

UM ESTUDO SOBRE INVESTIMENTOS EM FUNDOS IMOBILIÁRIOS COMO COMPLEMENTO PARA A CONSTRUÇÃO DE UMA RENDA PASSIVA NA APOSENTADORIA

Bruno Souza Cubero (Fatec Bragança Paulista)
bruno.cubero@fatec.sp.gov.br

Sandramara Aparecida da Costa Viana (Fatec Bragança Paulista)
sandramara.viana@fatec.sp.gov.br

Profº. Me. Heraldo Marcio de Aguiar (Fatec Bragança Paulista)
heraldo.aguiar@fatec.sp.gov.br

Profª. Me. Viviane Ramalho de Azevedo (Fatec Bragança Paulista)
viviane.azevedo@fatec.sp.gov.br

Resumo

Considerando o atual déficit do sistema previdenciário brasileiro e a obrigatoriedade da contribuição à Previdência Social, verifica-se um aumento da incerteza em relação à aposentadoria. Este estudo tem como objetivo aprofundar o entendimento sobre os fundos imobiliários e sua viabilidade como opção de investimento complementar de renda passiva a longo prazo. A pesquisa é de cunho qualitativo, de natureza exploratória e descritiva, abrangendo os principais conceitos e teorias relacionadas aos Fundos de Investimento Imobiliários (FIIs) e à aposentadoria no Brasil. Foi realizada uma análise comparativa entre a Caderneta de Poupança e o FII CSHG Logística (HGLG) no período de janeiro de 2018 a dezembro de 2022, a fim de demonstrar a rentabilidade real descontada a inflação (IPCA) e o rendimento distribuído durante esse período. Conclui-se que a Previdência Social enfrenta uma situação delicada que tende a se agravar, devido ao aumento da expectativa de vida e outros fatores que afetam a arrecadação previdenciária. O FII HGLG demonstrou um retorno real positivo, evidenciando sua capacidade de proteção contra a inflação por meio dos reajustes dos aluguéis, além dos rendimentos isentos distribuídos mensalmente.

Para pesquisas futuras, sugere-se o uso de indicadores macroeconômicos adicionais, ampliação dos períodos amostrais e inclusão de outros segmentos de FIIs.

Palavras-chave: Aposentadoria, Fundo de Investimento Imobiliário, Investimentos, Renda Passiva.

Abstract

Considering the current deficit of the Brazilian social security system and the mandatory contribution to Social Security, there is an increase in uncertainty about retirement. This study aims to deepen the understanding of real estate funds and their feasibility as an option for long-term supplementary passive income investment. The research is of qualitative, exploratory, and descriptive nature covering the main concepts and theories related to Real Estate Investment Funds (FIIs) and retirement in Brazil. A comparative analysis will be carried out between the Savings Account and the FII CSHG Logistics (HGLG) in the period from January 2018 to December 2022, to demonstrate the real return discounted for inflation (IPCA) and the profit distributed during this period. It is concluded that Social Security is facing a delicate situation that tends to get worse due to the increase in life expectancy and other factors that affect social security collection. The FII HGLG showed a positive real return, showing its capacity to protect against inflation through rent adjustments, in addition to the exempt income that is distributed monthly. For future research, we suggest using additional macroeconomic indicators, extending the sample periods, and including other segments of FIIs.

Keywords: Retirement, Real Estate Investment Fund, Investments, Passive Income.

1. Introdução

Ao longo dos anos, tem-se observado o processo de envelhecimento da população brasileira. Dentre os fatores que influenciam esse fenômeno, destacam-se o aumento da expectativa de vida, a redução da mortalidade infantil, a diminuição do número de filhos por família. Tais fatores podem ter impacto direto no valor das aposentadorias, uma vez que os beneficiários podem receber o benefício por um período mais longo, o que pode dificultar a arrecadação necessária para manter o sistema previdenciário, como apontado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2020). Nesse contexto, é importante destacar a relevância do estudo

sobre a expectativa de vida como um dos parâmetros do fator previdenciário, que é utilizado como base de cálculo das aposentadorias do Regime Geral de Previdência Social.

Segundo o IBGE (2020), a expectativa de vida dos homens saltou de 72,8 anos em 2018 para 73,1 anos em 2019, enquanto a das mulheres passou de 79,9 anos para 80,1 anos. Desde o ano de 1940, a expectativa de vida do brasileiro aumentou em 31,1 anos. Os dados apresentados evidenciam a necessidade de uma reflexão acerca das políticas públicas e estratégias adotadas pelo sistema previdenciário, com o objetivo de atender às demandas decorrentes do envelhecimento populacional.

Conforme evidenciado pelo IBGE (2020), uma redução na taxa de mortalidade em todas as faixas etárias tem sido notada ao longo do tempo. Essa constatação é comprovada pelo fato de que em 1940, apenas 2,4% da população brasileira era composta por pessoas com 65 anos ou mais, enquanto em 2019 essa porcentagem aumentou para 9,5%. Esse aumento na proporção de idosos indica uma maior longevidade da população brasileira, que, em média, tem vivido por aproximadamente 12 anos a mais.

Perante esse contexto, este trabalho busca contribuir para disseminação de informações sobre investimentos em fundos imobiliários e sobre a importância dessa modalidade de investimento para a formação de patrimônio e geração de renda passiva, além de analisar o sistema previdenciário atual do Brasil, suas limitações e riscos para a população.

Considerando o déficit atual do sistema previdenciário brasileiro e a obrigatoriedade da contribuição à Previdência Social, constata-se que a incerteza quanto ao recebimento de aposentadoria tem se tornado cada vez mais presente no cotidiano da população. Nesse sentido, é possível dizer por quanto tempo o sistema previdenciário atual sobreviverá? Na atualidade, a aposentadoria é o suficiente para ter uma vida relativamente estável? Quais opções de renda extra temos no mercado? Diante dessas questões, torna-se cada vez mais importante pensar em estratégias que possam assegurar o custeio futuro, por meio de outras formas de contribuição.

A relevância do presente tema reside na crise enfrentada pelo sistema previdenciário brasileiro, que vem sendo desafiado pelo aumento da longevidade da população. Em face dessa conjuntura, torna-se imperativo que sejam estudadas estratégias de investimento para assegurar um futuro financeiramente estável. Nessa perspectiva, é essencial que a população tenha acesso a informações sobre

alternativas de investimento que possam lhe garantir uma renda segura e consistente a longo prazo. Para esse fim, pretende-se explorar as características e peculiaridades dos fundos imobiliários, a fim de avaliar sua viabilidade como complemento de investimento.

O objetivo geral do estudo é analisar a possibilidade de utilização de fundos imobiliários como um complemento de renda passiva em um cenário de crise no sistema de previdência social. Para tanto, serão abordados aspectos relevantes relacionados aos riscos, retorno, custos, vantagens e desvantagens dos fundos de investimentos imobiliários. Como objetivo específico, este trabalho busca analisar como a crise da previdência social e a flexibilização das leis previdenciárias tornam necessárias outras formas de renda no contexto do século XXI.

Para atingir esse objetivo, serão coletadas informações pertinentes sobre os temas abordados com o intuito de demonstrar suas respectivas rentabilidades reais, descontada a inflação (IPCA), nos últimos cinco anos, além de apresentar suas vantagens e desvantagens em relação à aplicabilidade enquanto complemento e/ou alternativa à previdência.

Para que a pesquisa seja compreendida, inicialmente será realizada uma análise do Regime Geral de Previdência Social no Brasil. Em seguida, serão apresentadas alternativas de investimento disponíveis no mercado. Por fim, será feito um comparativo entre a Caderneta de Poupança e o FII CSHG Logística (HGLG), com o objetivo de demonstrar a rentabilidade real descontada a inflação (IPCA) e exibir os rendimentos distribuídos no período investigado.

Este estudo foi desenvolvido por meio do método qualitativo, de natureza exploratória e descritiva (Bardin, 2016), que abrangerá os principais conceitos e teorias relacionadas a investimentos em Fundos de Investimento Imobiliários (FIIs) e aposentadoria no Brasil.

A variável macroeconômica utilizada no estudo foi o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), o qual é o indicador oficial de inflação no Brasil (Yokoyama, 2014).

O fundo de investimento imobiliário selecionado para análise é o CSHG Logística Fundo de Investimento Imobiliário - FII, amplamente reconhecido no mercado financeiro nacional. Criado em 2010, o CSHG Logística é direcionado para empreendimentos imobiliários com foco em logística, com o objetivo de realizar operações desse tipo. Suas características incluem um mandato de renda, segmento

de logística e gestão ativa. Segundo o relatório gerencial mais recente disponível, referente a março de 2023, o valor de mercado do fundo é de R\$ 3,8 bilhões, com 340.959 cotistas, posicionando-o entre os principais fundos de investimentos imobiliários (FIIs) do país ao longo dos anos. Como uma sociedade anônima de capital aberto, o CSHG Logística é negociado na Bolsa do Brasil, a B3, através do código HGLG11.

Durante o período compreendido entre janeiro de 2018 e dezembro de 2022, foram coletados os dados mensais das amostras selecionadas para fins de análise. A escolha desse período justifica-se pela necessidade de abranger diferentes fases do ciclo imobiliário, o que é relevante para atender aos objetivos do estudo. As informações referentes aos preços das cotas e aos rendimentos distribuídos pelo FII em questão foram obtidas por meio da consulta no site da administradora, na seção de relatórios periódicos e rendimentos.

A pesquisa bibliográfica foi realizada nas bases de dados da *Spell*, *Scielo* e *Scopus*, sobre os descritores: aposentadoria, fundo de investimento imobiliário, investimentos, renda passiva.

O procedimento de coleta de dados adotado na pesquisa foi o método documental, que se baseia na análise de fontes documentais primárias para a compreensão do objeto de estudo, oferecendo uma perspectiva mais abrangente sobre a temática em questão (Gil, 2002). Para o tratamento e análise dos dados coletados, foi empregada a ferramenta Microsoft Excel.

Para alcançar esses objetivos, este trabalho será estruturado nos seguintes capítulos: o primeiro apresentará o problema da pesquisa e seus objetivos, posteriormente a justificativa do tema, a metodologia utilizada para pesquisa. Em sequência será apresentado o referencial teórico que abordará os seguintes temas: aposentadoria no Brasil; dificuldades no processo de aposentadoria; aposentadoria oficial; opções de investimento para aposentadoria; fundo de investimento imobiliário; análise técnica de mercado dos fundos imobiliários; vantagens e desvantagens dos fundos imobiliários; comparação com outras formas de investimento.

Ao final será apresentado o desfecho, que consiste na conclusão do trabalho, onde são resumidos e explicados os resultados obtidos. É importante ressaltar que essa conclusão abre margem para a realização de novas pesquisas com base nos achados da presente pesquisa. Desta maneira, é possível se aprofundar mais na temática em análise e contribuir para o progresso do conhecimento acerca do assunto.

2. Referencial Teórico

O surgimento da primeira Previdência Social Brasileira se deu através da Lei Eloy Chaves de 1923, determinando a criação de um fundo específico, o Caixa de Aposentadoria e Pensões (CAP) inicialmente para as empresas ferroviárias do Brasil, favorecendo assim os trabalhadores. A sanção foi assinada em 24 de janeiro de 1923 pelo então presidente da época Artur da Silva Bernardes, em seguida foi ampliada beneficiando os trabalhadores portuários e marítimos (Silva; Costa, 2016).

Como apontado por Paixão (2006, p.2), na Constituição brasileira, podem-se identificar três tipos de regimes de previdência, os quais são representados na Tabela 1:

Quadro 1 – Tipos de Regime de Previdência no Brasil

Regime	Destinação
Regime Geral de Previdência Social (RGPS)	Administrado pelo Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) designado aos contribuintes da iniciativa privada e servidores de instituições federativas e aos empregados públicos.
Regimes Próprios de Previdência	Abrange servidores de cargos efetivo da União, Estados, Distrito Federal em torno de 2.200 Municípios.
Regime de Previdência Complementar	É exclusivo e opcional por entidades abertas ou fechadas de previdência complementar.

Fonte: Elaborado pelos autores (2023)

Dentre os regimes abordados, neste trabalho será dado ênfase no Regime Geral de Previdência Social (RGPS).

Conforme evidencia Malloy (1979), presente no estudo de Silva e Costa (2016), entre os anos de 1930 e 1934 o governo de Getúlio Vargas aprimorou o sistema de previdência social, levando proteção social básica para toda esfera da classe média urbana (cerca de 2 milhões de trabalhadores). No entanto o sistema não se aplicou a classe rural, nem aos autônomos, profissionais liberais, domésticos, lojistas, vendedores por conta própria, ou as pessoas que não possuíam emprego certo. Desta forma, Gonzaga (2011) relata que o sistema de previdência social brasileiro permaneceu sem alterações até 1966. Somente no governo de João Goulart foram concedidos importantes concessões a classe trabalhadora.

Na sequência, de acordo com INSS, o Decreto-Lei N° 72, de 21 de novembro de 1966, unificou os seis Institutos de Aposentadorias e Pensões da época (IAPM, IAPC, IAPB, IAPI, IAPETEL, IAPTEC), formando o Instituto Nacional de Previdência Social

(INPS). O INPS agrupou as ações da previdência para os trabalhadores do setor privado, com exceção dos trabalhadores rurais e os domésticos. Com a expansão da cobertura previdenciária que se deu na década de 1970, mediante aglutinação de recursos no governo federal, beneficiando empregados domésticos, regulamentando autônomos e posteriormente, ampliação dos benefícios de previdência e assistência social para empregadores rurais e seus dependentes.

Diante das leis trabalhistas no Brasil, há quatro tipos de aposentadoria: por tempo de contribuição, por idade, por invalidez e a modalidade especial.

Sendo assim, baseado na Lei Nº 8.213 de 24 de julho de 1991. art. 52, Aposentadoria por tempo de contribuição na regra geral, era alcançada com a contribuição para Previdência de 25 (vinte cinco anos) para mulheres e 30 (trinta anos) para homens.

Porém, devido a aplicação do fator previdenciário, o valor do benefício pode diminuir quando se aposenta muito jovem, mesmo que a contribuição tenha sido feita pelo tempo exigido. Havendo a necessidade de estudar o fator previdenciário no momento de solicitar aposentadoria por tempo de contribuição (Alvarenga, 2018).

No entanto após aprovação Emenda Constitucional de Nº 103, publicada em 12 de novembro de 2019, a aposentadoria por tempo de contribuição deixa de existir para os próximos solicitantes, ou seja, somente os contribuintes que cumpriram com as exigências até a data da aprovação da Emenda Constitucional (EC) 103 de 2019 foram beneficiados, deste modo, de 13/11/2019 em diante não será mais possível solicitar o benefício.

Conforme estabelecido pela Lei Nº 82.213/91, art. 48, a concessão de aposentadoria por idade para homens exigia a idade mínima de 65 (sessenta e cinco anos), enquanto para mulheres era de 60 (sessenta anos), exceto para trabalhadores rurais, que possuíam critérios diferenciados com idade mínima de 60 (sessenta anos) para homens e 55 (cinquenta e cinco anos) para mulheres. Ademais, era necessário que o trabalhador tivesse contribuído por pelo menos 15 (quinze anos) com a Previdência para que seu pedido fosse válido, podendo ser influenciado pelo fator previdenciário.

No entanto, a Emenda Constitucional de Nº 103, publicada em 12 de novembro de 2019, trouxe mudanças significativas para os critérios de concessão da aposentadoria por idade. Para os homens que se filiaram após 13 de novembro de 2019, a idade mínima permanece em 65 (sessenta e cinco anos), mas o tempo de

contribuição aumentou para 20 (vinte anos), enquanto para aqueles que já eram filiados antes dessa data, manteve-se a regra de 15 (quinze anos) de contribuição. Já para as mulheres, a idade mínima de concessão foi elevada para 62 (sessenta e dois anos), sendo necessário um tempo mínimo de 180 (cento e oitenta meses) de contribuição.

Nos termos da Lei Nº 8.213/91, assegura aposentadoria por invalidez, para trabalhadores que devido a doenças adquirida ou acidente de trabalho perdem a condição de desempenhar sua atividade profissional, a qual somente é concedida após perícia médica do INSS, atestando sua incapacidade permanente de retomar atividade profissional, recebendo assim o salário benefício integral, podendo receber uma porcentagem extra sobre o valor integral para garantir ao trabalhador os gastos extras para cuidado com a saúde, se comprovada a necessidade.

Embora a perícia tenha atestado a incapacidade permanente para o trabalho, a aposentadoria por invalidez não é absolutamente permanente, o aposentado a cada dois anos posteriormente ao recebimento do benefício, deverá passar novamente por perícia para atestar que a condição de invalidez se mantém. A principal mudança com aprovação EC 103 de 2019 foi com relação ao cálculo do benefício, antes o aposentado recebia 80% dos maiores salários, atualmente a aposentadoria por incapacidade, é calculada 60% do salário de benefício + 2% a cada ano adicional de contribuição, diminuindo em até 40% a aposentadoria por invalidez.

De acordo com a alínea “d” do inciso I do artigo 18 da Lei Nº 8.213/91, aposentadoria especial é um benefício destinado aos trabalhadores expostos a condições específicas de trabalho que oferecem riscos à saúde, como exposição a produtos químicos e atividades insalubres. Antes da Emenda 103/2019, esses trabalhadores poderiam se aposentar após contribuir por 15 (quinze anos), 20 (vinte anos) ou 25 (vinte e cinco anos), dependendo do nível de risco da atividade exercida, sem a necessidade de idade mínima. No entanto, atualmente, o tempo mínimo de contribuição varia de acordo com o risco da atividade e a idade mínima varia de 55 (cinquenta e cinco anos) a 60 (sessenta anos). Além disso, antes da emenda, o INSS utilizava apenas 80% das maiores contribuições para definir o valor da aposentadoria, enquanto agora o valor é calculado com base em 100% das contribuições.

2.1 Dificuldades no processo de aposentadoria

Segundo Cavallini (G1, 2019) devido a reforma da Previdência inúmeros trabalhadores têm acelerado o pedido de aposentadoria. Oficialmente o INSS tem 45 dias para avaliar e conceder a aposentadoria, porém esse processo pode se estender por cinco meses, isso se o trabalhador estiver cumprindo com todas as exigências requisitadas.

De acordo com Advocacia Digital SP (2020), no momento da aposentadoria, algumas das dificuldades mais comuns encontradas pelos beneficiários incluem a falta de documentação completa, como documentos pessoais, carnês de pagamento mensal e certidões de tempo de contribuição previdenciária. Também é comum ocorrer falhas ou erros no Cadastro Nacional de Informações Sociais (CNIS), o que pode comprometer o cálculo do valor do benefício. É importante conferir se todo o tempo exigido por lei já foi cumprido e se há tempo especial para trabalho insalubre, utilizando comprovantes como extrato analítico do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), contrato de trabalho e ficha de registro para compor o tempo faltante.

Cavallini (G1, 2019) destaca que trabalhadores que exercem atividades em condições prejudiciais à saúde podem ter vantagem no tempo de contribuição ou direito à aposentadoria especial. Contudo, é necessário comprovar a atividade insalubre por meio do Perfil Profissiográfico Previdenciário (PPP), que é fornecido pela empresa na qual o segurado trabalhou, trazendo informações sobre os riscos e o tempo ao qual esteve exposto. Vale ressaltar que nem todas as atividades insalubres são reconhecidas pelo INSS, como no caso de vigilantes armados, eletricitários ou motoristas de produtos inflamáveis, que exigem recorrer à justiça. Além disso, se a aposentadoria for negada pelo INSS, é possível contestar a decisão por meio de um recurso no prazo de 30 dias.

2.2 Aposentadoria oficial

A Lei Nº 8.213/91 estabelece que a maior parte dos brasileiros tem como opção oficial de aposentadoria a Previdência Social, através das contribuições e regras do INSS, que podem ser classificadas em quatro modalidades: por tempo de contribuição, por idade, por invalidez e a modalidade especial. No entanto, diante do cenário atual e da aprovação da Emenda Constitucional 103/2019, é necessário que se considere um planejamento de aposentadoria a longo prazo. A questão da previdência requer uma postura proativa, pois a inação ou a falta de priorização tendem a ter um alto custo, especialmente em tempos de crise (Afonso; Abreu; Hecksher, 2019, p. 233).

O que corrobora com os dados levantados pelo IBGE (2019), que evidenciam o aumento da expectativa de vida dos brasileiros ao longo dos anos. Desta forma, torna-se imperativo que se avalie outras opções de aposentadoria que possam complementar a aposentadoria oficial do INSS.

2.3 Opções de investimento para aposentadoria

Existem diversas opções de investimentos disponíveis no mercado para complementar ou substituir a aposentadoria. Com o propósito de fornecer informações mais completas e precisas, apresentaremos a seguir a Tabela 2, que contém um breve resumo dessas alternativas.

Quadro 2 – Investimentos disponíveis no mercado

Opções disponíveis no mercado	Descrição
Ações	<p>Conforme a B3 (BRASIL, BOLSA, BALCÃO) as ações são títulos que representam a propriedade de uma fração do capital social de uma empresa, conferindo aos seus detentores o direito a uma participação nos lucros, bem como a possibilidade de exercer influência na gestão da empresa, por meio do direito de voto em assembleias de acionistas. A emissão de ações tem como finalidade captar recursos para o desenvolvimento de projetos que possibilitem o crescimento da empresa. Existem dois tipos de ações: as ordinárias, que conferem direito a voto nas assembleias de acionistas e as preferenciais, que asseguram o recebimento de dividendos em valor acima ao das ações, bem como a prioridade no recebimento de reembolso do capital investido.</p> <p>A fim de assegurar direitos e garantias aos acionistas, a B3, principal bolsa de valores brasileira, utiliza-se de segmentos por níveis que prezam por regras rígidas de governança corporativa, com o intuito de atrair investidores e aumentar a transparência do mercado.</p>
Certificado de Depósito Bancário (CDB)	<p>O Certificado de Depósito Bancário (CDB) é um instrumento de captação de recursos utilizado por instituições financeiras brasileiras, de acordo com o Banco do Brasil (BB), trata-se de um investimento em renda fixa, cuja rentabilidade pode ser prefixada, pós-fixada ou progressiva. Como outros investimentos em renda fixa, o CDB possui um prazo de vencimento, mas pode ser resgatado a qualquer momento pelo investidor.</p>
Fundos de Renda Fixa Simples	<p>Os fundos de renda fixa são caracterizados principalmente pelo tipo de investimento realizado e pelo risco associado. São classificados como tal os fundos que têm pelo menos 80% do patrimônio investido em ativos relacionados à variação da taxa de juros, índices de preço ou ambos. Os títulos de renda fixa são a principal forma de obter essa exposição, através da "compra" desses títulos que consiste em emprestar dinheiro e receber juros no futuro. Os fundos de renda fixa, portanto, compram esses títulos para "emprestar" dinheiro a governos, empresas e bancos e receber juros no futuro, gerando retorno para seus investidores. Eles podem incluir na carteira títulos com maior risco de crédito e usam derivativos apenas para proteger os investimentos (INFOMONEY, 2020).</p>
Fundos de Previdência Privada	<p>Os fundos de previdência privada são uma opção para acumulação de capital para aposentadoria disponibilizada por diversas instituições financeiras. A escolha dos ativos é feita por um gestor e a modalidade é fiscalizada pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP). Durante a vigência do fundo, há duas fases: a de acumulação, na qual o indivíduo</p>

	aporta recursos para constituir o patrimônio e a de usufruto, na qual o patrimônio acumulado é utilizado pelo indivíduo. A fase de usufruto é caracterizada pelo término dos aportes. No Brasil, existem dois tipos de fundos de previdência privada: o PGBL e VGBL (REIS, 2019).
Plano Gerador de Benefícios Livre (PGBL)	Esse é um investimento de longo prazo, onde você determina o valor da contribuição, é um tipo de plano de previdência privada oferecido por algumas instituições financeiras. Ele permite que você faça depósitos periódicos ou únicos, com o objetivo de acumular um valor para a aposentadoria. Uma das vantagens do PGBL é que você pode deduzir os valores que depositou da base de cálculo do imposto de renda (IR), até o limite de 12% da sua renda bruta anual. Ou seja, você paga menos IR no ano em que faz os depósitos. No entanto, é importante lembrar que quando você for receber o benefício na aposentadoria, o IR será calculado em cima do valor total acumulado, incluindo o valor depositado e a rentabilidade gerada (REIS, 2018).
Vida Gerador de Benefícios Livre (VGBL)	É uma modalidade de investimento que oferece ao investidor a possibilidade de acumular recursos a longo prazo para a sua aposentadoria. Ele é semelhante ao Plano Gerador de Benefícios Livre (PGBL), mas com algumas diferenças importantes. Diferentemente do PGBL, o VGBL não oferece benefícios fiscais no momento da declaração do Imposto de Renda (IR). Porém, em contrapartida, no momento de usufruir o benefício, o IR será calculado apenas sobre a rentabilidade do capital investido e não sobre todo o valor acumulado. Além da possibilidade de acumular recursos para a aposentadoria, ele pode ser utilizado como um instrumento de planejamento sucessório, permitindo que o investidor designe beneficiários para receber o montante investido em caso de falecimento (REIS, 2018).
Caderneta de Poupança	A caderneta de poupança é uma aplicação financeira de renda fixa simples e acessível a todos os investidores. Até mesmo os menores de idade podem abrir uma conta, desde que representados ou assistidos por um responsável legal. Para adquirir a caderneta de poupança, é necessário selecionar uma instituição bancária de preferência e fornecer os documentos necessários para a abertura da conta. Após a aprovação, o investidor terá acesso à aplicação. É importante salientar que a rentabilidade da poupança é uniforme em todas as instituições bancárias, logo, a escolha do banco não influencia no retorno do investimento (INFOMONEY, 2022).
Fundos de Investimentos Imobiliários	Os fundos imobiliários se assemelham a outros tipos de fundos de investimentos, pois se constituem na reunião de recursos de diversos investidores que visam aplicar no mercado imobiliário. Ao realizar o investimento, o indivíduo adquire pequenas frações do fundo, denominadas cotas. Com esses recursos, o gestor do fundo imobiliário pode adquirir títulos imobiliários e imóveis, como shoppings, galpões logísticos, lajes corporativas, hospitais e outros empreendimentos do ramo imobiliário. Por meio das cotas, o investidor se torna um pequeno sócio desses empreendimentos e pode receber parte dos lucros provenientes dos aluguéis e se beneficiar da valorização dos imóveis do fundo (XP INVESTIMENTOS, 2022).
Tesouro direto	De acordo com o site Tesouro Direto (BRASIL, Tesouro Nacional), lançado em 2002, o Programa é uma iniciativa do Tesouro Nacional em conjunto com a Bolsa de Valores (B3) que oferece títulos públicos federais para venda online exclusiva a pessoas físicas. A finalidade do Programa é democratizar o acesso aos títulos públicos, possibilitando aplicações a partir de R\$ 30,00, com variedade de rentabilidade (prefixada, ligada à variação da inflação ou à variação da taxa de juros básica da economia - Selic), prazos de vencimento e fluxos de remuneração.

Fonte: Elaborado pelos autores (2023)

2.4 Fundo de investimento imobiliário

No mercado imobiliário, é comum encontrar desafios relacionados ao valor agregado dos empreendimentos, à capacidade de comercialização rápida dos imóveis e à dificuldade em encontrar investidores com recursos financeiros suficientes ou formas de financiamento adequadas para construir e adquirir esses empreendimentos, o que pode resultar em uma pulverização dos ativos (Mota, 2013).

Como apontado por Scolese *et al.* (2015, p. 25) Os investimentos em imóveis, quando realizados diretamente, exigem um elevado desembolso de capital, dado que o valor mínimo de cada investimento normalmente corresponde ao valor total de cada imóvel adquirido. Em concordância com os autores, Malaco (2020) destaca que os FIs, sob a perspectiva do investidor, representam uma opção viável de investimento, considerando o volume inicial necessário para investimento e a garantia representada por um ou mais imóveis. Castro (2012), enfatiza que essa modalidade de investimento permitiu que indivíduos com menor poder aquisitivo pudesse investir em patrimônio sem a necessidade de adquirir ou construir. Nesse contexto, os FIs surgem como uma alternativa de acesso ao pequeno investidor, uma vez que permitem investir no setor imobiliário com um valor relativamente baixo.

Conforme afirmado por Yokoyama (2014), os FIs unem atributos provenientes tanto do mercado imobiliário, que é a fonte dos seus rendimentos, quanto do mercado de capitais, onde são negociados. Ademais, em muitos casos, esses fundos possibilitam a diversificação da carteira de investimentos, com a participação simultânea em diversos imóveis, o que é uma estratégia importante para minimizar riscos e ampliar a rentabilidade dos investimentos (Scolese *et al.*, 2015, p. 25). A relação intrínseca desses fatores foi o estímulo para o surgimento dos valores imobiliários com lastro no mercado imobiliário, conhecido como Fundo de Investimento Imobiliário (FII) (Mota, 2013).

Os FIs foram estabelecidos por lei em 1993 no Brasil, são regulamentados pela legislação brasileira a partir da década de 90, por meio da Lei Nº 8.668/93, especificamente pela Instrução Nº 472/08, emitido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2010).

A CVM (2010) define que um fundo de investimento imobiliário é um conjunto de recursos financeiros arrecadados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários, com o objetivo de serem investidos em empreendimentos imobiliários. Esse tipo de fundo é estruturado como um condomínio fechado, vedado o resgate de cota, com duração de prazo determinado ou indeterminado, sendo administrado por

instituições financeiras e regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A venda de cotas de Fundos de Investimento Imobiliário é a única forma de um investidor se desfazer de sua posição. A venda pode ocorrer na Bolsa de Valores ou no mercado de balcão, desde que o fundo esteja registrado para negociação na Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa) ou na Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (Cetip). No entanto, é importante ressaltar que a liquidez do mercado está concentrada na Bolsa, que tem respondido por cerca de 90% do volume negociado de cotas de FII desde 2009 (ANBIMA, 2014).

Segundo Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA (2014), os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) se tornaram uma fonte importante de financiamento para o setor imobiliário, que representa cerca de 12% do PIB, considerando as atividades imobiliárias e da construção civil. Essa nova opção de investimento se soma às tradicionais operações de crédito e aos diversos instrumentos do mercado de capitais, ampliando as possibilidades de acesso a recursos financeiros para o setor, com a possibilidade de investir em diversos segmentos do setor imobiliário brasileiro, como empreendimentos comerciais, corporativos, residenciais e industriais, incluindo shoppings centers, galerias, hotéis e edifícios residenciais, entre outros (ANBIMA, 2014).

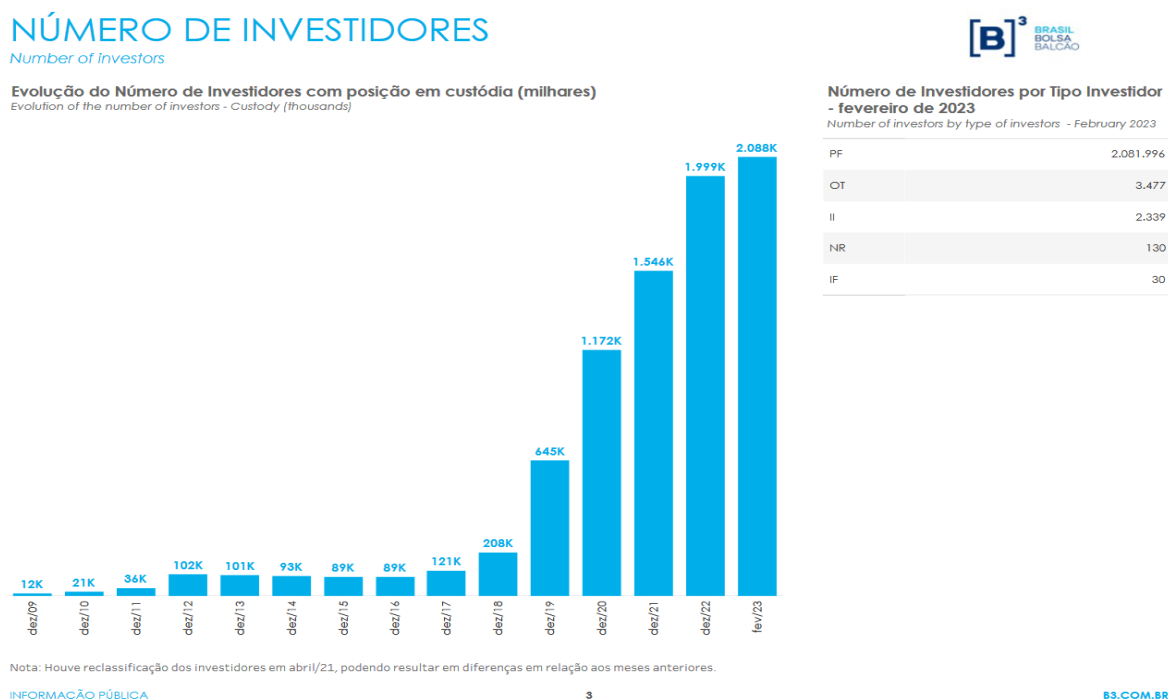
Com esse novo instrumento de investimento, a aquisição de cotas de FIIs se tornou possível o acesso de pequenos e médios investidores ao mercado imobiliário, desde que o público-alvo e o valor mínimo de investimento sejam estipulados pela instituição administradora em conjunto com a líder de distribuição de cotas (CVM, 2010). Ao adquirir cotas do FII, o investidor está comprando uma fração dos empreendimentos imobiliários que o fundo pretende explorar, seja por meio de locação, arrendamento ou venda. Os fundos imobiliários passaram a reunir os recursos arrecadados e investir em um ou mais empreendimentos imobiliários, que compõem sua carteira, ou ainda, em ativos financeiros com lastro nesse setor (CVM, 2010).

O interesse pelo investimento indireto em empreendimentos imobiliários tem aumentado significativamente ao longo dos anos por investidores pessoas físicas (PF) no Brasil. Os investidores buscam diversificar sua carteira e obter renda constante através dos aluguéis recebidos. Muitos investidores acreditam que esse tipo de investimento é seguro e apresenta baixa volatilidade, se comparado com outros ativos de renda variável, como a bolsa de valores (Scolese *et al.*, 2015, p. 25).

3. Análise técnica de mercado dos fundos imobiliários

Conforme dados extraídos do boletim mensal de fevereiro de 2023 emitido pela B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), a bolsa de valores brasileira, observa-se na Figura 1 a evolução do número de investidores pessoa física desde dezembro de 2009 a fevereiro de 2023.

Figura 1 – Número de Investidores B3 – Período dez/2009 a fev/2023



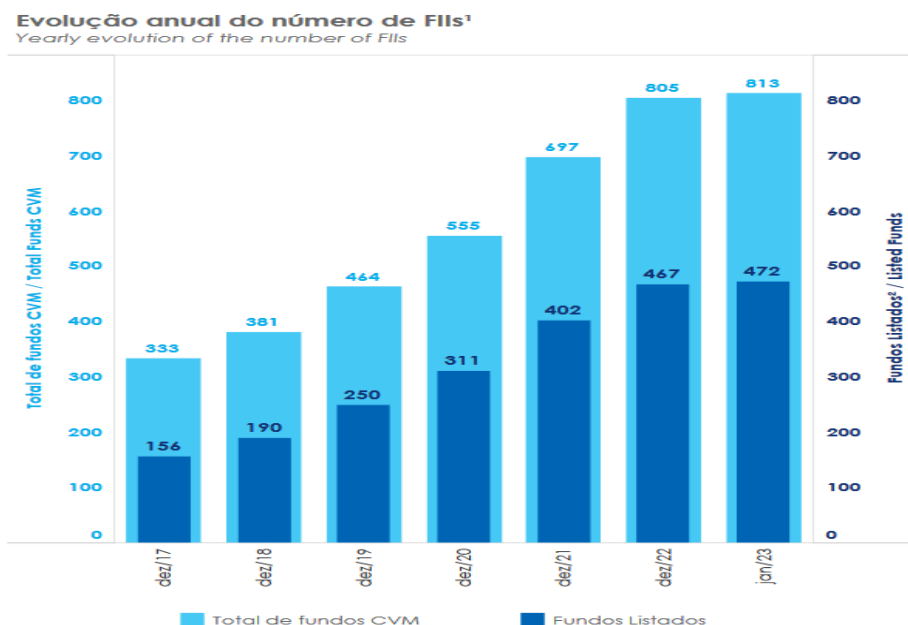
Número de Investidores por Tipo Investidor - fevereiro de 2023
Number of investors by type of investors - February 2023

PF	2.081.996
OT	3.477
II	2.339
NR	130
IF	30

Fonte: B3 Boletim Mensal Fundos Imobiliários (FIIs)

Saindo de doze mil (12.000) investidores em 2009 para dois milhões e oitenta e oito mil (2.088.000) investidores em fevereiro de 2023. Seguindo pelo número total de fundos pela CVM, representado na Figura 2.

Figura 2 – Evolução anual do número de FIIs listados e não listados B3 – Período dez/2017 a jan/2023



Fonte: B3 Boletim Mensal Fundos Imobiliários (FIs)

Ao observar as Figuras 1 e 2 vê-se o aumento expressivo de pessoas nessa classe de ativo e a quantidade de FIs registrados no período. O mercado vem crescendo de forma exponencial, conforme os dados da B3 (2023), os FIs listados tem um patrimônio líquido de R\$ 195 Bilhões com um valor de mercado de R\$ 142 Bilhões referente a janeiro de 2023.

Para facilitar a comparação e promover transparência a ANBIMA criou um modelo de classificação para fundos imobiliários que se divide em dois níveis, sendo o primeiro denominado de “mandato”. O mandato tem a função de determinar o objetivo do fundo, de acordo com a finalidade do investimento realizado (ANBIMA, 2015). Abaixo na Tabela 3 segue as classificações de mandato:

Quadro 3 – Classificação de mandato para Fundos Imobiliários

Classificação	Descrição
Desenvolvimento para renda	Fundos que investem acima de dois terços do seu patrimônio líquido em desenvolvimento ou incorporação de empreendimentos imobiliários em fase de projeto ou construção, com objetivo de gerar renda através de locação ou arrendamento.
Desenvolvimento para venda	Fundos que investem acima de dois terços do seu patrimônio líquido em desenvolvimento de empreendimentos imobiliários em fase de projeto ou construção, com objetivo de vender para terceiros no futuro.

Renda	Fundos que investem mais de dois terços de seu patrimônio líquido em projetos imobiliários já construídos para geração de renda por meio de locação ou arrendamento.
Títulos e valores mobiliários	Fundos que investem mais de dois terços de seu patrimônio líquido em títulos e valores mobiliários, como ações, cotas de sociedades, FIPs e FIDCs.
Híbridos	Fundos que não se enquadram em nenhuma das categorias anteriores, com estratégia de investimento mista e sem concentração específica.

Fonte: ANBIMA - Adaptado pelos autores (2023)

O segundo nível classifica o fundo por tipo de gestão: passiva ou ativa. A primeira se refere a fundos que têm sua carteira de investimentos especificada em seus regulamentos ou que buscam acompanhar um indicador do setor. Já a segunda engloba todos os demais fundos que não seguem esses critérios (ANBIMA, 2015).

Os FIIs também podem ser categorizados em onze grupos distintos, tendo como base o objetivo de investimento estabelecido em seus regulamentos. De acordo com Mingione e Britto (2018), é possível destacar as seguintes categorias: agências bancárias, empreendimentos educacionais, híbridos, hospitais, hotéis, lajes corporativas, imóveis do segmento logístico, imóveis residenciais, shoppings, títulos e valores mobiliários, além da opção "outros". Para se enquadrar em cada uma dessas categorias, o fundo deve investir mais de dois terços de seu patrimônio líquido em produtos imobiliários específicos.

3.1 Vantagens e desvantagens dos fundos imobiliários

Conforme destacado pela CVM (2010), as vantagens de investir em Fundos de Investimento Imobiliário (FII) estão apresentados na Tabela 4 a seguir:

Quadro 4 – Vantagens dos Fundos de Investimento Imobiliário

Vantagens	Descrição
Acesso ao Mercado Imobiliário	Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) viabilizam a construção de uma carteira composta por empreendimentos imobiliários ou ativos relacionados a este setor que, devido ao elevado volume de recursos envolvidos, estariam além do alcance de investidores individuais, especialmente aqueles com menor capacidade financeira. Com isso, são ampliadas as opções de investimento disponíveis no mercado imobiliário.
Ganhos de Escala	Ao optar por um investimento em Fundo de Investimento Imobiliário (FII) é viável para o investidor com menor capacidade financeira ter acesso a

	oportunidades de investimento similares às oferecidas a investidores com maior poder de investimento. Isto se dá em razão da soma dos recursos aportados pelos diversos investidores no FII, que proporciona ao fundo uma maior capacidade de negociação. Ademais, os custos da administração dos investimentos do fundo são distribuídos entre todos os cotistas, proporcionalmente às suas participações, gerando economia de escala.
Diversificação	Os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) constituem uma possibilidade de diversificação de investimentos, em virtude de seus rendimentos serem diretamente associados ao desempenho do mercado imobiliário. Os FIIs apresentam a vantagem de integrar benefícios do mercado de valores mobiliários ao investimento no segmento imobiliário, visto que permitem a aquisição de ativos financeiros que correspondem à propriedade de bens imóveis.
Simplificação	O investidor que opta por aplicar em FII não precisa se preocupar com os procedimentos burocráticos, tais como obtenção de certidões, escrituras, recolhimento do Imposto sobre a Transmissão de Bens Imóveis - ITBI e outras despesas, uma vez que essas obrigações são de responsabilidade do Administrador do Fundo. Além disso, o investidor não é responsável diretamente pela manutenção, conservação e reparos dos imóveis. É relevante ressaltar que o Administrador sempre utilizará recursos do Fundo para arcar com quaisquer despesas relacionadas ao cumprimento dessas obrigações.
Possibilidade de Fracionar o Investimento	Na hipótese de o investidor necessitar fazer uso de parte dos recursos investidos, o investimento em FII apresenta uma vantagem em relação ao investimento direto em imóveis. Isso ocorre porque, no investimento em imóveis diretamente, o investidor precisaria liquidar todo o seu investimento para obter a quantia necessária. Já no caso do FII, é possível vender no mercado secundário somente a quantidade de cotas suficientes para suprir a sua necessidade de recursos, caso haja disponibilidade de mercado.

Fonte: CVM. Adaptado pelos autores (2023)

Segundo a ANBIMA (2014), outras vantagens que têm atraído tanto pequenos quanto grandes investidores para o investimento indireto em imóveis é o incentivo fiscal oferecido pelos Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs). Esses fundos são isentos de alguns impostos, como PIS, COFINS e Imposto de Renda, embora haja incidência de IR sobre as aplicações em caixa do fundo.

De acordo com a Lei Nº 11.196/05, promulgada em 21 de novembro de 2005, há incidência de Imposto de Renda (IR) na fonte sobre os rendimentos de Fundos de Investimento Imobiliário (FII), com alíquota de 20%. A responsabilidade pelo recolhimento desse imposto é do administrador do fundo. No entanto, há isenção de IR na fonte e na declaração de ajuste anual para rendimentos auferidos por pessoas físicas em FII, desde que sejam observados alguns requisitos. O primeiro requisito é: (i) As cotas do fundo sejam admitidas à negociação em bolsa ou balcão organizado, o segundo: (ii) O fundo possua, no mínimo, 50 cotistas e que o cotista seja titular de cotas que representem menos de 10% do total de cotas emitidas. E o terceiro requisito: (iii) As cotas do fundo deem direito ao cotista a receber rendimento inferior a 10% dos

rendimentos totais auferidos pelo fundo, “o que representa uma vantagem tributária sobre as demais alternativas de investimento da mesma natureza” (MOTA, 2013, p. 19), em concordância com os autores Baroni e Bastos (2018, p. 70), a isenção de imposto sobre os rendimentos auferidos representa uma vantagem significativa para os fundos imobiliários em comparação ao investimento direto em imóveis. Tal benefício fiscal torna mais acessível a possibilidade de se viver de renda ou complementar a renda mensal.

No entanto, para que o fundo possa desfrutar do benefício fiscal, ele precisa distribuir pelo menos 95% de seu lucro aos cotistas a cada seis meses, “porém, na sua maioria, os gestores optam por distribuições mensais.” (Serra; Moraes; Fávero, 2017, p. 235). Além disso, o fundo não pode investir mais de 25% de seu patrimônio em empreendimento imobiliário com pessoas a ele ligadas (ANBIMA, 2014).

Nos fundos de investimento imobiliário, assim como em outras modalidades do mercado financeiro, existem diversos riscos que podem afetar o desempenho da aplicação. Para garantir a transparência e orientar os investidores, é obrigatória a apresentação dos fatores de risco no regulamento e prospecto do fundo. A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) descreve os principais riscos associados a esse segmento da indústria, ressaltando que há uma forte correlação entre eles. (ANBIMA, 2014).

Com o intuito de oferecer maior clareza e compreensão acerca dos riscos associados aos Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs), apresenta-se na Tabela 5 os principais riscos envolvidos neste segmento de investimento.

Quadro 5 – Riscos associados aos Fundos de Investimento Imobiliário

Riscos	Descrição
Riscos macroeconômicos	Os FIIs estão diretamente relacionados aos setores que são influenciados pelo crescimento econômico e portanto, são suscetíveis a riscos decorrentes da desaceleração econômica, como o desemprego, a redução da renda e a restrição de crédito. A queda na demanda por novos imóveis, redução do interesse por renovações ou novos contratos de aluguel e aumento nos níveis de inadimplência dos contratos de locação são alguns dos efeitos sobre os setores em que estão empreendendo. Além disso, a trajetória dos juros também é um fator de risco, pois seu aumento reduz a atratividade das cotas de FIIs em relação a outros ativos financeiros, tornando ativos menos arriscados relativamente mais rentáveis.
Risco de crédito	No contexto da estratégia de renda de FIIs, além do risco de redução da capacidade de pagamento dos locatários, existe o risco de crédito no âmbito da estratégia financeira, associado ao não pagamento dos devedores em uma carteira composta por títulos de dívida privada. Ademais, alterações na percepção da qualidade do crédito dos emissores podem afetar o preço desses títulos e por consequência, a rentabilidade das carteiras que os detêm.

<p>Riscos de mercado</p>	<p>Os fundos que investem em ativos financeiros, incluindo aqueles de origem imobiliária, estão sujeitos a mudanças nas condições de mercado que podem afetar o valor de suas cotas e seu patrimônio líquido. As variações nos preços dos ativos são refletidas no valor das cotas do fundo por meio da marcação a mercado (MaM) da carteira. A MaM implica registrar os ativos a seus preços de mercado, ou estimativas próximas, considerando a possibilidade de desfazer a aplicação nesses títulos. Conseqüentemente, mesmo que os ativos se mantenham estáveis em relação a juros e principal durante a duração do fundo, as cotas podem sofrer oscilações negativas de preço, afetando a negociação dos investidores que buscam desinvestir. Além disso, os fundos enfrentam riscos de crédito decorrentes do não pagamento de devedores em carteiras compostas por títulos de dívida privada, o que pode impactar negativamente o preço desses títulos e a rentabilidade da carteira.</p>
<p>Risco de liquidez</p>	<p>A venda de suas cotas tende a ser mais rápida em comparação à venda de um imóvel físico. No entanto, há uma possibilidade real de que o investidor não consiga vender suas cotas imediatamente após a decisão de desinvestimento. Isso ocorre porque a venda de cotas de fundos imobiliários só pode ser realizada no mercado secundário, já que o resgate das cotas não é permitido. O risco de falta de liquidez está sempre presente e é ampliado em momentos de estresse no mercado financeiro, quando os investidores tendem a buscar ativos mais seguros. Se houver falta de liquidez, o valor das cotas será afetado negativamente, resultando em perda de capital para os investidores que optarem por vender suas cotas neste momento.</p>
<p>Risco de vacância</p>	<p>O risco de vacância é uma das principais preocupações no investimento em fundos imobiliários, já que a desocupação de um imóvel pode afetar negativamente a rentabilidade do fundo até que um novo locatário seja encontrado. Tal ausência pode ser causada por dificuldades em encontrar o locatário ideal ou problemas estruturais, como a desvalorização do bairro ou problemas urbanísticos. O risco de vacância é problemático, pois propriedades não ocupadas interrompem o processo de geração de receitas e aumentam os custos do fundo, já que as despesas de condomínio e impostos sobre a propriedade são de responsabilidade do locatário. Propriedades modernas e de padrão elevado, como os escritórios e lajes corporativas triple A, apresentam menor risco de vacância devido a contratos de locação mais longos e a custos associados à mudança física do local de negócio, o que torna menos provável a rescisão ou não renovação do contrato.</p>
<p>Variação de preço dos imóveis</p>	<p>Este risco pode afetar diretamente os fundos de desenvolvimento e indiretamente os de renda, pois a queda no preço dos imóveis tende a reduzir o valor dos aluguéis. As causas desse risco incluem flutuações cíclicas do mercado imobiliário e fundamentos da propriedade, como a depreciação do imóvel e a perda do potencial econômico da região. Além disso, a demanda flutuante por imóveis e a sobrevalorização podem gerar distorções de preços que prejudicam os negócios no momento do ajuste do mercado.</p>
<p>Risco de desenvolvimento imobiliário</p>	<p>O processo de incorporação de um imóvel apresenta diversos riscos que podem afetar o desenvolvimento da obra. Esses riscos incluem a complexidade burocrática do processo cartorário, os atrasos na obtenção de documentos e licenças, incluindo os ambientais, além dos riscos orçamentários e de conclusão da obra. Outros fatores que podem influenciar o desenvolvimento do projeto são os atrasos na construção e as variações bruscas dos preços das matérias-primas. Há também os riscos relacionados à <i>due diligence</i>, processo de investigação minuciosa que pode ajudar a evitar problemas futuros.</p>
<p>Riscos de propriedade</p>	<p>Os riscos de propriedade se referem a possíveis perdas econômicas decorrentes de eventos como incêndios, inundações, políticas de zoneamento e desapropriação. Para minimizar esses riscos, é possível recorrer à contratação de seguros específicos para o imóvel.</p>

Risco de concentração da carteira	A concentração de ativos na carteira de um fundo imobiliário pode potencializar os riscos aos quais ele está exposto. Um exemplo disso é um fundo que tenha poucos locatários, o que aumenta a probabilidade de vacância e torna-o mais dependente da qualidade financeira de seus inquilinos. De maneira similar, um fundo concentrado em uma única incorporação tende a apresentar riscos elevados de desenvolvimento e de desvalorização dos imóveis.
Riscos regulatórios e jurídicos	Por ser um mercado em fase inicial de desenvolvimento, o que traz a possibilidade de surgimento de mudanças regulatórias e novas exigências que podem gerar custos no curto prazo. Apesar de serem medidas que tendem a melhorar este segmento da indústria financeira, é preciso considerar que elas podem trazer impactos significativos. Uma eventual mudança na estrutura de isenção tributária pode afetar a demanda de pessoas físicas, gerando desinvestimentos e reduzindo os preços e a liquidez do mercado. Além disso, a divergência na interpretação das normas contábeis e tributárias é um fator comum que pode eventualmente tornar-se objeto de disputa jurídica. É importante ressaltar que até então não há uma jurisprudência consolidada sobre questionamentos associados aos fundos imobiliários, o que pode dificultar a solução de litígios. Contudo, com o crescimento da indústria, esses riscos tendem a se reduzir, uma vez que haverá maior experiência na interpretação das normas contábeis e tributárias e conseqüentemente, uma redução na ocorrência de disputas jurídicas.
Riscos do setor real imobiliário e de construção civil	Os efeitos que as mudanças regulatórias e tributárias nos setores imobiliário e de construção civil podem ter sobre as carteiras de ativos desses segmentos. Essas mudanças podem impactar significativamente a rentabilidade dos fundos imobiliários e conseqüentemente, a remuneração dos cotistas. Além disso, a incerteza regulatória pode aumentar a volatilidade do mercado, tornando a gestão dos fundos mais complexa. Portanto, é fundamental que os gestores de fundos imobiliários estejam atentos às possíveis mudanças regulatórias e tributárias e adotem medidas para mitigar os riscos associados a esses fatores.

Fonte: ANBIMA. Adaptado pelos autores (2023)

3.2 Comparação com outras formas de investimento

Como apontado por Mota (2013), a aplicação em poupança permanece como o principal concorrente para os Fundos de Investimento Imobiliário. Esse cenário é explicado pelo fato de, ao longo dos anos de 2012 e 2013, a poupança ter registrado recordes de volumes de depósitos mensais. A remuneração da caderneta de poupança sofreu redução, passando de 6% a.a. para 70% da taxa Selic, sempre que ficar até 8,5% a.a. ou abaixo desse patamar. Quando a Selic se aproxima de 8%, o ganho do poupador é menor, uma vez que a remuneração da poupança fica em 5,6%, inferior à remuneração anterior (6% a.a. + a variação da TR (Taxa Referencial)).

A remuneração da caderneta de poupança vem apresentando queda gradual, o que pode representar um problema para investidores que a utilizam como principal opção de investimento. Além de proporcionar uma rentabilidade inferior em

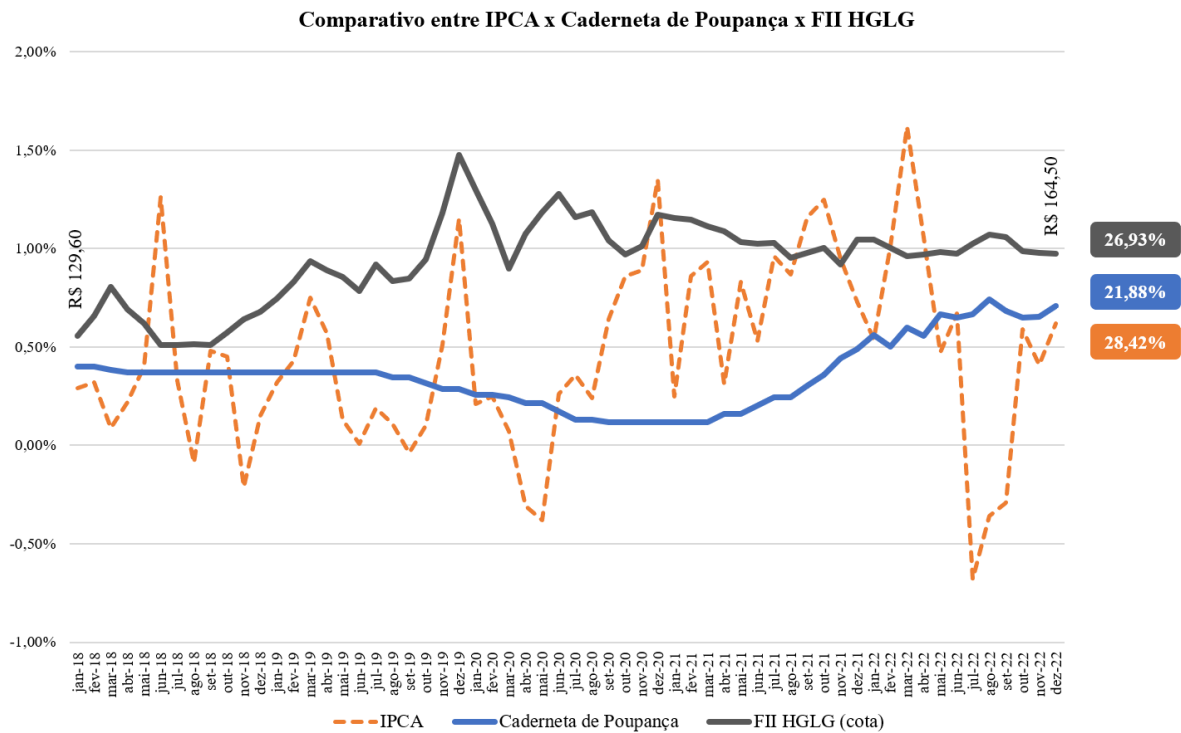
comparação a anos anteriores, essa diminuição pode resultar em uma perda real de poder de compra ao longo do tempo (InfoMoney, 2022).

A flutuação dos preços dos bens e serviços na economia é responsável pelo surgimento da inflação (IPCA), que resulta na desvalorização do dinheiro. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) é uma métrica que avalia as flutuações de preços de uma cesta de produtos e serviços vendidos no comércio varejista, sendo reconhecido como o indicador oficial de inflação no Brasil (IBGE, 2023).

Nesse sentido, uma das justificativas para os indivíduos investirem no mercado financeiro é a proteção de suas economias contra a inflação. Contudo, os rendimentos oferecidos por investimentos como a caderneta de poupança estão se aproximando e em alguns casos, ficando abaixo da taxa de inflação. Se esse cenário se estender por um longo período, o investidor pode experimentar uma redução do seu poder de compra, ou seja, não será capaz de manter o nível de consumo no futuro, em virtude da desvalorização do dinheiro ao longo do tempo (INFOMONEY, 2022).

Com base nos dados coletados, foram calculados a rentabilidade da Caderneta de Poupança e o FII CSHG Logística (HGLG) no período do estudo analisado, dispostos no Gráfico 1 abaixo:

Gráfico 1 – Variação percentual entre IPCA x Caderneta de Poupança x FII HGLG11 – Período jan/2018 a dez/2022



Fonte: *Credit Suisse Hedging-Griffo*; Brasil Indicadores. Adaptado pelos autores (2023)

Conforme destacado por Baroni e Bastos (2018, p. 47), a rentabilidade representa o retorno obtido a partir do capital investido. No caso dos fundos imobiliários, tal rentabilidade pode se originar de duas formas distintas, a saber:

- (i) a primeira se dá por meio do recebimento de aluguéis;
- (ii) a segunda é fruto da valorização do patrimônio, que resulta em ganhos de capital.

Nos fundos imobiliários, a valorização do imóvel é geralmente refletida no valor da cota. É importante ressaltar que a rentabilidade total dos FIIs consiste na soma dos rendimentos distribuídos e do ganho de capital.

Para esta análise, o estudo está dividido em duas etapas:

- (i) Foi considerado um valor de investimento único, com base em 50 cotas do FII HGLG a R\$ 129,60 referentes ao período analisado, totalizando R\$ 6.480,00. Esse valor foi utilizado como base de comparação com a mesma quantia investida na Caderneta de Poupança;
- (ii) Por fim, foi determinado o retorno real, isto é, descontado a inflação (IPCA), utilizando a seguinte equação:

$$\text{Rentabilidade Real} = \frac{(1 + \text{rendimentos})}{(1 + \text{inflação})} - 1$$

Considerando a rentabilidade da Caderneta de Poupança no período analisado, chegou-se ao seguinte resultado:

$$\text{Rentabilidade Real} = \frac{(1 + 21,88\%)}{(1 + 28,42\%)} - 1$$

$$\text{Rentabilidade Real} = \frac{(1 + 0,2188)}{(1 + 0,2842)} - 1$$

$$\text{Rentabilidade Real} = \frac{1,2188}{1,2842} - 1$$

$$\text{Rentabilidade Real} = 0,9490 - 1$$

$$\text{Rentabilidade Real} = -0,051$$

$$\text{Rentabilidade Real} = -5,1\%$$

No final do período é possível observar que a Caderneta de Poupança demonstra uma perda do poder de compra, apresentando uma rentabilidade negativa.

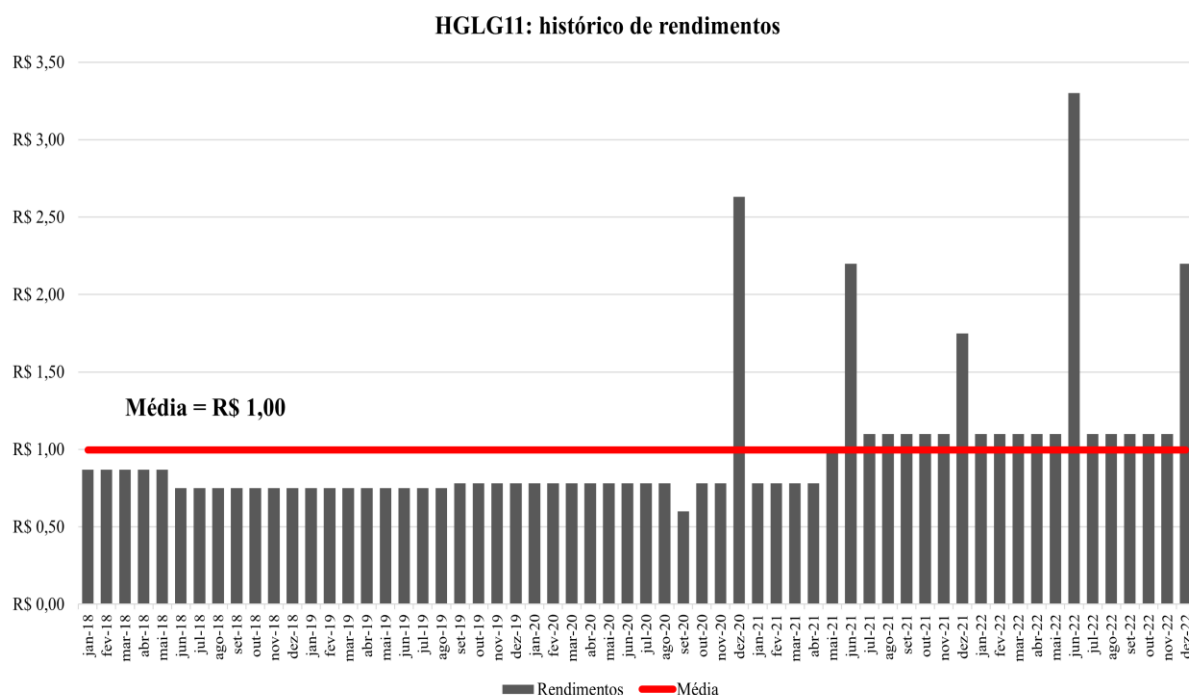
Para chegar na rentabilidade total do FII HGLG, temos que considerar, além da rentabilidade da cota que foi apresentado no Gráfico 1, a rentabilidade dos rendimentos distribuídos no período para depois seguir com o cálculo da rentabilidade real.

Inicialmente, realizou-se o cálculo do *Dividend Yield* (DY), que representa a taxa de retorno do ativo em relação ao valor pago em dividendos sobre o valor unitário da cota. Para tanto, utilizou-se a média de rendimentos obtida no Gráfico 2 sobre o valor da cota inicial, chegando-se a um resultado de 0,77%. O cálculo do DY é dado pela fórmula:

$$DY = \frac{(\text{dividendos pagos por cota})}{(\text{valor unitário da cota})} \times 100$$

Na segunda etapa, utilizou-se o resultado obtido de 0,77% e elevou-se ao número de meses referente ao período analisado de 60 meses, obtendo-se um resultado de 58,60%. Com as duas rentabilidades calculadas, obteve-se a rentabilidade total do FII HGLG, que é de 101,30%.

Gráfico 2 – Histórico de rendimentos do FII HGLG11 – Período jan/2018 a dez/2022



Fonte: *Credit Suisse Hedging-Griffo*. Adaptado pelos autores (2023)

Ao aplicar o mesmo cálculo realizado anteriormente para o FII HGLG, obteve-se o seguinte resultado:

$$Rentabilidade Real = \frac{(1 + 101,30\%)}{(1 + 28,42\%)} - 1$$

$$Rentabilidade Real = \frac{(1 + 1,0130)}{(1 + 0,2842)} - 1$$

$$Rentabilidade Real = \frac{(2,0130)}{1,2842} - 1$$

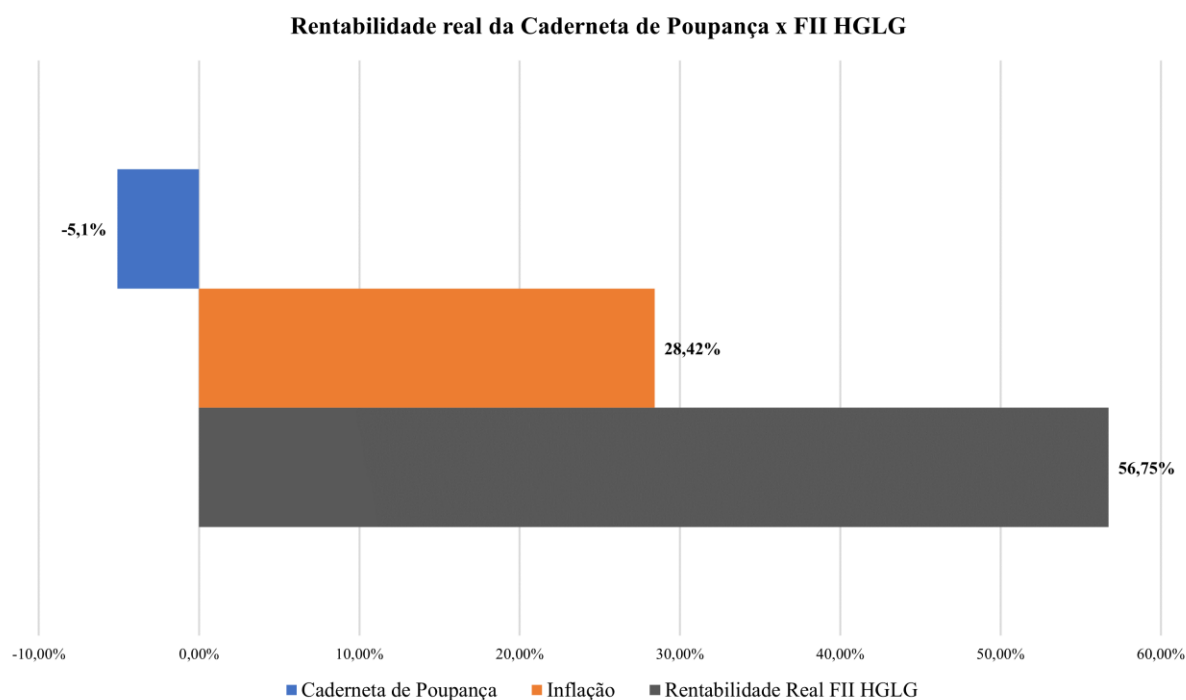
$$Rentabilidade Real = 1,5675 - 1$$

$$Rentabilidade Real = 0,5675$$

$$Rentabilidade Real = 56,75\%$$

A seguir, no Gráfico 3 é apresentado um comparativo dos resultados calculados, entre a Caderneta de Poupança e o FII HGLG.

Gráfico 3 – Comparativo da Rentabilidade real entre Caderneta de Poupança x FII HGLG – Período jan/2018 a dez/2022



Fonte: Elaborado pelos autores (2023)

Ao analisar o Gráfico 3, observa-se que o FII HGLG apresentou uma rentabilidade real superior tanto em relação à caderneta de poupança quanto à inflação no período analisado. Enquanto a caderneta de poupança apresentou um retorno negativo de -5,1%, o FII HGLG obteve uma rentabilidade real de 56,75%.

4. Considerações finais

O presente estudo tem como objetivo analisar a possibilidade de utilização de fundos imobiliários como um complemento de renda passiva em um cenário de crise no sistema de previdência social. Nesse sentido, serão abordados aspectos relevantes relacionados aos riscos, retorno, custos, vantagens e desvantagens dos fundos de investimentos imobiliários.

Constatou-se que o FII HGLG apresentou um retorno real positivo de 56,75%, o que evidencia sua capacidade de proteção contra a inflação devido aos reajustes dos aluguéis. Enquanto a caderneta de poupança apresentou um retorno negativo de -5,1%, o que expressa sua baixa rentabilidade real comparado ao FII, demonstrando a perda do poder de compra a longo prazo. Cabe ressaltar que o período de análise englobou a crise pandêmica da COVID-19, o que pode ter exercido influência nos resultados encontrados, sobretudo no que se refere às fases do ciclo imobiliário.

Conclui-se que a Previdência Social se encontra em uma situação delicada e que tende a se agravar. Considerando a crescente expectativa de vida da população e os diversos fatores que afetam essa tendência, teremos uma menor quantidade de contribuintes, o que torna mais difícil manter o sistema da previdência social de maneira sustentável.

A falta de conhecimento por parte da população nos leva a crer que é passado o momento de disseminar novas propostas para contribuições previdenciárias, com intuito de garantir uma velhice mais tranquila e segura sem necessariamente depender da aposentadoria social.

Com o aumento crescente do número de investidores em Fundos de Investimento Imobiliários (FIIs) na Bolsa de Valores, a liquidez tem aumentado, tornando o mercado mais maduro. Além disso, o valor inicial de investimento e os rendimentos isentos distribuídos mensalmente têm contribuído para o desenvolvimento da indústria de FIIs, apresentando-se como uma opção complementar viável para aposentadoria.

Como sugestão para estudos futuros, é recomendável a utilização de outros indicadores macroeconômicos relevantes para a análise comparativa dos fundos imobiliários. Além disso, sugere-se a ampliação da amostra para incluir outros fundos imobiliários de diferentes segmentos do setor imobiliário brasileiro, bem como a incorporação de períodos amostrais mais extensos para a análise da viabilidade dos FIIs como opção de investimento complementar de renda passiva a longo prazo.

REFERÊNCIAS

ADVOCACIA DIGITAL. 6 problemas que podem acontecer ao solicitar Aposentadoria no INSS 2020. 2020. Disponível em: <https://advogadodigitalbr.jusbrasil.com.br/noticias/802950307/6-problemas-que-podem-acontecer-ao-solicitar-aposentadoria-no-inss-2020>. Acesso em: 14 abr. 2023.

AFONSO, J. R; ABREU, T. F. R; HECKSHER, M. D. **A Baixa e Decrescente Poupança Brasileira (The Low and Descending Brazilian Savings)**. Rochester, NY, 2019. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/abstract=3510064> . Acesso em: 26 mar. 2023.

ALVARENGA, D. Pedido de aposentadoria pela regra 85/95 só pode ser feito até o fim do ano; entenda. **O portal de notícias da Globo (G1)**, 2018. Economia. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2018/10/19/restam-pouco-mais-de-2-meses-para-pedir-aposentadoria-pela-regra-8595-entenda.ghtml>. Acesso em: 1 maio. 2023.

ANBIMA. Estudos especiais – Produtos de Captação. **Fundos de Investimento Imobiliário**. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2014. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/A7/B7/A5/67/9DB675106582A275862C16A8/estudos-especiais-produtos-de-captacao-fundos-de-investimento-imobiliario_1_.pdf. Acesso em: 08 abr. 2023.

_____. **Fundos imobiliários ganham classificação inédita no mercado**. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), 2015. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/fundos-imobiliarios-ganham-classificacao-inedita-no-mercado.htm. Acesso em: 08 abr. 2023.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. São Paulo: Edições 70, 2016.

BARONI, M. e BASTOS, D. **Guia Suno Fundos Imobiliários** - Introdução sobre investimentos seguros e rentáveis. 1. ed. [S.l.]: Editora Vivalendo, 2018. 192 p.

Boletim Mensal Fundos Imobiliários (FIIs). **Bolsa Brasil Balcão (B3)**, 2023. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/4A/B4/94/94/6E1C6810DE2C7168AC094EA8/Boletim%20FII%20-%2002M23.pdf>. Acesso em: 09 abr. 2023.

Bolsa Brasil Balcão (B3), [s.d]. Ações. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/acoes.htm. Acesso em: 16 abr. 2023.

BRASIL. Instituto Nacional do Seguro Social – INSS. **Nova Previdência: confira as principais mudanças**. Publicado em 18/11/2019, atualizado em 26/10/2020. Disponível em: <https://www.gov.br/inss/pt-br/assuntos/noticias/nova-previdencia-confira-as-principais-mudancas>. Acesso em: 01 abr. 2023.

BRASIL. **Lei de Benefícios da Previdência Social - Lei 8213/91 | Lei nº 8.213, de 24 de julho de 1991.** Jusbrasil, [S.l.]. Disponível em: <https://presrepublica.jusbrasil.com.br/legislacao/104108/lei-de-beneficios-da-previdencia-social-lei-8213-91#art-52>. Acesso em: 01 abr. 2023.

BRITTO, D. P. DE; MINGIONE, C. **Impacto da Crise de 2014 a 2017 no desempenho dos Fundos de Investimento Imobiliários brasileiros listados em bolsa.** 18ª Conferência Internacional da LARES. Anais... Em: 18ª CONFERÊNCIA INTERNACIONAL DA LARES. São Paulo: Latin American Real Estate Society, 2018. Disponível em: <https://lares.architexturez.net/doc/oai-lares-id-lares-2018-paper-37-britto-mingione>. Acesso em: 08 abr. 2023.

CAMPOS, A. C. **IBGE: esperança de vida do brasileiro aumentou 31,1 anos desde 1940.** Agência Brasil, Rio de Janeiro, 2020. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/geral/noticia/2020-11/ibge-esperanca-de-vida-do-brasileiro-aumentou-311-anos-desde-1940>. Acesso em: 01 abr. 2023.

CASTRO, M. A. F. DE. **Co-integração na indústria de fundos imobiliários no Brasil.** 2012. 52f. Dissertação (mestrado profissional) - Programa de Pós-graduação em Economia, CAEN, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, Ce, 2012. Disponível em: <http://www.repositorio.ufc.br/handle/riufc/5865>. Acesso em: 16 abr. 2023.

CAVALLINI, M. Em meio à reforma da Previdência, aumentam pedidos de aposentadoria; veja o que avaliar antes de dar entrada. **O portal de notícias da Globo (G1)**, 2019. Economia. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2019/08/30/em-meio-a-reforma-da-previdencia-aumentam-pedidos-de-aposentadoria-veja-o-que-avaliar-antes-de-dar-entrada.ghtml>. Acesso em: 14 abr. 2023.

InfoMoney (2022). Como investir em Fundos de Renda Fixa? **InfoMoney**, 8 nov. 2022. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/guias/fundos-renda-fixa/>. Acesso em: 14 abr. 2023.

CREDIT SUISSE. Relatórios Periódicos. São Paulo, 2023. Disponível em: <https://imobiliario.cshg.com.br/central-de-downloads/relatorios-periodicos/hglg/>. Acesso em: 1 maio. 2023.

CREDIT SUISSE. Rendimentos. São Paulo, 2023. Disponível em: <https://imobiliario.cshg.com.br/nossos-fiis/rendimentos/>. Acesso em: 1 maio. 2023.

CVM. Portal do Investidor. **Caderno 6: fundos de investimento imobiliário.** Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2010. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/cadernos/cvm-caderno-6.pdf/view>. Acesso em: 01 abr. 2023.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002. Disponível em: <https://docente.ifrn.edu.br/mauriciofacanha/ensino-superior/redacao-cientifica/livros/gil-a.-c.-como-elaborar-projetos-de-pesquisa.-sao-paulo-atlas-2002./view>. Acesso em: 22 maio 2023.

GONZAGA, R. D. **Um Estudo de Caso para Previdência Privada Complementar**. Revista de Finanças Aplicadas, v. 1, n. 0, p. 20, 2012. Disponível em: <http://financasaplicadas.fia.com.br/index.php/financasaplicadas/article/view/124>. Acesso em: 26 mar. 2023.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Em 2019, expectativa de vida era de 76,6 anos | **Agência de Notícias**, 2020. Disponível em: <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/29502-em-2019-expectativa-de-vida-era-de-76-6-anos>. Acesso em: 14 abr. 2023.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Inflação, 2023. Disponível em: <https://ibge.gov.br/explica/inflacao.php>. Acesso em: 30 abr. 2023.

IPCA: Valor atual, acumulado e histórico do índice. **Brasil Indicadores**, 2023. Disponível em: <https://brasilindicadores.com.br/ipca/>. Acesso em: 1 maio. 2023.

Lei Ordinária nº 11.196, de 21 de novembro de 2005. Institui o Regime Especial de Tributação. **JusBrasil**. Disponível em: <https://presrepublica.jusbrasil.com.br/legislacao/96277/lei-11196-05>. Acesso em: 09 abr. 2023.

MALACO, A. S. **Uma análise da relação do desempenho de fundos imobiliários lastreados em shopping centers com variáveis macro e microeconômicas**. 2020. 32f. Tese (Mestrado em Administração). Centro Universitário Álvares Penteado, São Paulo, 2020. Disponível em: <http://tede.fecap.br:8080/handle/123456789/834>. Acesso em: 16 abr. 2023.

MOTA, R. R. **A evolução do mercado de fundos de investimento imobiliários no brasil no período de 1994 a março/2013 e a utilização dessa alternativa de investimento para o investidor pessoa física no brasil**. Brasília, DF, 2013. Disponível em: https://repositorio.unb.br/bitstream/10482/15165/1/2013_RonaldoRodriguesMota.pdf. Acesso em: 08 abr. 2023.

PAIXÃO, L. A. **A previdência complementar fechada: uma visão geral**. 2006. 31 f. Brasília, 2006. Disponível em: <https://fernandonogueiracosta.files.wordpress.com/2010/03/spc-uma-visao-geral.pdf>. Acesso em: 16 abr. 2023.

InfoMoney (2022). Poupança: entenda como funciona o rendimento e saiba quando deixar de lado. **InfoMoney**, 8 nov. 2022. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/guias/poupanca/>. Acesso em: 16 abr. 2023.

Brasil Indicadores (2023). Poupança: Rendimento hoje, acumulado e histórico. Poupança. Disponível em: <https://brasilindicadores.com.br/poupanca/>. Acesso em: 1 maio. 2023.

REIS, T. Fundo de previdência: saiba como funciona esse tipo de fundo. **Grupo Suno**, 2019. Suno Artigos. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/fundo-previdencia/>. Acesso em: 16 abr. 2023.

REIS, T. PGBL: o que é? Como funciona o Plano Gerador de Benefício Livre? **Grupo Suno**, 2019. Suno Artigos. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/pgbl/>. Acesso em: 16 abr. 2023.

REIS, T. VGBL: tudo sobre o que é e como funciona. **Grupo Suno**, 2018. Suno Artigos. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/vgbl/>. Acesso em: 16 abr. 2023.

SCOLESE, D. et al. **Análise de estilo de fundos imobiliários no brasil**. Revista de Contabilidade e Organizações, v. 9, n. 23, p. 24–35, 21 abr. 2015. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rco/article/view/83452>. Acesso em: 26 mar. 2023.

SERRA, R. G.; DE MORAES, A. V.; FÁVERO, L. P. L. **Fundo De Investimento Imobiliário: Uma Alternativa Para Diversificação**. Revista de Administração da Unimep, vol. 15, núm. 4, setembro/dezembro - 2017, pp. 229-252. Universidade Metodista de Piracicaba. São Paulo, Brasil. Disponível em: <https://redalyc.org/pdf/2737/273754209010.pdf>. Acesso em: 14 abr. 2023.

SILVA, L. L. DA; COSTA, T. DE M. T. DA. **A Formação do Sistema Previdenciário Brasileiro: 90 anos de História**. Administração Pública e Gestão Social, p. 159–173, 8 ago. 2016. Disponível em: <https://periodicos.ufv.br/apgs/article/view/4896>. Acesso em: 26 mar. 2023.

EXPERT (2024). Tudo sobre Fundos Imobiliários (FIIs): conheça e invista em imóveis. **XP Investimentos**, 2022. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/aprenda-a-investir/relatorios/fundos-imobiliarios/>. Acesso em: 16 abr. 2023.

YOKOYAMA, K. Y. **OS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO LISTADOS EM BOLSA E AS VARIÁVEIS QUE INFLUENCIAM SEUS RETORNOS**. 2014. 81 f. Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas - Universidade Federal do Espírito Santo – UFES, Vitória, 2014. Disponível em: <https://repositorio.ufes.br/handle/10/1307>. Acesso em: 23 abr. 2023.