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
ALZR11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BRCO11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
VLOL11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
FIB11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
THRA11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BRC11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
HGPO11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
HGRU11	0,00%	0	5,02%	680.739	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
XPLG11	0,00%	0	0,00%	346	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BCRI11	0,00%	0	1,50%	224.213	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
CPTS11	0,00%	0	1,56%	263.122	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
CCRF11								550.000	2,73%	550.000
BAR11								7.159	0,04%	7.159
BPML11								3.744	0,00%	0
MGFF11								883.296	0,02%	0
HSLG11								5.218</		

Figura 64- Giro da carteira BCFF11

(1-2019 / 2-2019)	(2-2019 / 3-2019)	(3-2019 / 4-2019)	(4-2019 / 1-2020)	(1-2020 / 2-2020)	(2-2020 / 3-2020)	(3-2020 / 4-2020)	(4-2020 / 1-2021)	(1-2021 / 2-2021)	(2-2021 / 3-2021)
14,54%	13,99%	80,48%	17,64%	5,37%	20,22%	28,73%	3,96%	12,61%	15,38%
0,00%	1,40%	8,35%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	7,68%	0,00%	0,02%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,04%	0,54%	3,14%	0,00%	0,05%	0,31%	0,10%	0,04%	0,06%	0,15%
0,00%	0,00%	4,23%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,28%	0,42%	0,00%	0,00%
0,00%	1,19%	2,41%	0,00%	0,00%	0,15%	0,30%	0,01%	0,00%	0,00%
0,25%	0,14%	1,02%	0,00%	0,79%	6,03%	0,00%	0,00%	2,39%	0,51%
0,00%	0,25%	3,65%	0,00%	0,04%	0,16%	0,06%	0,01%	0,00%	0,00%
3,07%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
3,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	3,34%	0,00%	0,00%	0,00%	0,41%	0,12%	0,40%	0,09%
0,00%	0,00%	2,69%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	2,47%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,02%	2,30%	0,27%	0,00%	0,01%	0,01%	0,00%	0,59%	0,00%	0,00%
2,45%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,98%	0,00%	0,00%
0,67%	0,00%	1,50%	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,35%	0,69%	1,19%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,26%	1,39%	0,00%	0,44%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	2,03%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	1,61%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,04%	0,09%	1,30%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,14%	1,34%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,48%	0,00%	1,88%	0,00%	0,54%	0,00%	0,00%	0,00%	0,91%	0,00%
0,47%	0,54%	0,00%	0,08%	0,00%	2,36%	0,65%	0,00%	0,06%	0,00%
0,49%	0,41%	0,33%	0,00%	0,00%	0,41%	0,01%	0,00%	0,05%	0,00%
0,00%	0,00%	2,36%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	1,48%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,32%	0,01%	0,77%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,01%	0,58%	0,00%	1,51%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,07%	0,00%	2,61%	0,00%	0,00%	0,45%	0,01%	0,03%	0,03%	0,00%
0,91%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,45%	0,00%	0,42%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,49%	0,00%	0,00%	0,21%	0,00%	0,05%	0,19%	0,03%
0,74%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,04%	0,04%	0,35%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,02%	1,74%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,35%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,33%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	3,47%	0,00%	1,81%	0,14%	1,72%	0,00%	0,00%	5,89%
0,00%	0,01%	0,11%	0,00%	0,00%	0,03%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%
0,01%	0,09%	0,00%	0,00%	0,00%	0,61%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	2,29%	0,00%	0,00%	0,88%	0,05%	0,00%	0,03%
0,00%	0,00%	0,00%	1,28%	0,00%	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,75%	0,00%	0,00%	0,01%	0,18%	0,02%	0,25%	0,00%
0,00%	0,78%	0,30%	0,00%	0,00%	0,00%	2,16%	0,06%	0,00%	0,00%



0,00%	0,00%	0,00%	0,51%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	1,25%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,34%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,30%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	5,02%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,50%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,56%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,74%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,09%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,42%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,83%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos relatórios trimestrais



BCIA11	41	41	44	44	44	44	42	42	54	29	53	53
PL	202.003.945,05		439.897.646,47		437.052.939,14		420.274.460,00		398.917.797,85		388.188.731,09	
CARTEIRA	2-2020		3-2020		4-2020		1-2021		30/06/2021		30/09/2021	
Ativo	% PL	Quantidade										
KNCR11	3,53%	77.138	4,75%	231.381	6,21%	311.611	7,51%	337.700	7,86%	116.073	3,55%	141.665
SDIL11	4,93%	91.258	3,03%	131.938	2,20%	92.631	4,49%	188.954	3,37%	12.130	3,10%	134.643
BRCR11	0,06%	20.366	7,23%	349.625	7,52%	370.125	5,54%	2.842	5,32%	885.080	4,77%	250.969
KNR11	3,17%	37.934	3,86%	102.911	3,21%	86.495	4,38%	120.487	2,46%	0	2,68%	70.824
XPML11	3,55%	68.972	1,87%	78.412	2,31%	86.436	1,59%	63.291	2,45%	0	4,40%	178.453
HGRE11	1,78%	23.970	2,55%	74.664	3,09%	86.070	3,12%	95.181	3,17%	1.190	3,21%	95.181
HGLG11	0,80%	8.496	1,03%	26.536	1,55%	37.536	1,43%	34.036	0,09%	0	0,11%	2.513
VINCI GESTORA	1,24%	24.269	0,60%	24.269	0,70%	26.269	0,69%	26.269	1,46%	0	2,10%	79.384
FII SANTANDER	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
HGBS11	0,86%	8.076	0,39%	8.076	0,40%	8.076	0,39%	8.076	0,41%	23.747	0,38%	8.076
THRA11	4,43%	61.920	1,51%	50.217	1,58%	49.425	1,17%	36.516	0,36%	0	0,00%	0
Vbi FI 4440 FII	2,48%	32.928	0,26%	32.033	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
RCRB11	0,03%	7.606	3,77%	93.600	4,97%	130.668	4,76%	124.963	4,35%	156.499	4,57%	124.963
HGPO11	1,31%	12.816	0,57%	11.187	0,53%	10.205	0,49%	9.210	0,11%	0	0,11%	1.899
HGRU11	4,82%	76.024	2,07%	71.235	4,51%	152.340	2,46%	83.384	1,01%	210.685	0,97%	33.273
ONEF11	0,02%	286	0,02%	536	0,02%	636	0,02%	636	0,02%	0	0,02%	636
FCFL11	3,55%	66.025	1,85%	70.712	1,89%	69.384	2,20%	84.242	2,02%	6.569	1,86%	65.217
RNGO11	1,16%	29.615	0,48%	29.615	0,48%	29.615	0,45%	29.615	0,40%	0	0,39%	25.736
TBOF11	0,00%	45.304	0,00%	45.304	0,00%	45.304	0,00%	45.304	0,00%	146.113	0,00%	45.304
HGBS11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
VL0L11	2,69%	50.864	1,22%	51.263	1,23%	49.763	1,14%	46.848	0,98%	0	0,57%	23.278
BBPO11	3,82%	47.067	0,83%	26.351	0,75%	26.351	0,45%	16.351	0,47%	0	0,41%	16.351
HGBS11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
CSHG GR Louve	0,74%	11.286	0,38%	11.545	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
ALMI11	1,50%	2.213	0,72%	2.544	0,78%	2.544	0,66%	2.544	0,78%	0	0,63%	2.544
TRNT11	0,90%	9.529	0,41%	9.808	0,44%	9.808	0,40%	9.808	0,35%	0	0,30%	9.808
SHPH11	0,25%	575	0,14%	689	0,13%	689	0,13%	689	0,14%	0	0,14%	689
EDGA11	0,03%	1.500	0,01%	1.500	0,01%	1.500	0,01%	1.500	0,01%	402.396	0,01%	1.500
JRDM11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
JRDM11	0,23%	6.128	0,11%	6.128	0,10%	6.128	0,10%	6.128	0,10%	320.839	0,10%	6.128
HSML11	5,06%	114.820	3,31%	157.796	3,65%	169.046	3,53%	169.046	4,05%	73.594	3,72%	180.615
XPLG11	0,41%	6.315	2,91%	94.921	1,79%	63.042	5,14%	185.827	2,37%	163.905	3,14%	119.348
KNIP11	5,90%	107.748	7,76%	308.748	7,41%	279.652	7,00%	253.701	6,58%	241.043	5,93%	221.120
BRCO11	7,57%	121.602	3,62%	125.664	5,29%	200.249	3,78%	142.529	3,12%	0	3,15%	124.335
RBED11	1,77%	20.739	0,84%	22.513	0,15%	4.197	1,26%	4.197	1,19%	85.073	1,17%	33.505
JSRE11	1,25%	24.868	4,34%	191.491	4,64%	203.890	4,52%	200.890	4,45%	14.942	4,10%	198.327
PQDP11	0,09%	61	0,04%	61	0,04%	61	0,04%	61	0,04%	0	0,03%	61
VBI LOGÍSTICO	0,00%	0	0,00%	0	3,97%	144.822	4,61%	1.708	4,51%	0	4,35%	166.310
AIEC11	0,00%	0	1,88%	82.580	1,59%	73.412	1,56%	72.812	1,49%	0	1,50%	72.066
PVB11	0,00%	0	2,18%	96.105	2,65%	119.508	4,30%	187.199	4,43%	0	4,14%	187.199
LGCP11	0,00%	0	0,00%	0	2,03%	88.000	1,98%	880	1,87%	0	1,81%	84.155
HSLG11	0,00%	0	0,00%	0	1,66%	67.080	1,41%	53.521	0,21%	1.660	0,12%	5.297
KNHY11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,38%	140	2,32%	94.491	2,30%	82.964
VILG11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	5,23%	186.371	1,59%	0	0,35%	12.871
RBVA11	3,38%	45.766	0,42%	15.551	0,38%	14.051	0,37%	14.051	0,40%	0	0,39%	14.051
RBED11	0,00%	0	0,00%	0	0,35%	10.000	1,26%	100	0,00%	0	0,00%	0
RBED11	0,00%	0	0,00%	0	0,79%	22.452	1,26%	22.452	0,00%	0	0,00%	0
HGCR11	0,00%	0	1,10%	46.940	2,09%	89.681	4,02%	155.450	3,00%	0	3,21%	116.230
HGLG11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
HGRU11	0,20%	3.100	0,04%	27.812	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
XPLG11	1,83%	28.386	0,00%	0	0,58%	20.570	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
XPLG11	3,71%	57.601	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
FCFL11	0,09%	1.625	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BRCR11	6,89%	150.568	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
REAL STATE IN	1,26%	19.959	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
RCRB11	2,25%	25.358	1,19%	29.462	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
HGRE11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
LVBI11	0,00%	0	0,55%	19.786	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
LVBI11	0,00%	0	1,53%	54.660	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
LVBI11	0,00%	0	1,74%	62.000	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
VILLE DE FRAN	0,00%	0	3,23%	107.871	3,22%	110.389	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
RCRB11	0,00%	0	0,31%	7.606	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
HSML11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
VISC11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
SDIL11	0,00%	0	0,00%	0	1,30%	55.000	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
SDIL11	0,00%	0	0,00%	0	1,67%	70.664	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BARIGUI S/A CREDITO FINANCIAMENTO E INVE									1,34%	0	2,05%	75.383
BTCR11									2,44%	1.386.565	3,29%	136.675
CVBI11									0,44%	260.811	3,50%	133.689
CVBI11									0,44%	260.811	3,50%	133.689
CVBI11									0,44%	260.811	3,50%	133.689
CPTS11									0,89%	701.268	1,87%	73.975
MCCI11									2,08%	351.621	3,59%	136.551
RBRR11									3,36%	67.268	4,81%	192.624
RBRR11									3,36%	67.268	4,81%	192.624
RBRR11									3,36%	67.268	4,81%	192.624
KNSC11									1,29%	139.462	0,28%	10.938
REC BRASILIA SA									1,14%	0	2,74%	104.830
SADII1									0,06%	0	0,02%	1.083
XPCI11									2,08%	45.499	1,97%	78.848

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados dos relatórios trimestrais

Figura 66- Giro da carteira BCIA11

(1-2019 / 2-2019)	2-2019 / 3-2019	3-2019 / 4-2019	4-2019 / 1-2020	1-2020 / 2-2020	2-2020 / 3-2020	3-2020 / 4-2020	4-2020 / 1-2021	1-2021 / 2-2021	2-2021 / 3-2021
7,22%	12,48%	23,33%	20,47%	23,70%	19,06%	10,30%	26,99%	64,17%	14,20%
0,86%	0,70%	4,74%	0,14%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,93%	0,00%
0,00%	0,55%	1,90%	7,05%	0,00%	0,00%	0,90%	0,00%	4,20%	0,00%
3,02%	0,15%	0,00%	0,00%	7,37%	0,00%	0,00%	7,46%	0,00%	3,81%
0,00%	0,00%	3,80%	2,06%	0,24%	0,00%	0,62%	0,00%	4,38%	0,00%
0,00%	2,67%	0,00%	1,87%	1,24%	0,00%	0,00%	0,62%	1,59%	0,00%
0,00%	2,29%	0,24%	0,32%	1,70%	0,00%	0,00%	0,00%	3,08%	0,00%
0,00%	1,23%	1,02%	0,78%	0,92%	0,00%	0,00%	0,14%	1,43%	0,00%
0,39%	0,00%	3,95%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,69%	0,00%
0,00%	0,32%	0,00%	0,06%	3,95%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	2,28%	0,28%	1,86%	1,41%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,27%
0,00%	0,17%	0,00%	0,01%	0,29%	0,84%	0,02%	0,41%	1,17%	0,00%
0,07%	0,64%	0,44%	2,81%	0,00%	0,07%	0,26%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	1,35%	0,00%	1,36%	0,00%	0,00%	0,22%	0,00%	0,88%
0,00%	0,32%	0,91%	0,11%	0,88%	0,17%	0,05%	0,05%	0,49%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,24%	0,30%	0,00%	2,04%	0,00%	0,85%
0,00%	0,00%	2,11%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,03%	0,00%	2,03%	0,00%
0,00%	0,36%	0,12%	0,23%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,45%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
1,53%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,12%	0,00%	0,04%	0,07%	1,14%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,17%	0,00%	1,68%	0,00%	0,28%	0,45%	0,00%
1,23%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,71%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%	0,38%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,66%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,40%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,13%	0,00%
0,07%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%
0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,10%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,99%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,78%	0,00%	0,98%	0,00%	0,61%	0,64%
0,00%	0,00%	0,00%	0,26%	0,00%	0,73%	0,69%	0,35%	0,54%	0,54%
0,00%	0,00%	0,00%	0,19%	1,19%	0,00%	0,00%	1,53%	3,78%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,69%	0,00%	0,00%	0,72%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,07%	4,18%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,04%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,93%	4,61%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,21%	0,01%	1,56%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,30%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,01%	1,98%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,34%	1,37%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,28%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	5,23%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,23%	0,04%	0,00%	0,37%	0,00%
0,00%	0,00%	0,89%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,35%	1,26%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,26%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,02%	0,00%
0,00%	0,08%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,05%	0,00%	0,00%	1,83%	0,00%	0,58%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,71%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,09%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	6,89%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	1,57%	0,00%	1,26%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,19%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	1,51%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,55%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,53%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,74%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,22%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,31%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,57%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,41%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,30%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,67%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,20%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,21%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,21%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,21%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,80%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,27%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,18%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados dos relatórios trimestrais



XPSF11																							
PL																							
37			37			46			46			46			34			34			34		
337.980.732,75																							
427.928.243,92																							
424.734.197,61																							
266.183.939,08																							
257.593.227,47																							
CARTEIRA																							
3-2020																							
4-2020																							
1-2021																							
30/06/2021																							
30/09/2021																							
Ativo	% PL	Quantidade	% PL	Quantidade	% PL	Quantidade	% PL	Quantidade	% PL	Quantidade	% PL	Quantidade											
IRDM11	8,59%	235.055	0,46%	19.832	0,74%	23.460	4,22%	89.146	6,51%	122.311													
VILG11	4,66%	119.629	2,19%	73.620	3,21%	115.643	4,00%	97.580	3,64%	73.620													
RBRR11	5,83%	197.701	4,39%	197.701	4,64%	197.701	7,09%	191.789	7,30%	197.701													
KNCR11	5,26%	197.119	4,01%	197.119	4,34%	197.119	6,66%	197.119	6,66%	197.119													
MCCI11	4,83%	159.219	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0													
HGRU11	4,32%	113.865	3,83%	126.772	1,18%	40.473	1,53%	34.893	6,36%	126.772													
BARI11	4,60%	146.665	3,96%	146.665	0,47%	17.627	9,12%	232.380	6,57%	146.665													
IRDM11	0,00%	0	3,92%	122.311	3,68%	116.501	0,00%	0	0,00%	0													
HSML11	2,42%	88.608	1,95%	88.608	1,83%	88.608	2,98%	88.608	3,24%	88.608													
CPTS11	3,79%	132.352	2,21%	98.653	0,72%	30.000	9,53%	252.997	5,40%	133.593													
VINO11	0,62%	35.137	3,37%	228.295	3,01%	206.609	4,56%	203.871	5,61%	228.295													
GTWR11	0,00%	0	0,47%	17.890	1,34%	53.209	2,01%	53.209	0,78%	17.890													
RBRP11	2,28%	83.622	1,89%	85.302	0,77%	35.422	4,19%	139.424	3,15%	85.302													
CBOP11	1,61%	68.243	1,15%	66.121	1,20%	66.080	1,70%	60.402	1,92%	66.121													
VISC11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0													
RBED11	1,34%	27.497	0,19%	5.215	0,18%	5.215	3,12%	58.681	3,04%	50.943													
HGLG11	0,00%	1	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0													
HGPO11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0													
TGAR11	5,17%	132.212	0,78%	25.978	4,46%	138.323	7,86%	158.646	6,48%	123.612													
FDO.INVEST. IM	6,61%	229.555	5,42%	229.525	0,00%	0	0,00%	0	9,00%	229.525													
MCCI11	0,90%	29.817	6,20%	257.184	5,51%	224.968	6,48%	169.930	10,30%	257.184													
XLPLG11	4,15%	103.902	0,44%	16.128	5,95%	217.666	5,17%	130.091	3,05%	63.332													
LVB11	3,32%	91.174	2,49%	88.847	0,83%	30.845	0,55%	13.774	4,13%	88.847													
MXRF11	1,78%	550.806	3,87%	1.577.610	1,57%	642.596	10,40%	2.727.132	6,42%	1.577.610													
MALL11	0,23%	8.576	0,07%	2.961	0,00%	0	0,00%	0	0,12%	2.961													
HABT11	1,33%	39.219	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0													
TEPP11	0,73%	27.028	1,81%	87.989	0,65%	27.661	4,47%	151.883	1,82%	50.980													
BRCR11	1,32%	49.185	1,02%	49.336	0,36%	18.763	0,00%	0	1,70%	49.336													
CSHG GR Louve	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0													
SDIL11	0,01%	218	0,04%	1.588	0,00%	0	0,77%	22.170	1,15%	28.607													
MXRF11	2,21%	686.010	0,00%	0	3,87%	1.580.083	0,00%	0	0,00%	0													
MXRF11	1,10%	340.614	0,00%	0	0,97%	396.559	0,00%	0	0,00%	0													
DEVA11	0,00%	0	0,00%	10	0,00%	10	0,00%	10	0,00%	10													
JFL.LIVING FII	0,00%	0	0,00%	0	0,33%	15.000	0,59%	17.267	0,00%	0													
AIEC11	1,34%	45.425	1,01%	45.361	1,62%	76.632	2,37%	76.632	1,67%	45.361													
PATL11	0,00%	0	0,14%	6.436	0,41%	19.023	1,35%	43.014	0,24%	6.436													
RBRL11	0,94%	27.931	0,74%	29.034	5,70%	226.133	8,49%	225.968	1,18%	27.931													
PVB11	2,95%	100.000	3,65%	161.318	3,70%	162.918	5,58%	157.411	6,07%	161.318													
BLCP11	0,65%	21.408	2,44%	100.019	2,43%	100.019	3,60%	100.001	4,06%	100.019													
CPFF11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	76	0,00%	0	0,00%	0													
HBRH11	0,00%	0	0,00%	0	5,40%	229.525	7,97%	229.525	0,00%	0													
XPPR11	2,70%	108.648	1,88%	98.532	1,58%	98.053	2,41%	98.053	3,12%	98.532													
BARI11	0,00%	0	0,00%	0	2,30%	85.944	0,00%	0	0,00%	0													
BARI11	0,00%	0	0,00%	0	3,51%	131.291	0,00%	0	0,00%	0													
IRDM11	0,00%	0	1,70%	73.908	1,51%	47.797	0,00%	0	0,00%	0													
XPML11	0,0144238	46437	0,0015248	5590	0,0011261	4525	0,18%	4.525	0,25%	5.590													
XPCI11	1,58%	60.355	6,69%	309.213	6,41%	282.959	9,74%	258.011	11,11%	309.213													
SUCCESPAR VA	0,00%	0	0,00%	0	0,23%	9.220	1,41%	34.952	0,00%	0													
TEPP11	0,00%	0	1,09%	50.980	3,07%	151.883	0,00%	0	0,00%	0													
RBRP11	0,00%	0	0,00%	0	1,40%	64.546	0,00%	0	0,00%	0													
RBRP11	0,00%	0	0,00%	0	0,85%	39.456	0,00%	0	0,00%	0													
CPTS11	0,00%	0	3,25%	133.593	4,56%	190.789	0,00%	0	0,00%	0													
CPTS11	0,00%	0	0,17%	7.500	1,75%	73.107	0,00%	0	0,00%	0													
RBED11	0,00%	0	1,83%	50.943	1,82%	53.466	0,00%	0	0,00%	0													
HGRE11	0,00%	0	1,36%	38.799	1,17%	36.062	1,80%	36.062	2,25%	38.799													
HGRU11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0													
HGRU11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0													
XLPLG11	0,00%	0	1,84%	63.332	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0													
XPLG11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0													
XPLG11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0													
BLCP11	2,39%	78.591	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0													
VINO11	2,23%	126.922	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0													
VINO11	1,12%	63.826	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0													
RBRL11	0,00%	0	0,71%	27.931	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0													
RBRL11	0,00%	0	4,35%	170.908	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0													
TEPP11	0,00%	0	0,09%	4.535	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0													
TGAR11	0,00%	0	3,90%	123.612	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0													
SDIL11	0,00%	0	0,69%	28.607	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0													
HGCR11	0,00%	0	0,02%	870	0,00%	0	0,00%	0	0,03%	870													
RBRY11							0,21%	5.427	0,00%	0													

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados dos relatórios trimestrais

Figura 68- Giro da carteira XPSF11

(1-2019 / 2-2019)	2019 / 3-2019	2019 / 4-2019	2019 / 1-2020	2020 / 2-2020	2020 / 3-2020	2020 / 4-2020	(4-2020 / 1-2021)	(1-2021 / 2-2021)	(2-2021 / 3-2021)
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	15,25%	22,41%	38,98%	34,24%	35,49%	43,69%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,88%	7,87%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,84%	1,64%	1,79%	0,00%	0,50%	0,98%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,06%	0,15%	0,00%	0,00%	0,14%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,06%	4,83%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,20%	0,00%	0,00%	2,61%	0,16%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%	3,48%	0,00%	3,37%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,62%	0,00%	0,00%	0,19%	3,68%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,75%	0,00%	0,97%	1,54%	0,00%	4,50%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,62%	0,00%	0,32%	0,04%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,93%	0,16%	0,00%	0,00%	0,00%	1,34%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,04%	0,00%	1,11%	0,00%	1,62%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,05%	0,00%	0,10%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,08%	0,00%	0,00%	0,41%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,20%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,13%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,15%	0,00%	0,00%	1,74%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	5,42%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,78%	1,35%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,09%	3,51%	0,00%	2,40%	2,65%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,37%	0,00%	0,08%	1,62%	0,46%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,92%	0,00%	2,29%	0,00%	4,38%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,04%	0,15%	0,07%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,33%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,24%	0,00%	2,97%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,06%	0,63%	0,36%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,15%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,04%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,21%	0,00%	3,87%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,10%	0,00%	0,97%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,59%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,97%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,15%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	7,44%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,13%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,23%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	7,97%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,25%	0,01%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,30%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,51%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,60%	1,51%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,92%	1,27%	0,03%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,57%	0,57%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,41%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,07%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,40%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,85%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,46%	0,00%	0,00%	4,56%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,75%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,82%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,10%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,59%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,56%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,34%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,05%	0,00%	1,84%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,14%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,39%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,23%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,12%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,71%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,35%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,09%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,90%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,69%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,02%	0,00%	0,21%

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados dos relatórios trimestrais

Figura 69- Carteira IBFF11

PL	72.061.395,13		56.864.459,31		60.403.986,17		59.023.449,11		59.293.006,33	
CARTEIRA	4-2019		1-2020		2-2020		3-2020		4-2020	
Ativo	% PL	Quantidade								
RCRB11	14,38%	38.386	10,13%	38.412	0,10%	9.557	0,87%	2.891	9,30%	33.185
Vinci Logística FI	10,29%	49.117	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BCRI11	7,84%	48.021	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
TBOF11	4,89%	34.479	8,73%	49.119	0,02%	49.119	0,02%	49.119	0,02%	49.119
PQDP11	4,71%	870	5,25%	1.085	0,00%	0	5,45%	1.085	5,54%	1.085
TEPP11	4,37%	28.222	7,87%	49.708	7,99%	51.921	7,98%	51.921	8,04%	51.921
AFCR11	3,47%	24.308	4,18%	24.308	4,02%	24.308	4,39%	24.308	4,51%	24.308
KNIP11	3,30%	20.212	4,42%	23.741	4,35%	23.741	4,45%	23.741	0,00%	0
HGRE11	2,34%	8.530	5,36%	19.921	5,30%	21.295	5,41%	21.295	5,64%	21.295
HGBS11	2,26%	5.435	2,09%	5.435	1,93%	5.435	1,95%	5.435	1,98%	5.435
CSHG GR Louvei	1,77%	9.663	2,15%	11.623	2,56%	11.623	0,00%	0	0,00%	0
ONEF11	1,63%	6.237	1,62%	6.469	2,00%	8.006	0,05%	180	0,04%	180
CBOP11	1,50%	11.364	1,73%	13.894	1,73%	13.894	1,88%	13.894	1,75%	13.894
CEOC11	1,45%	10.941	1,77%	13.718	2,34%	15.692	2,15%	15.692	1,83%	15.692
JRDM11	0,32%	2.116	0,51%	4.040	0,50%	4.040	0,52%	4.040	0,49%	4.040
TRNT11	0,31%	1.000	0,83%	2.000	0,74%	2.365	0,74%	2.365	0,00%	5
ALMI11	0,31%	109	2,51%	1.020	2,32%	1.020	2,16%	1.020	2,32%	1.020
VL0L11	0,29%	1.830	1,02%	5.668	1,51%	8.532	1,52%	8.532	0,00%	0
CNES11	0,01%	60	0,50%	4.528	0,53%	4.528	0,50%	4.528	0,47%	4.528
PATC11	0,00%	0	5,14%	33.605	5,68%	36.906	5,51%	36.906	5,32%	36.906
VILG11	0,00%	0	4,01%	20.710	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
VILG11	0,00%	0	4,55%	23.500	8,43%	40.231	0,00%	0	0,00%	0
EDGA11	0,00%	0	2,52%	40.897	2,34%	40.897	2,08%	40.897	2,13%	40.897
Vbi FI 4440 FII	0,00%	0	4,14%	28.941	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BRCR11	0,00%	0	9,13%	58.131	0,08%	8.148	10,54%	68.390	10,01%	66.904
PATL11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
RBRL11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,84%	4.593
RRCI11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,50%	3.000
NAVT11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BLCP11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	6,59%	37.831	0,00%	0
BLCP11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	1,79%	10.304	8,48%	48.135
LVBI11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
RBRR11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,51%	2.998	0,48%	2.998
HLOG11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
MCCI11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,80%	4.586	1,13%	6.507
BRCO11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,64%	3.297
FEXC11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,24%	1.379	0,22%	1.379

PL	56.959.683,31		53.986.138,11		51.124.674,16	
CARTEIRA	1-2021		30/06/2021		30/09/2021	
Ativo	% PL	Quantidade	% PL	Quantidade	% PL	Quantidade
RCRB11	9,33%	33.185	8,54%	33.185	9,22%	33.185
Vinci Logística FI	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BCRI11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
TBOF11	0,02%	49.119	0,02%	49.119	0,02%	49.119
PQDP11	5,23%	1.085	4,82%	1.085	4,39%	1.085
TEPP11	7,83%	51.921	7,54%	51.921	7,52%	51.921
AFCR11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
KNIP11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
HGRE11	5,15%	21.295	5,24%	21.295	5,45%	21.295
HGBS11	1,94%	5.435	2,03%	5.435	1,94%	5.435
CSHG GR Louvei	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
ONEF11	0,04%	180	0,04%	180	0,05%	180
CBOP11	1,89%	13.894	1,93%	13.894	1,72%	13.894
CEOC11	1,98%	15.692	2,02%	15.692	1,90%	15.692
JRDM11	0,49%	4.040	0,49%	4.040	0,52%	4.040
TRNT11	0,00%	5	0,00%	5	0,00%	5
ALMI11	1,94%	1.020	2,30%	1.020	1,92%	1.020
VLOL11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
CNES11	0,35%	4.528	0,35%	4.528	0,33%	4.528
PATC11	4,46%	36.906	4,55%	36.906	4,57%	36.906
VILG11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
VILG11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
EDGA11	1,94%	40.897	1,96%	40.897	1,95%	40.897
Vbi FI 4440 FII	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BRCR11	9,23%	64.118	9,62%	64.118	9,25%	64.118
PATL11	1,70%	10.640	1,64%	10.640	1,50%	10.640
RBRL11	5,22%	27.743	4,85%	26.199	5,08%	26.199
RRCI11	0,49%	3.000	0,47%	3.000	0,47%	3.000
NAVT11	0,88%	5.000	0,76%	5.000	0,74%	5.000
BLCP11	8,70%	48.135	0,00%	0	0,00%	0
BLCP11	0,88%	4.873	9,42%	53.008	9,64%	53.008
LVBI11	1,72%	8.584	1,68%	8.584	1,70%	8.584
RBRR11	1,45%	8.311	0,00%	0	0,00%	0
HLOG11	1,71%	8.337	1,74%	8.337	1,70%	8.337
MCCI11	1,19%	6.507	0,00%	0	0,00%	0
BRCO11	5,18%	26.457	5,46%	29.404	5,66%	29.404
FEXC11	0,78%	4.693	0,79%	4.693	0,78%	4.693

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados dos relatórios trimestrais

Figura 70- Giro da carteira IBFF11

(4-2019 / 1-2020)	(1-2020 / 2-2020)	(2-2020 / 3-2020)	(3-2020 / 4-2020)	(4-2020 / 1-2021)	(1-2021 / 2-2021)	(2-2021 / 3-2021)
18,14%	28,86%	33,08%	28,25%	18,01%	11,64%	1,58%
0,00%	7,61%	0,07%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
10,29%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7,84%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	5,25%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	4,51%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	4,45%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	2,56%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	1,96%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,73%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	1,52%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	4,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	8,43%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	4,14%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	7,85%	0,00%	0,23%	0,42%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,29%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	6,59%	0,00%	8,70%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	7,62%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,45%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,19%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	5,09%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	1,08%	3,92%	0,00%	1,58%
0,00%	0,00%	5,40%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	9,22%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,36%	9,08%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	1,35%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	2,53%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,70%	0,25%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,29%	0,00%	0,00%

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados dos relatórios trimestrais

Figura 71- Carteira RVBI1

RVBI11	17	17	19	20	22	22	21	21	22	22	23	23	17	17
PL	127.738.874,88		139.615.211,54		136.915.191,06		138.047.880,98		136.296.671,71		131.071.384,56		127.536.457,54	
CARTEIRA	1-2020		2-2020		3-2020		4-2020		1-2021		30/06/2021		30/09/2021	
Ativo	% PL	Quantidade												
XPLG11	9,78%	119.420	0,00%	35.767	4,69%	47.609	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
FII KINEA	8,69%	72.070	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
XPML11	7,45%	103.615	7,71%	103.615	7,80%	101.692	8,60%	101.692	7,89%	101.692	8,01%	101.692	7,64%	101.692
BBPO11	7,45%	68.611	8,06%	68.611	6,25%	61.750	5,54%	61.750	5,26%	61.750	5,42%	61.750	4,73%	61.750
KNCR11	6,54%	92.790	6,14%	92.790	2,45%	37.181	2,34%	37.181	2,04%	29.747	1,58%	23.054	1,76%	23.054
KNIP11	5,36%	64.656	5,15%	65.041	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	3,87%	47.413	7,81%	95.771
GTWR11	5,01%	61.459	5,27%	61.459	6,15%	71.289	1,30%	16.016	0,14%	1.819	0,00%	0	0,00%	0
HGRU11	3,86%	45.416	1,04%	11.373	0,09%	27.217	7,39%	78.909	4,86%	53.426	3,43%	38.473	0,00%	0
KNHY11	2,95%	35.033	5,19%	65.842	2,50%	31.179	0,00%	0	0,00%	0	0,61%	7.154	0,00%	0
RBR11	1,51%	20.584	2,92%	40.704	0,34%	4.638	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
MCC11	1,40%	20.262	6,88%	97.992	4,18%	55.813	2,61%	34.894	0,00%	0	0,17%	2.227	0,00%	0
SDIL11	1,05%	13.384	1,85%	23.747	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
VILT11	0,76%	8.869	4,32%	53.375	4,74%	54.560	3,03%	35.519	1,91%	23.171	0,21%	2.630	0,00%	0
FII SDI PROP	0,65%	9.176	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
RBED11	0,33%	2.858	1,65%	13.382	1,44%	11.966	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
FII D PEDRO	0,22%	101	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BTCR11	0,15%	2.134	1,94%	30.343	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
AIEC11	0,00%	0	0,00%	0	6,64%	90.850	6,25%	90.850	6,00%	90.850	5,70%	90.850	8,41%	132.379
PVBI11	0,00%	0	0,00%	0	5,22%	71.782	6,55%	93.308	8,48%	119.808	8,62%	119.808	8,06%	119.808
EVBI11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	6,70%	92.500	7,13%	92.500	7,05%	92.500	7,04%	92.500
HSLG11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	3,92%	50.000	3,55%	43.557	2,81%	36.957	0,00%	0
PLCR11	0,00%	0	0,00%	0	1,83%	30.105	4,42%	65.222	4,35%	61.745	3,03%	42.648	0,00%	0
FII LESTE PA - L	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	3,04%	41.500	3,15%	41.500	3,23%	41.500
BAR11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	1,64%	19.640	0,00%	0	0,00%	0
BAR11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	3,99%	47.749	3,56%	42.743	4,60%	57.669	4,76%	57.669
CVBI11	0,00%	0	0,00%	0	7,08%	103.068	7,83%	103.068	6,98%	89.720	6,40%	82.602	6,57%	82.602
TRXF11	0,00%	0	0,00%	0	7,26%	98.569	6,75%	91.506	5,67%	71.838	2,63%	33.358	0,00%	0
TGAR11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	5	0,00%	35	0,00%	0	0,00%	0
CPTS11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	2,84%	38.070	0,00%	0	0,00%	0
CPTS11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	3,53%	46.788	0,90%	12.127	1,58%	20.723	0,00%	0
KNR11	0,00%	0	8,72%	72.070	5,90%	48.956	2,99%	25.443	1,96%	17.511	1,19%	11.253	1,30%	11.253
BTLG11	0,00%	0	0,00%	0	0,01%	75.519	9,21%	114.062	6,80%	80.828	5,12%	63.168	6,10%	72.819
ABCP11	0,00%	0	2,88%	45.648	1,66%	28.498	1,54%	28.498	1,64%	28.498	1,45%	27.557	1,50%	27.557
HGRU11	0,00%	0	4,36%	47.593	6,52%	69.709	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
TEPP11	0,00%	0	3,44%	51.653	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
XPLG11	0,00%	0	11,12%	119.420	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
TRUE SECURIT	0,00%	0	2,13%	3.000	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
RBR11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	9	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
BTLG11	0,00%	0	0,00%	0	7,10%	93.062	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
TGAR11	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	30	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
IRDM11											1,70%	17.667	0,00%	0
KNSC11											0,55%	7.092	0,00%	0
GTLG13 - FII GTIS BRAZIL LOGIST											0,00%	0	6,27%	80.000
MCHF11 - FII MAUA FOF											0,00%	0	0,50%	63.222
MCHY11 - FII MAUA HY											0,00%	0	9,78%	113.447
VBI RENDA PREFERENCIAL FII											0,00%	0	0,09%	1.500

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados dos relatórios trimestrais

Figura 72- Giro da carteira RVBI1

(1-2020 / 2-2020)	(2-2020 / 3-2020)	(3-2020 / 4-2020)	(4-2020 / 1-2021)	(1-2021 / 2-2021)	(2-2021 / 3-2021)
19,30%	42,59%	33,94%	17,52%	15,84%	16,74%
6,85%	0,00%	4,69%	0,00%	0,00%	0,00%
8,69%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,14%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,81%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	3,68%	0,00%	0,47%	0,46%	0,00%
0,00%	5,15%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	4,77%	1,15%	0,14%	0,00%
2,89%	0,00%	0,00%	2,39%	1,36%	3,43%
0,00%	2,73%	2,50%	0,00%	0,00%	0,61%
0,00%	2,59%	0,34%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	2,96%	1,57%	2,61%	0,00%	0,17%
0,00%	1,85%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	1,65%	1,05%	1,70%	0,21%
0,65%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,17%	1,44%	0,00%	0,00%	0,00%
0,22%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	1,94%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,50%	0,54%	2,81%
0,00%	0,00%	0,00%	0,24%	1,34%	3,03%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	1,64%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,42%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	1,01%	0,55%	0,00%
0,00%	0,00%	0,52%	1,45%	3,03%	2,63%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,84%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	2,61%	0,00%	1,58%
0,00%	2,80%	2,83%	0,93%	0,70%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	2,68%	1,49%	0,00%
0,00%	1,08%	0,00%	0,00%	0,05%	0,00%
0,00%	0,00%	6,52%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	3,44%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	11,12%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	2,13%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	7,10%	0,00%	0,00%	0,00%
0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados dos relatórios trimestrais