

Inspere

Projeto de Pesquisa - Iniciação científica

Aluno: Guilherme Natel Katibe Chukr

Professor: Michael Viriato Araujo

Tema: Finanças

Título: Análise de Fundos Imobiliários de gestão ativa e passiva.

1 - Descrição do problema e revisão da literatura

O retorno esperado das aplicações financeiras é, sem dúvidas, um dos principais elementos que leva ao investimento no mercado de capitais. Todavia, não é apenas esse ponto que interfere na escolha de um portfólio de investimentos, a relação desse fator com o risco também deve ser explorada. Para otimizar esta relação, usa-se o princípio da diversificação, que tem como objetivo diminuir a variância da carteira. A diversificação age minimizando os riscos específicos dos ativos, não precificados pelo mercado (Markowitz 1952). Sendo assim, seria possível maximizar o retorno dado um determinado risco (Sharpe 1964).

Os Fundos de investimentos imobiliários (FIIs) são uma das diversas classes de ativos que podem ser usados para alcançar esse objetivo. Esta classe de ativo pode ser separada em gestão ativa e passiva. Na primeira, o administrador do fundo possui maior liberdade na sua condução, além de buscar maiores retornos (superar um determinado benchmark), entretanto, cobra maiores taxas de gestão. Por outro lado, o administrador de um fundo passivo, visa se equiparar a um determinado índice e, sendo assim, o gestor é menos pressionado e acaba cobrando taxas menores.

Tendo estas informações em mãos, é possível afirmar que fundos ativos cobram maiores taxas pois espera-se que os administradores acrescentem valor ao investimento. Entretanto, segundo Gruber (1996), em média, essa classe de ativos possui uma menor rentabilidade quando comparados com fundos de administração passiva. Outro ponto a ser explorado é o retorno de longo prazo destes fundos, uma vez que retornos anormais em um ano possuem baixa relação com retornos excessivos subsequentes (Carhart 1997b). Contrapondo estas ideias, Gross and Stiglitz (1980) desenvolveram uma tese na qual os administradores de fundos possuem mais informações sobre ativos e timing de transação, propondo uma ideia de que fundos de gestão ativa deveriam possuir um maior retorno.

Por mais que haja um grande debate sobre a forma de gestão, fundos imobiliários ativos vem se sobressaindo nos últimos anos. Em 2018, cerca de 66% dos FIIs da bolsa brasileira

eram de gestão ativa, em comparação com os 54% de 2015 (ANBIMA). Este aumento pode ser explicado pelo fato de que os ativos dos fundos imobiliários não são negociados na bolsa, por mais que sejam avaliados periodicamente. Esses dois pontos somados podem corroborar para que as informações sejam menos transparentes e, por consequência, administradores com mais autonomia tendem a adicionar mais valor em relação a outros fundos. A facilidade que os gestores desse setor possuem para adquirir informações sobre as avaliações dos ativos é documentada por Damodaran and Liu (1993).

2 – Objetivo

O objetivo desta pesquisa é investigar se os administradores de investimentos adicionam valor aos fundos de investimento imobiliário no âmbito brasileiro, além de analisar o trade-off enfrentado pelo investidor ao escolher determinada forma de gestão. Por fim, ter como resposta se o aumento da quantidade de FIIs de gestão ativa no mercado de capitais brasileiro pode ser justificado pela capacidade que esses fundos possuem de alcançar os benchmarks determinados e superar os retornos quando comparados com FIIs passivos.

3-Metodologia

O projeto será efetuado por meio de um estudo minucioso da bibliografia apresentada sobre o tema de fundos imobiliários do mercado brasileiro, juntamente com uma comparação em relação a fundos internacionais. Logo após, será feita uma análise mais profunda sobre os fatores que diferenciam os FIIs de outros fundos de investimento para que Damodaran and Liu (1993) tenham documentado que administradores deste ramo adicionam mais valor aos seus fundos, quando comparados com outros.

Em seguida, haverá a coleta de dados a respeito do retorno mensal de cada FII que serão retirados da BMF&BOVESPA e da Economática. A partir da obtenção dos dados, será feita uma filtragem para que seja possível comparar seus retornos mensais com o Índice de Fundos de Investimento Imobiliários (IFIX). Após a aplicação do filtro, ocorrerá uma análise do período utilizado a partir do Modelo de Índice simples (Sharpe 1964)

$$R_{i,t} - R_f = \alpha_i + \beta_i (R_{M,i} - R_f) + \gamma_i + \varepsilon_i$$

$R_{i,t}$ é o retorno do fundo i no período t ;

R_f é o retorno da taxa livre de risco, baseando-se na taxa SELIC do mês;

$R_{M,i}$ é o retorno do IFIX no período analisado;

α_i é o retorno o extra mercado no período analisado;

β_i representa a exposição do ativo i em relação ao mercado;

γ_i indica se o ativo possui gestão ativa ou passiva.

O modelo de índices permite uma maior precisão ao atribuir o retorno observado do fundo analisado ao movimento do mercado ou ao valor adicionado pelos administradores, possibilitando uma comparação entre FIIs ativos e passivos, baseando-se em retornos passados. Posteriormente, será testada a capacidade preditiva deste modelo, para tal serão utilizados métodos estatísticos que buscam validar a relevância de cada uma das variáveis explicativas dentro do modelo, focando na modo de administração do fundo.

4- Resultados esperados

Através dos modelos utilizados, espera-se que seja possível ponderar o peso do modo gestão nos retornos provenientes dos FIIs. Sendo assim, será viável comparar os resultados com as pesquisas de Damodaran and Liu (1993) e Gruber (1996). Ademais, a pesquisa tem foco no mercado de capitais brasileiros, fator que pode diferenciar os resultados obtidos entre as pesquisas.

5- Bibliografia

Ross, Stephen A. (1977). *The Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

Sharpe, William F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance*, 19 (3), 425-442

Damodaran, A., & Liu, C. H. (1993). "Insider trading as a signal of private information." *Review of Financial Studies.*" 6(1), 79-119.

Markowitz, H. "Portfolio Selection." *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1. (1952), pp. 77-91.

BODIE, Z; KANE, A.; MARCUS, A. J., *Investimentos* (2014).

Ross, Westerfield, Jaffe e Lamb, *Administração Financeira: Corporate Finance - Versão Brasileira de Corporate Finance.* (1991)

Fiorini, R.M., "Determinantes da rentabilidade dos fundos de investimento imobiliário no Brasil", (2012)

Gruber, M. J. "Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds" *Journal of Finance*, 51 (1996), 783 – 810.

Carhart, M. M. "Mutual Funds Survivorship." Working Paper, Univ of Southern California (1997a), "On Persistence in Mutual Funds Performance". *Journal of Finance* 52 (1997b), 57-82.

Lee, C., Shleifer, A. and Thaler R.H., "Investor sentiment and the closed-end fund puzzle." *The Journal of Finance*, (1991)

Gordon, N. "The Complete Guide to Investing in REITs." (2008).

Block, R. "Investing in REITs Real Estate Investment Trusts" (1998)

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." (2013)

Zweig, M., “An Investor Expectations Stock Price Predictive Model Using Closed-End Fund Premiums.” The Journal of Finance (1973)

6- Cronograma de atividades

Cronograma das Atividades (Jan 2020 – Dez 2020)												
Atividades	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Revisão da literatura	X	X	X									
Estudo sobre a indústria de FIIs			X	X								
Coleta de dados			X	X	X							
Análise dos dados					X	X	X	X	X			
Estimação dos parâmetros								X	X	X	X	
Redação do relatório final										X	X	X