

FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO

LEONY ALEXANDRE GABRIEL SOARES

**O *VALUE RELEVANCE* DAS PROPRIEDADES PARA
INVESTIMENTO E DO VALOR JUSTO EM FUNDOS DE
INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS BRASILEIROS**

**VITÓRIA – ES
2021**

LEONY ALEXANDRE GABRIEL SOARES

**O *VALUE RELEVANCE* DAS PROPRIEDADES PARA
INVESTIMENTO E DO VALOR JUSTO EM FUNDOS DE
INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS BRASILEIROS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante.

Orientador: Fernando Caio Galdi.

**VITÓRIA – ES
2021**

LEONY ALEXANDRE GABRIEL SOARES

**O *VALUE RELEVANCE* DAS PROPRIEDADES PARA
INVESTIMENTO E DO VALOR JUSTO EM FUNDOS DE
INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS BRASILEIROS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 08 de julho de 2021.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. FERNANDO CAIO GALDI
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof. Dr. ANDRÉ AROLDO FREITAS DE MOURA
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Prof. Dr. EDUARDO DA SILVA FLORES
USP

AGRADECIMENTOS

A Deus pelas inúmeras bênçãos recebidas, aos meus pais e familiares por serem minha base, sem vocês eu nada seria.

Ao meu professor orientador Dr. Fernando Caio Galdi pela parceria e colaboração, bem como a todos os outros que me acompanharam durante essa formação.

Em especial ao Dr. Felipe Pontes, que além da orientação durante a graduação teve grande influência no desenvolvimento desta dissertação, e continua tendo significativa influência em minha jornada profissional. Obrigado por me apresentar o mundo das pesquisas científicas e consequentemente me capacitar a ser um dos ganhadores da Bolsa do Prêmio Excelência Acadêmica da Fucape, sem você eu não estaria aqui.

Ao Sérgio pelo apoio e acima de tudo pela compreensão quando precisei mudar de estado, ao Júlio pela recepção.

À toda equipe da Fucape, coordenação, atendimento, secretaria de pesquisa e biblioteca. Em especial, Lorene, Maria, Ana Rosa, Kamila, Michelle, Andrea, Eliane.

Aos meus amigos Renata, Luana e Wélison que contribuíram para minha integração na instituição. Muito obrigado pelo acolhimento, auxílio e amizade, vocês são incríveis.

Aos meus colegas de classe pela troca de conhecimento e experiências, em especial Coradini, Cris, Ricardo, Vinícius, Cleidiane e Marilza. Foi um prazer compartilhar essa fase da vida com vocês.

RESUMO

Este estudo tem como objetivo apontar as implicações da avaliação a valor justo trazidas pela ICVM 516/2011 no valor de mercado do patrimônio líquido dos FII's brasileiros. Adotou-se o modelo de avaliação de Ohlson para construir dois modelos de regressão. A variação trimestral no valor de mercado da cota foi confrontada com o valor do ajuste a valor justo total e decomposto pelo ativo de origem, a fim de capturar o *value relevance* da informação contábil. Foram encontradas evidências estatísticas de que a reavaliação a valor justo possui relação positiva com o retorno trimestral dos fundos após divulgação do resultado. Os resultados mostram que os números contábeis representados pelo valor justo, especialmente aqueles relacionados a imóveis para investimento, refletem informações relacionadas à avaliação de ativos. Provoca-se ainda a discussão que, de acordo com os requisitos legais da ICVM 516/2011, a decisão de avaliação do valor justo tem relevância para o mercado brasileiro, uma vez que esse método de avaliação tem relação com o desempenho das cotas de FII's.

Palavras-chave: *Value Relevance*; Valor Justo; Fundos de Investimento Imobiliários Brasileiros.

ABSTRACT

This study aims to point out the implications of the fair value valuation brought by ICVM 516/2011 on the market value of the net equity of Brazilian FII's. The Ohlson evaluation model was used to build two regression models. The quarterly variation in the market value of the share was compared with the value of the adjustment to total fair value and broken down by the source asset, in order to capture the value relevance of the accounting information. Statistical evidence was found that fair value revaluation has a positive relationship with the quarterly return of funds after the disclosure of the result. The results show that the accounting numbers represented by fair value, especially those related to investment properties, reflect information related to the valuation of assets. It also provokes the discussion that, according to the legal requirements of ICVM 516/2011, the fair value valuation decision is relevant for the Brazilian market, since this valuation method is related to the performance of FII's shares.

Keywords: Value Relevance; Fair value; Brazilian Real Estate Investment Funds.

SUMÁRIO

Capítulo 1.....	7
1 INTRODUÇÃO	7
Capítulo 2.....	11
2 REFERENCIAL TEÓRICO	12
2.1 <i>VALUE RELEVANCE</i> DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL	12
2.2 MERCADO BRASILEIRO DE FIIS	16
2.2.1. Estudos Anteriores no Brasil.....	21
2.3 MODELOS DE AVALIAÇÃO – CUSTO X VALOR JUSTO	23
2.4 CARACTERÍSTICAS QUALITATIVAS DOS FUNDOS	25
Capítulo 3.....	27
3 METODOLOGIA.....	28
3.1 DESCRIÇÃO DA PESQUISA.....	28
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA.....	28
3.3 PROCEDIMENTOS PARA A COLETA DE DADOS.....	29
3.4 MODELO DE ANÁLISE	30
Capítulo 4.....	32
4 RESULTADOS.....	33
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	33
4.2 ANÁLISE DE REGRESSÃO	39
Capítulo 5.....	43
5 CONCLUSÕES	44
REFERENCIAS.....	46

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

No decorrer da evolução da contabilidade os contadores tiveram que lidar com diversos paradigmas de mensuração e evidenciação do patrimônio que abriram questionamentos quanto à utilidade dos números contábeis (Ball & Brown, 1968).

O questionamento deriva, em parte, do desenvolvimento de práticas contábeis de adaptação para atender a novas situações à medida que elas surgem. Sendo, portanto, o resultado contábil considerado um agregado de componentes que não são homogêneos, definido por Ball e Brown (1968), como o resultado da aplicação de um conjunto de procedimentos a um conjunto de eventos sem outro significado definitivo absoluto.

Vários estudos surgiram nos últimos 50 anos com raízes intelectuais em Ball e Brown (1968), os estudos buscaram preencher lacunas apontadas na década de 60 e que permanecem sendo alvo da pesquisa contábil em mercado de capitais (Kothari & Lima, 2019).

Os cinco principais rumos da pesquisa científica em contabilidade nas últimas 5 décadas, apontados por Kothari e Lima (2019), foram: *information content* (conteúdo/utilidade das informações sobre ganhos e outros números contábeis); a pontualidade dos ganhos e outros números contábeis; a eficiência do mercado em relação aos números contábeis; números contábeis e o ambiente de informações e as propriedades de ganhos anuais e trimestrais e ganhos de previsão.

Seguindo a linha de *information content*, os estudos buscavam responder diversas questões teóricas que se baseavam na utilidade dos números contábeis, a saber: "O valor dos números contábeis é relevante?", "Os números contábeis são

informativos?", "Quais números contábeis são mais informativos sobre os fundamentos das empresas?", "Como a variação do período de medição afeta a associação de retornos?", "Qual a associação de retorno e ganhos em cenários internacionais?" "O conteúdo das informações ou a utilidade das informações de ganhos foram alteradas ao longo do tempo?", "Como os métodos contábeis afetam a utilidade dos números contábeis?" "Como a associação lucro-retorno varia com as características da empresa?" (Kothari & Lima, 2019).

Os pesquisadores examinaram a relação lucro-retorno e estenderam a análise a itens contábeis especiais, custo de reposição e estoques, dividendos, ciclo de vida da empresa, divulgações mais abrangentes sobre lucros e os componentes das demonstrações financeiras e das notas de rodapé que as acompanham, tanto para grandes quanto para pequenas empresas, sugerindo que a relação entre mudanças na informação de lucro e ganhos futuros é positiva (Watts, 1973; Kothari e Lima, 2019).

Mais tarde, uma nova literatura, com essência em Ball e Brown (1968), seria conhecida como "a literatura de *value relevance*", que são estudos projetados para avaliar se determinados valores contábeis refletem as informações usadas pelos investidores na avaliação do patrimônio das empresas. Esses estudos geralmente usam o valor do patrimônio líquido (por exemplo, preço) como variável dependente com variáveis independentes, como ganhos e valores contábeis, juntamente com outros itens ou divulgações das demonstrações financeiras (Kothari & Lima, 2019).

Apesar de vários artigos apontarem a relação das informações contábeis com o movimento no preço das ações, ainda existe uma discussão sobre o poder informativo dessas informações (Basu et al., 2013).

As informações '*value relevant*' se associam estatisticamente ao valor de mercado do patrimônio líquido da firma, ou seja, ao preço das ações (Beisland, 2009).

No caso específico dos fundos de investimento, essa associação estatística deve ser observada entre os valores contábeis e o preço das cotas, que representa o valor de mercado do patrimônio líquido deste segmento.

Dentre as diversas classificações dos fundos, destacam-se os Fundos de Investimento Imobiliários (FIIs), que são formados por grupos de investidores com o objetivo em comum de aplicar seus recursos em negócios de base imobiliária, de modo que possam obter ganhos por meio da locação, venda ou arrendamento dos imóveis, dos rendimentos de títulos e valores mobiliários lastreados em imóveis ou da combinação dessas estratégias.

A legislação que rege a elaboração e publicação de suas demonstrações financeiras é a Instrução Normativa 516/2011 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que dispõe sobre os critérios contábeis de reconhecimento, classificação e mensuração dos ativos e passivos, bem como o reconhecimento das receitas, apropriação das despesas e evidenciação das demonstrações financeiras.

O setor imobiliário é caracterizado pelo uso intensivo de capital, tendo a maior parte dos ativos composta pelas propriedades para investimento. A ICVM 516, portanto, exige que os FIIs adotem o critério de avaliação a valor justo e reavaliem suas propriedades para investimento continuamente (Arts. 6º e 7º).

Atualmente, os cotistas 'pessoa física' são tributados exclusivamente pelo ganho de capital na valorização das cotas. A alíquota é de 20%, de acordo com a legislação brasileira. No entanto, discute-se uma reforma tributária que prevê diminuir essa alíquota de 20% para 15%. Mas em contrapartida, o rendimento proveniente de aluguéis dos empreendimentos, tributado apenas para pessoas jurídicas, passará a ser taxado na pessoa física em 15% (Projeto de Lei nº 2.337/2021). Isso levanta uma discussão profunda a cerca da atual legislação e possíveis impactos neste mercado.

Diante do exposto, é possível inferir que, a forma como a contabilidade está sendo executada, ou seja, o padrão de apuração do lucro adotado pelos contadores pode não refletir a realidade econômica da empresa ou do fundo, perdendo assim seu potencial explicativo.

Esse contexto suscitou o seguinte questionamento: **O critério de avaliação a valor justo das propriedades para investimento em FIs brasileiros contribui para o *value relevance* da informação contábil?**

Para respondê-lo, este trabalho tem como objetivo apontar as implicações da avaliação a valor justo trazidas pela ICVM 516/2011 no valor de mercado do patrimônio líquido dos FIs brasileiros.

Os testes no cenário do mercado de capitais empregam modelos de retorno de ações e modelos de níveis de preços. O primeiro é usado para avaliar o conteúdo de informação e o último para avaliar o *value relevance* da informação (Kang & Zhao, 2010; Dedman, Jiang & Stark, 2017).

Adotou-se o modelo de avaliação de Ohlson (Ohlson, 1995) para construir dois modelos de regressão. Usamos a variação trimestral no valor de mercado da cota como variável dependente e o valor do ajuste a valor justo total (Equação 1) e decomposto pelo ativo de origem (Equação 2) como variáveis independentes, a fim de capturar o *value relevance* da informação contábil.

Foram encontradas evidências estatísticas de que a reavaliação a valor justo possui relação positiva com o retorno trimestral dos fundos após divulgação do resultado e acrescenta à pesquisa de *value relevance*, ao demonstrar que há implicações ao se reavaliar as propriedades para investimento.

Este estudo se justifica pela crescente procura dos investidores por alternativas de investimento mais rentáveis e seguras, juntamente com a demanda por novas classes de ativos e contribui para uma melhor compreensão da relevância dos números contábeis na tomada de decisão desses investidores em um ambiente pouco explorado, o de FIs. Além disso, pode ser usado pelos reguladores para direcionar as futuras diretrizes de avaliação para este segmento.

Os resultados mostram que os números contábeis representados pelo valor justo, especialmente aqueles relacionados a imóveis para investimento, refletem informações relacionadas à avaliação de ativos. Provoca-se ainda a discussão que, de acordo com os requisitos legais da ICVM 516/2011, a decisão de avaliação do valor justo tem relevância para o mercado brasileiro, uma vez que esse método de avaliação tem relação com o desempenho das cotas de FIs.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 *VALUE RELEVANCE* DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

A partir da década de 60, Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) deram início a uma indústria de pesquisa no mercado de capitais, ambos investigando o conteúdo informacional dos números de receita contábil. Observando o número de artigos publicados nos últimos 10 anos (ou seja, 2008–2018), os estudos do tipo “anúncio de resultados” continuam sendo uma área ativa de pesquisa (Kothari & Lima, 2019).

Desde o surgimento da teoria contábil positiva, em 1970, muitos duvidaram se os números contábeis transmitiam informações úteis ou uma avaliação precisa da saúde financeira de uma empresa. Kothari (2001) afirma que houve um crescente interesse dos pesquisadores contábeis em temas como *valuation* e análise fundamentalista, que se utilizam dos demonstrativos contábeis na busca da explicação e avaliação do valor intrínseco da empresa.

A análise fundamentalista implica o uso das informações contábeis atuais e passadas, em conjunto com informações da indústria e dados macroeconômicos para chegar ao valor intrínseco de um investimento. A diferença entre o preço atual e o valor intrínseco é uma indicação das recompensas esperadas para decisões de investimento (Kothari, 2001).

Essas decisões baseadas nos números contábeis traduzem as pesquisas de *value relevance*, que geralmente usam o valor de mercado do patrimônio líquido, ou seja, o preço das ações, como variável dependente e os lucros e números contábeis como variáveis independentes, juntamente com outros itens das demonstrações

financeiras (Barth, Li & McClure, 2019), principalmente no tocante à adoção ao valor justo (Kothari & Lima, 2019).

Kang e Zhao (2010) empregaram os modelos de retorno de ações e de níveis de preços para avaliar o *information content* e o *value relevance* da depreciação para os setores REIT e não REIT. Os autores relataram uma série de descobertas importantes à cerca da potencialidade dos números de despesa e patrimônio.

Várias pesquisas sobre ‘por que os gerentes escolhem os métodos contábeis que fazem?’, ‘por que periodicamente os alteram?’, ‘por que fazem *lobby* por determinadas políticas contábeis?’ e por que fazem as escolhas da política contábil (por exemplo, provisão discricionária) que fazem?’ levaram a vastas literaturas sobre “gerenciamento de resultados” e “qualidade dos resultados” (Kothari & Lima, 2019).

Uma das vias apontadas nos estudos de Kothari e Lima (2019) trata da oportunidade dos lucros contábeis. Partindo do pressuposto de que a maior parte das informações do lucro já está incorporada ao preço no momento do anúncio do resultado e por isso tal informação perde oportunidade, alguns estudos investigaram as “mídias mais rápidas”. Skinner (1994), por exemplo, desenvolveu a justificativa de que o risco de litígio pode induzir os gerentes a divulgar voluntariamente más notícias mais cedo ou mais tarde.

Nesse sentido, Kothari e Lima (2019) apontam que vários pesquisadores estudaram a oportunidade dos números contábeis, como ganhos, de várias perspectivas. O traço comum que liga esses estudos é que eles enfocam nas forças econômicas que moldam os padrões contábeis e o impacto resultante sobre a oportunidade em incorporar boas e más notícias.

Utilizando este conceito, os estudos de Jenkins, Kane e Velury (2009) incluíram medidas de ciclos econômicos, classificados em “expansão” e “recessão”. Segundo

os autores, a relevância dos lucros reportados é realmente maior durante a recessão econômica do que as expectativas de lucros futuros. Por outro lado, verificaram que a relevância dos lucros futuros esperados é maior durante as expansões, período em que a associação entre informações contábeis pelo custo histórico e oportunidades de crescimento futuro provavelmente enfraquece.

Além disso, a demanda por uma contabilidade mais conservadora pelos investidores provavelmente aumenta devido à maior incerteza sobre os resultados futuros. Ser mais conservador implica que as más notícias se refletem nos ganhos de maneira mais oportuna em relação às boas notícias (Jenkins *et al.*, 2009).

Assim, há uma maior desconexão entre os lucros históricos e as oportunidades de crescimento futuro, como resultado, os investidores presumivelmente dependerão mais de fontes de informações não históricas para obter expectativas sobre desempenho e lucros futuros. Como tal, é provável que a relevância do valor do relatório contábil diminua durante as expansões (Jenkins *et al.*, 2009).

Alguns dos trabalhos citados em Kothari e Lima (2019) usam números das demonstrações financeiras para prever mudanças nos lucros e, eventualmente, retornos futuros e, assim, formar posições compradas e vendidas de portfólio. Ainda, acredita-se que informações não financeiras podem formar previsões de mudanças nos lucros futuros além do que é transmitido pelas informações nos lucros correntes, aumentando assim o conjunto de informações com *value relevance* (Ou, 1990).

Expandindo para as características do ambiente de informações, percebeu-se que uma parte significativa das informações contidas nos lucros anuais é incorporada aos preços das ações antes da data de divulgação dos lucros, o que incentivou estudos sobre o 'ambiente informacional pré anúncio de resultados' por vários pesquisadores e verificaram que os preços reagem a características que se baseiam

na listagem em bolsa, no tamanho da empresa e até mesmo em práticas de governança e regulações (Atiase, 1985, 1987).

Inobstante, Beyer *et al.* (2010) analisou os efeitos de uma mudança obrigatória nas exigências de divulgação e constatou que a maioria dos estudos empíricos não incorpora outros aspectos do ambiente de informações corporativas, como a produção de informações por terceiros ou o incentivo à divulgação voluntária de informações.

Para Beyer *et al.* (2010), é provável que um padrão que reduza a capacidade de gerenciar ganhos também reduza a disposição dos gerentes de emitir previsões voluntárias, mas simultaneamente aumenta a informatividade de quaisquer previsões emitidas. Sendo assim, faz-se necessário considerar múltiplos aspectos do ambiente de informações corporativas, a fim de concluir se ele se torna mais ou menos informativo em resposta a uma mudança no ambiente de divulgação.

Recentemente, Badu e Appiah (2018) examinaram em que medida as informações contábeis explicam a variação nos preços das ações das empresas listadas na Bolsa de Gana e descobriram que os lucros explicam uma variação mais alta dos valores do mercado de ações na Bolsa de Gana em comparação com o valor contábil do patrimônio líquido.

No entanto, o estudo constata que o *value relevance* da informação contábil diminuiu significativamente no período 2005-2014, contribuindo para a hipótese de eficiência do mercado, mostrando como os preços das ações refletem as informações contábeis produzidas pelas empresas ganenses.

Em uma avaliação criticamente mais profunda dos estudos de *value relevance* das informações contábeis, Azar, Zakaria e Sulaiman (2019), identificaram que as associações entre números contábeis e avaliações de patrimônio líquido têm implicações ou inferências limitadas para os usuários das informações contábeis.

Segundo os autores, embora existam muitos estudos de *value relevance*, sua assistência aos usuários que precisam de informações qualificadas (relevantes e confiáveis) ainda parece modesta.

2.2 MERCADO BRASILEIRO DE FIIS

O conceito de fundos de investimento imobiliários surgiu na década de 90, com a publicação da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993 e da Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994, com posteriores alterações advindas das Instruções Normativas nº 389, de 3 de junho de 2003; nº 418, de 19 de abril de 2005; nº 455, de 13 de junho de 2007; e nº 472 de outubro de 2008.

Atualmente, a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos FIIs estão dispostas na Instrução Normativa da CVM nº 472 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 e 604/18. Enquanto que os critérios contábeis de reconhecimento, classificação e mensuração dos ativos e passivos, assim como o reconhecimento de receitas, a apropriação de despesas e a evidenciação das demonstrações financeiras dos FIIs são regidos pela Instrução Normativa nº 516 da CVM de 29 de Dezembro de 2011.

Segundo a ICVM 516/11, os FIIs consistem na comunhão de recursos, captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários, destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários (Art. 2º). Nos quais os rendimentos distribuídos são provenientes da locação ou arrendamento de imóveis do seu portfólio, dos juros dos títulos investidos e/ou do ganho de capital obtido na venda dos direitos reais sobre bens imóveis.

Hodiernamente, está em funcionamento cerca de 500 FII's no Brasil, com patrimônio líquido total em torno de 143 bilhões de reais, segundo os dados da CVM¹. Os FII's são regulados, fiscalizados e têm seu funcionamento autorizado pela CVM e são constituídos sob a forma de condomínio fechado, ou seja, as suas cotas não podem ser resgatadas a qualquer momento. Conforme o Art. 2º da ICVM 516/2011, “o resgate só pode ocorrer em caso de liquidação do fundo, deliberada pela assembleia geral de cotistas, ou no término do prazo de duração, quando houver.”

Diferentemente do proprietário de um imóvel, o cotista de um FII não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo. Por conseguinte, ele também não responde pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual do administrador ou relativa aos imóveis integrantes do fundo (Art. 8º).

Os ativos adquiridos pelo fundo são fundamentais na determinação da relação entre risco e retorno. Estes ativos podem ser de diversas naturezas, segundo a regulação vigente, em seu Art. 45º:

Além de poder adquirir direitos reais sobre bens imóveis, o FII pode também ter outros tipos de aplicações, a saber: letras de crédito imobiliário - LCI; letras hipotecárias - LH; cotas de outros FII; certificados de potencial adicional de construção - CEPAC; certificados de recebíveis imobiliários - CRI; cotas de fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC, que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII; além de valores mobiliários de emissores cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII's.

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – AMBIMA classifica os FII's em dois níveis, sendo o primeiro chamado de “Mandato”, o qual determina o objetivo do fundo de acordo com a finalidade do investimento, disposto na Figura 1.

¹ https://cvmweb.cvm.gov.br/swb/default.asp?sg_sistema=fundosreg, acesso em 08/05/2020.

MANDATO	DESCRIÇÃO
Desenvolvimento para renda	Fundos que investem acima de dois terços do seu patrimônio líquido em desenvolvimento/incorporação de empreendimentos imobiliários em fase de projeto ou construção, para fins de geração de renda com 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, para fins de alienação futura a terceiros.
Renda	Fundos que investem acima de dois terços do seu patrimônio líquido em empreendimentos imobiliários construídos, para fins de geração de renda com locação ou arrendamento.
Títulos e valores mobiliários	Fundos que investem acima de dois terços do seu patrimônio líquido em título e valores mobiliários como: ações, cotas de sociedades, FIPs e FIDCs.
Híbridos	Fundos cuja estratégia de investimento não observa nenhuma concentração das classificações anteriores.

Figura 1: Classificação quanto ao Mandato.

Fonte: AMBIMA, disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/fundos-imobiliarios-ganham-classificacao-inedita-no-mercado.htm

Já o segundo nível classifica o fundo por tipo de “Gestão”: sendo passiva, quando as aplicações são realizadas conforme especificado em regulamento ou buscam acompanhar um indicador do setor; e ativa, na qual não há especificações, as decisões de investimentos ficam a critério do gestor.

No tocante à rentabilidade para o investidor, a Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, estabeleceu para os FIIs a obrigatoriedade de distribuição de rendimentos de, no mínimo, noventa e cinco por cento dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa semestralmente.

Posteriormente, em 2005, a Lei 11.196, em seu art. 125, que alterou o art. 3º da Lei nº 11.033/04, determinou que os rendimentos recebidos pelos cotistas Pessoas Físicas serão isentos de Imposto de Renda, quando as seguintes condições forem atendidas, cumulativamente: “I - o quotista beneficiado tiver menos do que 10% das quotas; II - o Fundo tiver no mínimo 50 quotistas; e III - as quotas do Fundo forem negociadas exclusivamente em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.”

Se as condições citadas não forem atendidas, o Imposto de Renda incidirá na alíquota de 20% sobre o rendimento distribuído. Vale ressaltar que eventuais ganhos de capital, obtidos na venda ou no resgate de cotas dos FIs, estão sujeitos à incidência em mesma alíquota de 20% (Guia CVM, 2015).

Contudo, observa-se que grande parte dos FIs distribui, voluntariamente, em periodicidade mensal, o que não os caracteriza como de renda fixa, tanto pelos riscos do empreendimento (inadimplência de um inquilino, vacância de um imóvel entre outros), quanto pelo fato de o valor de mercado de suas cotas oscilar (Guia CVM, 2015).

Explorando com mais profundidade os riscos envolvidos nos investimentos em FIs, podemos destacar alguns principais, segundo o Guia CVM (2015), a saber:

Risco de mercado – eventos externos que podem afetar os fundos que detêm determinados tipos de ativos, ou imóveis localizados em região geográfica específica; Riscos relativos ao mercado imobiliário – uma economia em recessão pode ocasionar a redução na ocupação dos imóveis, e conseqüentemente, a receita do fundo, pela vacância de seus imóveis, mas também pela redução nos valores dos aluguéis; Risco de liquidez – os titulares de cotas de FI podem ter dificuldade em realizar a venda de suas cotas no mercado secundário, visto que sua constituição se dá por meio de condomínios fechados, sem a possibilidade de resgate antecipado; Risco de crédito das aplicações financeiras – as aplicações realizadas no fundo não contam com garantia da administradora, da gestora, dos coordenadores, de qualquer mecanismo de seguro; ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC, podendo ocorrer perda total do capital investido pelos cotistas.

Além dos riscos supracitados, é preciso analisar, também, os custos incorridos neste tipo de investimento, pois eles serão determinantes na rentabilidade auferida pelo investidor. Para negociar as cotas do FII em bolsa ou mercado organizado, o investidor incorrerá em taxas de corretagem, emolumentos, taxa de administração e, em alguns casos, taxas de custódia e de *performance* ou desempenho, tais taxas afetam diretamente o patrimônio do fundo e, conseqüentemente, o valor das cotas.

Há outras despesas que também impactam o patrimônio líquido, tais como: impostos; despesas com o auditor independente, formador de mercado, registro para negociação das cotas em bolsa de valores; comissões pagas sobre compras e vendas de bens do FII; manutenção, conservação e reparos de imóveis integrantes do patrimônio do fundo, entre outras (Guia CVM, 2015). Todos os encargos devem ser analisados criteriosamente, conforme apresentado no prospecto do fundo e nos demonstrativos divulgados periodicamente.

No tocante às exigências de divulgação dos FIIs, podemos classificá-las em periódicas, em que constam os informes mensais, trimestrais, semestrais e anuais; e em eventuais, nas quais estão os fatos relevantes, as decisões da assembleia geral e outros. Dentre as modificações trazidas pela Instrução Normativa CVM nº 472 de 2008, uma série de informações passou a ser divulgadas aos cotistas, permitindo o acesso a dados mais detalhados sobre o desempenho do fundo, pela seguinte periodicidade:

- I – mensalmente, até 15 (quinze) dias após o encerramento do mês, o formulário eletrônico cujo conteúdo reflete o Anexo 39-I;
- II – trimestralmente, até 45 (quarenta e cinco) dias após o encerramento de cada trimestre, o formulário eletrônico cujo conteúdo reflete o Anexo 39-II;
- III – Revogado;
- IV – Revogado;
- V – anualmente, até 90 (noventa) dias após o encerramento do exercício: a) as demonstrações financeiras; c) o relatório do auditor independente; e d) o formulário eletrônico cujo conteúdo reflete o Anexo 39-V;
- VI – anualmente, tão logo receba, o relatório dos representantes de cotistas;
- VII – até 8 (oito) dias após sua ocorrência, a ata da assembleia geral ordinária;

e VIII – no mesmo dia de sua realização, o sumário das decisões tomadas na assembleia geral ordinária (ICVM 472/2008, art. 39).

Dentre as principais mudanças trazidas pela ICVM 571/2015 à ICVM 472/2008, está a transferência das informações iminentemente contábeis para o Informe Trimestral e a manutenção, no Informe Mensal, dos dados relativos à composição da carteira e ao desempenho das cotas no referido mês, que, conforme o superintendente de relações com investidores institucionais, Francisco Santos², garante que “os cotistas se mantenham bem informados sobre seus investimentos”.

2.2.1 Estudos Anteriores no Brasil

Apesar da literatura a cerca de FIs no Brasil ainda ser incipiente, alguns estudos já foram desenvolvidos em busca de compreender o comportamento e os fatores que influenciam o retorno dos ativos deste segmento – imobiliário. A figura 2 apresenta um levantamento bibliográfico dos trabalhos já desenvolvidos.

Autores	Objetivo	Achados
Porto (2010)	Estruturar um método para orientar a gestão de portfólios de investimentos em edifícios de escritórios para locação no Brasil.	Estruturas contratuais podem proteger o portfólio dos FIs de oscilações de renda e os indicadores de rentabilidade, permitindo identificar o quão próximo ou não está o comportamento dos ativos do portfólio em relação ao comportamento médio do segmento de referência.
Ferreira (2011)	Comparar os critérios presentes nos FIs com os critérios presentes em outros ambientes de investimento nacionais e identificar o seu posicionamento no mercado.	Alterações nos critérios de governança influenciam o valor de mercado dos FIs.
Rodrigues (2012)	Verificar se a inserção de imóveis no portfólio de longo prazo traz diversificação, a proporção ideal de investimento deste tipo de ativo	Investir em imóveis traz diversificação, aumento de retorno esperado e redução de risco do portfólio.

² CVM edita regra sobre fundo de investimento imobiliário em 25/11/2015, disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2015/20151125-3.html>

	na carteira e qual o custo de não investir neles.	
Castro (2012)	Estudar a evolução das cotas dos FII e dos indicadores de mercado ao longo de um período de tempo de quatro anos.	Os FIIs podem ser considerados investimentos conservadores e que possuem características de apresentarem valorização acima dos benchmarks de mercado, apresentam baixo risco total e sistêmico e podem ser utilizados como proteção para quem investe em ações, como uma ferramenta de hedge.
Fiorini (2012)	Identificar as características dos fundos imobiliários que podem ser indicativas de desempenho superior que podem ser facilmente localizadas em um prospecto de fundos conforme padrão da Comissão de Valores Mobiliário (CVM).	Os fundos de investimento imobiliários de gestão ativa, sem imóvel definido, e que investem em lajes corporativas localizados nos grandes centros são mais rentáveis que os demais FIIs.
Guimarães (2013)	Avaliar a persistência na performance de fundos de investimento imobiliário, analisando o desempenho, ao longo do tempo, de carteiras de fundos selecionados segundo seus percentis de retorno.	Fundos de investimento imobiliários com retorno superior apresentam persistência em seus desempenhos.
Gabriel (2014)	Analisar as performances dos Real Estate Investment Trusts (REITs) e dos Fundos de Investimentos Imobiliários (FIIs), por meio dos índices de Sharpe, Treynor, Alfa de Jensen, MM, Sortino e Appraisal Ratio de 2003 a 2013 e identificar as variáveis macroeconômicas que afetam esse retorno.	Evidenciaram que, nos REITs, as variáveis prêmio pelo risco e estrutura a termo são significantes, enquanto nos FIIs, são as variáveis prêmio pelo risco e inflação inesperada, no tocante a explicação do retorno desses fundos.
Iório (2014)	Analisou o desempenho das carteiras formadas por fundos de investimento imobiliário negociados na Bolsa de Valores, utilizando dois métodos distintos.	O método desenvolvido por Markowitz, de diversificação, tende a ser capaz de proporcionar um desempenho com base na relação de risco e retorno melhor, constituindo-se como uma ferramenta adicional ao investidor individual, em FIIs.
Scolese (2014)	Investigar o retorno dos fundos de investimentos imobiliários, buscando medir a sensibilidade de seu comportamento frente a outros investimentos do segmento de renda fixa, renda variável e do segmento imobiliário.	O investimento em fundos imobiliários não possui seu retorno associado somente ao mercado imobiliário, mas sofre influências das variações do segmento de renda fixa e de renda variável.
Frade (2015)	Examinar se as variações nas taxas de juros são	Indicaram que o aumento no nível da curva de juros tem um impacto negativo no desempenho dos

	representativas sobre o desempenho dos FII	FII, ao passo que o aumento na inclinação também tem impacto negativo, mas não de forma relevante.
Okazuka Junior (2015)	Analisar as razões que permitem aos fundos de investimento imobiliário de serem propostos como uma opção para as empresas realizarem a gestão de seus ativos imobiliários quando estas buscarem não imobilizar recursos.	Os fundos imobiliários podem ser considerados como uma alternativa de investimento, por meio da locação do imóvel; no entanto, não é possível a conclusão de que ele produza os melhores resultados e que exista alguma atividade empresarial que tenha maior propensão a sua utilização.
Orru Neto (2015)	Investigar a relação entre a inflação e o retorno dos fundos de investimento imobiliário no Brasil.	O retorno dos fundos de investimento imobiliário e a variação dos índices de preço de imóveis utilizados têm pouca correlação com os índices de inflação.
Steffen (2015)	Analisar a influência do mercado de ações, dos juros de mercado e de fatores específicos a um segmento na rentabilidade dos FII.	Constatou uma influência significativa da variação do mercado de ações e dos juros de mercado na análise de uma carteira geral de FII.
Weiss (2017)	Identificar como a gestão influencia o desempenho dos FII se comparados aos imóveis de locação direta no período de 2010 a 2016.	O desempenho dos fundos está diretamente ligado à gestão destes, devido às políticas adotadas por cada um dos gestores. Destaca-se, ainda, que, em comparação com o investimento direto em imóveis, os fundos de investimento imobiliário apresentam maiores retornos para os investidores.

Figura 2: Estudos à cerca dos FII no Brasil.

Fonte: Elaboração própria.

2.3 MODELOS DE AVALIAÇÃO – CUSTO X VALOR JUSTO

Na elaboração das demonstrações contábeis, a ICVM 516/2011 exige que, após classificação inicial pelo custo histórico, o fundo mensure continuamente os ativos pelo valor justo e reconheça os ganhos ou perdas não realizados diretamente no resultado. O valor justo, conforme o Art. 7º §1º consiste no “valor pelo qual um ativo pode ser trocado ou um passivo liquidado entre partes independentes, conhecedoras do negócio e dispostas a realizar a transação, sem que represente uma operação forçada”.

Segundo Zi, Hassan & Embongo (2014) há uma relação insignificante entre as reavaliações do valor justo (conta de resultado) e o preço de suas ações, eles atribuem esse resultado à falta de conscientização dos investidores sobre o efeito de ganhos ou perdas não realizados decorrentes de alterações no valor justo das propriedades de investimento (excedente de reavaliação) na tomada de decisão, entretanto, fornecem evidências de que o valor justo das propriedades para investimento (conta patrimonial) possui *value relevance*.

Em seus estudos, Lourenco & Curto (2008) investigaram o *value relevance* do modelo de custo e do valor justo para propriedades de investimento no setor imobiliário em quatro países europeus e descobriram que, em geral, os investidores diferenciam o reconhecimento pelo custo histórico e pelo valor justo, mas eles não distinguem as implicações de avaliação do valor justo reconhecido das propriedades para investimento nos quatro países analisados.

Nesse mesmo sentido, Pappu e Devi (2011) e Ishak, Saringat, Ibrahim e Wahab (2012) estudaram o *value relevance* das informações sobre propriedades para investimento reconhecidas a custo histórico e pelo valor justo em empresas do setor imobiliário na Malásia e seus resultados mostraram que o modelo de custo histórico é mais relevante que o modelo de valor justo, pois os investidores se sentem mais confortáveis usando o modelo de custo do que o modelo de valor justo.

Inobstante, outros estudos apontaram que as informações do valor justo são mais relevantes para os investidores e devem refletir-se no preço das ações (Dietrich, Harris, & Muller, 2001; Herrmann, Saudagaran, & Thomas, 2006; Hassan & Mohd-Saleh, 2010; Zi, Hassan & Embongo, 2014). O foco no setor imobiliário é que a estrutura e a principal atividade são diferentes de outros setores. Este setor possui

diretrizes próprias e a propriedade para investimento representa a maior parte de seus ativos totais e afeta diretamente sua renda (Hassan & Embongo, 2014).

2.4 CARACTERÍSTICAS QUALITATIVAS DOS FUNDOS

Analisando os fatores subjacentes ao desempenho do retorno total de diferentes fundos de investimento imobiliários, Fuerst e Matysiak (2013) apontaram que o desempenho diferencial de fundos listados (negociados na bolsa de valores) pode ser explicado por uma combinação de fatores, tais como: sentimento do mercado, variações na alavancagem do fundo e, ainda, a avaliação de desempenho baseada na percepção do mercado sobre os ativos subjacentes, enquanto em fundos imobiliários não listados o preço dos ativos subjacentes é baseado em avaliações profissionais diretas e não em preços de negociação determinados pelo mercado.

No entanto, essa característica de fundos não cotados pode causar distorções durante as recessões, pois os valores contábeis e os valores de mercado podem divergir consideravelmente, pelo menos no curto prazo, devido à falta de transações no mercado imobiliário direto (Fuerst & Matysiak, 2013). O que converge para a mesma discussão trazida por Jenkins *et al.* (2009) no mercado acionário, à cerca do *value relevance* da informação contábil em ciclos econômicos.

Outra característica relevante consiste na gestão dos ativos de um FII. Os fundos de investimento são administrados por instituições financeiras, autorizadas pela CVM, a qual compete à gestão do patrimônio do fundo. Essas instituições são responsáveis pela distribuição dos rendimentos provenientes da exploração econômica dos empreendimentos imobiliários, nos quais foram aplicados os recursos (Mota, 2013).

O gestor, por sua vez, responde, respeitando o estabelecido em regulamento, pelo funcionamento, manutenção e gestão das carteiras, devendo este exercer sua função com boa fé, transparência, diligência e lealdade para com seus clientes, sempre buscando atender aos objetivos de seus clientes e evitar ferir a relação fiduciária entre eles. Nesse sentido, a qualidade da gestão se demonstra fundamental na seleção dos investimentos, visto que as decisões dos gestores influenciam diretamente o desempenho dos fundos e, conseqüentemente, o seu retorno (Weiss, 2017).

Os FIIs são considerados como uma forma facilitada de se investir em imóveis, pois proporciona a inserção do investidor neste mercado sem necessariamente adquirir um bem imóvel com todos os custos e obrigações decorrentes dele.

Na literatura, o valor intrínseco de um imóvel compreende uma combinação do tecido físico do edifício, comodidades ambientais, localização, serviços públicos, imagem de marketing, taxa de ocupação e disponibilidade de financiamento (Bibish & Keenan, 2005).

No processo de escolha do investimento é indispensável comparar o valor intrínseco do imóvel ao seu preço no mercado. Imóveis com preços inferiores ao valor intrínseco, subvalorizados, devem ser comprados, já aqueles com preços mais altos, supervalorizados, devem ser vendidos (Figurska & Wisniewski, 2016).

À medida que o setor imobiliário passou a ter um papel de destaque nas decisões de investimento, diversos estudos surgiram no Brasil. Dentre eles, Mugnaini, Souza e Corso (2008), que avaliaram o nível de eficiência informacional, a partir de séries temporais mensais de sete FIIs, no período de 2003 a 2005, e seus resultados apontaram que há a possibilidade de existirem mecanismos de negociação que possam ser mais lucrativos para o investidor do que a estratégia de simplesmente

comprar e guardar cota(s) do(s) fundo(s), fato este que contradiz a teoria de eficiência de mercado, o que se justifica em razão dos gestores dos fundos não utilizarem toda a informação disponível no mercado ou não terem acesso às mesmas.

Amato (2009), por sua vez, estabeleceu critérios de governança dos recursos aplicados pelos investidores em FIIs durante o ciclo de implantação do empreendimento, no intuito de garantir maior proteção desses recursos até o momento no qual o empreendimento esteja em plenas condições operacionais para produzir resultados financeiros que os remunerarão.

Através desses critérios, os empreendedores e demais agentes atuantes no segmento econômico imobiliário identificariam os instrumentos mais adequados a atrair eficientemente a poupança acumulada de parte da sociedade, em especial, de pequenos e médios investidores, nas ofertas públicas de quotas de fundos imobiliários (Amato, 2009). Assim sendo, uma melhor aceitação do mercado implicará um maior número de investidores e, conseqüentemente, maior volume de captação de recursos.

Segundo o autor, os empreendimentos de base imobiliária, cuja principal ênfase é a geração de renda, não tinham apresentado até o momento uma evolução expressiva no sentido de atrair investimentos por meio do mercado de capitais, quando comparado com a experiência internacional.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

3.1 DESCRIÇÃO DA PESQUISA

Para responder o problema de pesquisa, utilizou-se uma pesquisa bibliográfica e análise documental de leis, normas e instruções do órgão regulador. A pesquisa também possui caráter exploratório, buscando compreender as implicações trazidas pela legislação específica sobre a elaboração e publicação das demonstrações contábeis para FIs.

O método de análise é considerado quantitativo, pois se utiliza de um modelo de regressão, com dados em painel desbalanceado, que verifica o impacto da divulgação da informação no valor de mercado das cotas do fundo.

O campo de investigação é mercado imobiliário brasileiro, mais especificamente, os FIs registrados na CVM e com publicação de suas demonstrações contábeis a partir do 4º trimestre de 2016, período mais antigo no qual as informações se encontram disponíveis pela CVM³, até o 4º trimestre de 2019, último período com informações publicadas antes da pandemia⁴ ocorrida em 2020.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A amostra foi delimitada a partir de uma população composta por fundos de investimentos imobiliários com registro na CVM, sendo um total de 496 fundos, sendo

³ <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/login>

⁴ <https://agenciabrasil.ebc.com.br/geral/noticia/2020-03/organizacao-mundial-da-saude-declara-pandemia-de-coronavirus>

excluídos os fundos que não apresentaram dados no período estudado ou que não possuíam dados de negociação em bolsa ou balcão organizado, resultando em uma amostra de 126 FIIs⁵. O quantitativo de fundos por trimestre está disponível na Tabela 1.

TABELA 1: QUANTITATIVO DE OBSERVAÇÕES POR TRIMESTRE

Trimestre	Nº de Fundos	Percentual (%)	Acumulado (%)
1/2017	49	6,76	6,76
2/2017	44	6,07	12,83
3/2017	46	6,34	19,17
4/2017	51	7,03	26,21
1/2018	56	7,72	33,93
2/2018	30	4,14	38,07
3/2018	64	8,83	46,90
4/2018	66	9,10	56
1/2019	40	5,52	61,52
2/2019	84	11,59	73,10
3/2019	100	13,79	86,90
4/2019	95	13,10	100,00
Total	725	100,00	

Fonte: Dados da pesquisa

3.3 PROCEDIMENTOS PARA A COLETA DE DADOS

A coleta de dados se baseou especialmente no acervo de documentação da CVM, por meio da base de dados Economatica©. Para efeito de análise, foram utilizados os informes periódicos trimestrais, de 1/2017 a 4/2019, tendo em vista ser a menor periodicidade de publicações referentes às informações iminentemente contábeis, totalizando 12 trimestres.

⁵ A amostra é composta por 126 FIIs que possuíam todos os dados disponíveis para o estudo em pelo menos um dos períodos. Durante os trimestres analisados nem todos os 126 FIIs apresentaram as informações necessárias para o estudo, logo, analisamos de forma desbalanceada.

Com base nos informes foram extraídos os dados relativos ao Patrimônio Líquido, Resultado e Despesas do fundo e, ainda, informações qualitativas, como a estratégia de gestão do fundo, segmento de atuação, mandato e idade que serão quantificados de modo a inseri-los no modelo econométrico proposto. O método de coleta foi manual, no qual acessamos os PDFs um por um, coletamos as informações citadas e tabulamos em uma única base.

Os dados referentes ao valor de mercado das cotas foram extraídos da base de dados Economatica©, no último dia do segundo mês subsequente após a data de referência do demonstrativo (aproximadamente 60 dias depois), essa consideração é feita porque o art. 39 da ICVM 472/2008 exige que todos os FIs anunciem seu relatório trimestral dentro de um período máximo de 45 dias após o encerramento do trimestre, porém verificamos que grande parte dos FIs divulga com atraso.

3.4 MODELO DE ANÁLISE

Os dados serão tratados e agrupados para serem testados nas Equações 1 e 2, propostas por este estudo.

$$RET_{it} = \alpha + \beta_1 AJU_{it-1} + \beta_2 LnPL_{it-1} + \beta_3 RES_{it-1} + \beta_4 MAND_{it-1} + \beta_5 SEGM_{it-1} + \beta_6 GEST_{it-1} + \beta_7 COT_{it-1} + \beta_8 IDADE_{it-1} + \beta_9 TXADM_{it-1} + \beta_{10} VOL_{it-1} + Trimestre + Fundo + \varepsilon_{it-1} \quad (1)$$

Adotou-se o modelo de avaliação de Ohlson (Ohlson, 1995) para construir ambos os modelos de regressão. Tendo, a Equação 1, como variável dependente o retorno trimestral do fundo imobiliário RET_{it} , representada pela variação no preço de mercado da cota dentro do trimestre e como variáveis independentes o valor do ajuste total realizado no trimestre, o logaritmo natural do PL, o resultado líquido desconsiderando o valor do ajuste, o mandato, o segmento, a gestão, a quantidade de cotas emitidas, a idade, a taxa de administração e a volatilidade.

$$RET_{it} = \alpha + \beta_1 AJU_{prop_{it-1}} + \beta_2 AJU_{est_{it-1}} + \beta_3 AJU_{aplic_{it-1}} + \beta_4 \ln PL_{it-1} + \beta_5 RES_{it-1} + \beta_6 MAND_{it-1} + \beta_7 SEGM_{it-1} + \beta_8 GEST_{it-1} + \beta_9 COT_{it-1} + \beta_{10} IDADE_{it-1} + \beta_{11} TXADM_{it-1} + \beta_{12} VOL_{it-1} + \text{Trimestre} + \text{Fundo} + \varepsilon_{it-1}$$

(2)

A Equação 2 possui a mesma variável dependente, o retorno trimestral do fundo imobiliário RET_{it} , diferenciando-se do modelo 1 por decompor a variável Ajuste Total pelo respectivo ativo de origem, resultando em quatro variáveis distintas (ajuste a valor justo das propriedades para investimento, do estoque, das aplicações financeiras e dos títulos e valores mobiliários).

Para capturar o efeito da avaliação a valor justo, geramos uma nova variável a partir da subtração do saldo de ajuste total do resultado líquido contábil (Resultado líquido contábil – Ajuste total), de modo a evidenciar o resultado da empresa, desconsiderando os ajustes a valor justo, como se os ativos estivessem continuamente registrados a custo histórico. Baseando-se na revisão de literatura, outras variáveis, financeiras e não financeiras, foram acrescentadas aos modelos, conforme Tabela 2.

TABELA 2: DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Variável	Descrição	Relação Esperada
RET	Retorno trimestral (variação no preço de mercado da cota em %)	
AJU	Ajuste Total ao valor justo dos ativos do fundo no trimestre em relação ao PL	Positiva
AJUprop	Ajuste ao valor justo das propriedades para investimento no trimestre em relação ao PL	Positiva
AJUest	Ajuste ao valor justo dos estoques no trimestre em relação ao PL	Positiva
AJUaplic	Ajuste ao valor justo das aplicações financeiras/TVM no trimestre em relação ao PL	Positiva
InPL	Logaritmo Natural do Patrimônio Líquido ao final de cada trimestre	Positiva
RES	Resultado contábil/financeiro, desconsiderando os ajustes, no trimestre em relação ao PL	Positiva
TXADM	Taxa de administração no trimestre em relação ao PL	Negativa
MAND	Mandato/Finalidade do investimento (variável dummy para cada tipo de mandato)	Positiva/Negativa
SEGM	Segmento de atuação do fundo (variável dummy para cada tipo de segmento)	Positiva/Negativa
GESTÃO	Tipo de Gestão (Ativa ou Passiva) (variável dummy 1 para gestão ativa e 0 para gestão passiva)	Positiva/Negativa
IDADE	Idade do fundo em meses	Positiva

InCOT	Logarítmo Natural do Nº de Cotas emitidas	Positiva/Negativa
VOL	Volatilidade anual do fundo nos últimos 60 meses, com data base no trimestre em %	Positiva
ANO	Dummy de ano	
I	Fundo (variável dummy para cada empresa)	
T	Trimestre (variável dummy para cada trimestre)	

Fonte: Elaboração própria

As variáveis contábeis – Ajustes a valor justo, Despesa de Administração e Resultado Líquido – foram relativizadas pelo valor do Patrimônio Líquido – e, posteriormente, aplicou-se o logaritmo natural ao valor do PL e no nº de cotas emitidas. A taxa de administração se refere à remuneração do administrador. Como forma de padronização das taxas, considerou-se o valor cobrado, trimestralmente, dos fundos, como remuneração paga ao administrador e calculada sua porcentagem trimestral sobre o Patrimônio Líquido.

As demais variáveis podem apresentar relação positiva ou negativa com o retorno do fundo, com exceção da idade e da volatilidade que são esperadas relações positivas, pois fundos mais antigos tendem a ter melhores performances e fundos mais arriscados, como é o caso de Shoppings e Fundos de Fundos, tendem a ter retornos mais levados.

A fim de tratar a presença de *outliers* (pontos fora da curva) na amostra, empregou-se o comando *winsor* no Stata nas variáveis contábeis e de mercado a 0,5% e 99,5%. As demais variáveis qualitativas – Mandato, Segmento, Gestão e Mercado de Negociação – foram calculadas como *dummies* (1 para verdadeiro, 0 para falso). Por fim, utilizamos *dummies* para controlar os efeitos fixos de tempo (12) e empresa (126).

Capítulo 4

4 RESULTADOS

Neste capítulo serão apresentados os resultados dos procedimentos estatísticos utilizados para análise dos fundos de investimento imobiliários, a fim de atingir o objetivo da pesquisa e descrever seus principais aspectos.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A primeira parte da análise dos resultados parte da estatística descritiva, na qual constam o número total de observações, a média, o desvio padrão e os valores mínimo e máximo observados, conforme Tabela 3.

TABELA 3: ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Variável	OObs.	Média	Desvio Padrão	Mín	25%	50%	75%	Máx
RET (%)	725	3,4020	10,3877	- 24,6753	-0,1190	0,4587	1,6326	59,7069
AJU (%)	725	1,0574	4,9599	- 23,4099	0,0000	0,0000	1,4085	27,6100
AJUaplic(%)	725	0,4005	1,7031	-7,1710	0,0000	0,0000	0,0000	10,6600
AJUprop (%)	725	0,6454	4,4444	- 22,2543	0,0000	0,0000	0,0000	27,6100
AJUest (%)	725	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
RES (%)	725	1,7742	2,4381	- 10,1811	0,9651	1,7316	2,5258	18,0420
InPL	725	19,1468	0,9879	16,7637	18,5007	18,9892	19,5513	22,0502
TXADM (%)	725	0,1653	0,1440	0,0000	0,0691	0,1287	0,2191	0,8977
VOL	725	3,4409	16,5924	0,0000	0,0000	0,0000	2,3369	204,5377
IDADE	725	73,8162	34,1350	3,4304	55,7295	77,9745	94,4048	282,5845
InCOT	725	14,1267	1,7933	4,6052	13,4372	14,3159	14,8971	18,9972

Fonte: Dados da pesquisa.

A análise das variáveis contábeis será feita em relação ao PL, conforme mencionado na seção anterior e, como se pode observar na Tabela 3, o número total de observações na amostra é de 725, coletadas em 126 fundos durante o período de 12 trimestres.

Analisando a variável dependente, Retorno observado, verifica-se uma média de retorno trimestral dos fundos de 3,40%, com retorno mínimo de 24,67% negativo e máximo de 59,71% positivo, indicando que, dentre os fundos analisados, observam-se períodos de lucro e prejuízo.

Já em relação às variáveis independentes, ressalta-se que a maior parcela do Ajuste Total observado é composta pelo Ajuste a valor justo das propriedades para investimento (AJU_{prop}) e apenas uma pequena parcela é composta pelas demais variáveis de ajuste a valor justo (dos títulos e valores mobiliários, das aplicações financeiras e dos estoques, em ordem decrescente de representatividade). A média de ajuste total observada é de 1,06% do PL, com o mínimo de -23,41% e máximo de 27,61% do PL, no qual o ajuste das propriedades para investimento corresponde, em média, a 0,65% do PL, com o mínimo de -22,25% e o máximo de 27,61% em relação ao PL.

Em média, os fundos apresentaram um resultado líquido, desconsiderando o efeito dos ajustes, de 1,77% do PL, com o mínimo de -10,18% do PL (prejuízo) e máximo de 18,04% do PL (lucro). O resultado aponta que, em média, os fundos de investimento imobiliários apresentaram lucro líquido nos trimestres observados.

Como medida de risco, adotamos a volatilidade anual dos fundos, calculada nos últimos 60 meses que antecedem o trimestre analisado. A média observada foi de 3,44% a.a., indicando uma baixa volatilidade em relação aos demais tipos de ativos que compõem o mercado financeiro.

Os fundos analisados possuem idade média de 73 meses, aproximadamente 6 anos, sendo o fundo mais jovem com 3 meses e o mais antigo com 282 meses, cerca de 23 anos. A taxa de administração média trimestral é de 0,16%, que calculada para o ano resultaria em, aproximadamente, 0,65% a.a. corroborando com estudos semelhantes que encontraram uma taxa média mensal de 0,06% (0,72% a.a.) (Silva & Galdi, 2017).

Por fim, analisando as variáveis *dummies*, temos as seguintes estatísticas descritivas.

TABELA 4: FREQUÊNCIA DA VARIÁVEL GESTÃO DO FUNDO

Dummy	Frequência	Percentual (%)
Gestão Ativa	404	55,72%
Gestão Passiva	321	44,28%
Total	725	100,00%

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme apresentado na Tabela 4, 404 observações se referem a fundos com gestão ativa (55,72%) e 321 gestão passiva (44,28%).

TABELA 5: FREQUÊNCIA DA VARIÁVEL MANDATO

Dummy	Frequência	Percentual (%)
Renda	370	51,03%
Títulos e Valores Mobiliários	184	25,38%
Híbrido	88	12,14%
Desenvolvimento	83	11,45%
Total	725	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme apresentado na Tabela 5, 51,03% observações se referem a fundos com a finalidade de gerar renda – aluguel ou arrendamento, 25,38% são fundos com a finalidade de rendimento em títulos e valores mobiliários, 12,14% são híbridos,

possuem mais de uma fonte de rendimento, e 11,45% atuam com o desenvolvimento de empreendimentos para venda posterior ou aquisição de renda no futuro.

TABELA 6: FREQUÊNCIA DA VARIÁVEL SEGMENTO

Dummy	Frequência	Percentual (%)
Outros	197	27,18%
Títulos e Valores Mobiliários	189	26,07%
Lajes Corporativas	187	25,79%
Shoppings	71	9,79%
Logística	58	8,00%
Residencial	23	3,17%
Total	725	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme apresentado na Tabela 6, 25,79% são fundos do segmento de lajes corporativas, 8% são de logística, 3,17% são do segmento residencial, 9,79% do segmento de shoppings, 26,07% são do segmento de papéis – títulos e valores mobiliários, 27,18% são de outros segmentos – diversos ou híbridos, mais de um segmento.

TABELA 7: FREQUÊNCIA DA VARIÁVEL CÁLCULO DO VALOR JUSTO

Dummy	Frequência	Percentual (%)
NÍVEL 3	695	95,80%
NÍVEL 2	22	3,00%
NÍVEL 1	9	1,20%
Total	725	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 7 traz os níveis de apuração de cálculo do valor justo dos ativos. Conforme verificado, cerca de 96% dos fundos que efetuaram algum tipo de ajuste utilizaram o nível 3 de apuração, que se trata do cálculo pelo fluxo de caixa descontado.

Corroborando com a análise descritiva, a Tabela 8 traz os dados da correlação de *spearman*, que evidencia a relação entre as variáveis do modelo. Para tanto, optou-se por não evidenciar as variáveis *dummies*, demonstrando apenas a correlação entre as variáveis contábeis e as qualitativas não *dummies* (idade e nº de cotas emitidas).

TABELA 8: CORRELAÇÃO DE SPEARMAN

	RET	AJU	AJUaplic	AJUprop	AJUest	RES	InPL	TXADM	VOL	AGE	Gestão	Bolsa	COT
RET	1,00												
AJU	0,32***	1,00											
AJUaplic	0,01	0,03	1,00										
AJUprop	0,23***	0,89***	-0,04	1,00									
AJUest	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00								
RES	0,05	-0,15***	0,01	-0,11***	0	1,00							
InPL	0,10**	0,08**	-0,02	0,05	0	0,11***	1,00						
TXADM	-0,01	-0,05	0,06	-0,04	0	0,02	-0,06	1,00					
VOL	-0,03	0,03	-0,03	0,03	0	0,00	-0,05	0,05	1,00				
AGE	0,04	0,05	-0,05	0,10**	0	-0,04	0,04	-0,08**	-0,06	1,00			
Gestão	0,04	0,06	0,03	-0,01	0	-0,03	0,12***	0,29***	0,04	-0,28***	1,00		
Bolsa	-0,01	-0,01	0,04	-0,02	0	0,06	0,04	0,12***	-0,19***	-0,01	-0,07*	1,00	
InCOT	-0,06	-0,01	-0,02	-0,01	0	-0,06	0,24***	0,21***	0,16***	0,07*	0,17***	0,02	1,00

Nota: Nível de significância *0,10; **0,05; ***0,01

Fonte: Dados da pesquisa

Como observado, as únicas variáveis com alta correlação significativa entre si (acima de 0,7), são “Ajuste Total” e “Ajuste a valor justo das propriedades para investimento”, como já dito anteriormente, esta segunda variável foi extraída da primeira e representa mais de 90% do seu total. As demais variáveis não apresentaram alta correlação, o que proporciona maior validade ao modelo, tendo em vista a exclusão do efeito de multicolinearidade entre as variáveis.

Quanto à variável dependente (RET), verifica-se uma correlação positiva estatisticamente significativa a 1% entre Ajuste total/Ajuste das propriedades para investimento, Resultado Contábil, Volatilidade, Taxa de administração e Valor Patrimonial da cota. As correlações apresentadas convergiram com o esperado na Tabela 2. No entanto, não houve significância estatística com as demais variáveis (lnPL, idade, nº de cotas emitidas e demais variáveis de ajuste).

4.2 ANÁLISE DE REGRESSÃO

Os modelos propostos foram construídos a fim de analisar a relação existente entre as variáveis representativas da avaliação a valor justo dos ativos, conforme exigido pela ICVM 516/2011, e a variável de retorno dos FIs, seus resultados estão dispostos na Tabela 9 a seguir.

TABELA 9: RESULTADOS DAS REGRESSÕES

	Eq. 1	Eq. 2
Variável	RET	RET
AJU	30,6887***	
AJUaplic		94,5571***
AJUest		44,6366
AJUprop		15,6565***
RES	23,2843	24,8479*
InPL	1,1167	0,9328
TXADM	-1070,477**	-1123,249***
VOL	0,00632	0,0054
IDADE	0,0117	0,0092
InCOT	0,1969	0,2418
Segmento		
Lajes Corporativas	0,7210	0,9441
Logística	0,4952	0,1540
Shoppings	-0,3721	-0,2227
TVM	-1,8872	-1,7851
Residencial	0,1362	1,1250
Mandato		
TVM	2,4570	3,7886
Renda	-1,2854	-0,3244
Desenvolvimento	-2,7286	-2,3775
Gestão		
Ativa	-0,1634	-0,2264
Constant	-22,1959	-19,3559
Observations	725	725
R-squared	68,17%	68,37%

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1

Fonte: Resultados da pesquisa.

Os resultados da Equação 1 demonstram que as variáveis de Ajuste Total, Patrimônio Líquido e Volatilidade influenciam o retorno dos FIIs com 99% de confiança e Resultado Líquido influencia com 90% de confiança. O mesmo resultado foi encontrado pela Equação 2, porém, dentre as variáveis de ajuste, apenas o Ajuste das propriedades para investimento foi significativa a 1% e a variável de Ajuste das aplicações foi significativa a 10%.

Esses resultados podem ser justificados pelo fato de a maior parte do Ajuste Total ser composto por essas duas variáveis (Ajuste das propriedades para investimentos e Ajuste das aplicações financeiras). Além disso, a alta rotatividade e a baixa representatividade dos estoques e das aplicações financeiras justificam a falta de significância no modelo, pois eventualmente necessitam ser reavaliados, uma vez que já estão mensurados a valor de mercado.

As relações encontradas corroboram com o esperado na Tabela 2. O Ajuste total dos ativos apresentou relação positiva com o coeficiente de 103,73, sendo a variável com o maior coeficiente dentre as variáveis significantes do modelo 1. Não obstante, as variáveis de Ajuste a valor justo das propriedades para investimento e Ajuste a valor justo das aplicações financeiras com coeficiente positivo de 94,56 no modelo 2.

Nos dois modelos, os coeficientes das demais variáveis foram bem semelhantes, a variável de resultado (desconsiderando o efeito dos ajustes) foi significativa a 5% e com coeficientes de aproximadamente 52. Já a variável de logaritmo de PL, também significativa, teve coeficiente de aproximadamente 9 e a variável volatilidade de aproximadamente 0,4.

Diferentemente das variáveis acima, a variável de Valor Patrimonial da Cota (VPA) apresentou relação nula com a variável de retorno, divergindo com o esperado

na tabela 2. Por fim, não se observou relação estatisticamente significativa entre o retorno e a idade dos fundos, a taxa de administração ou o número de cotas emitidas. Essas relações evidenciadas na Tabela 9, no que tange às variáveis estatisticamente significativas, vão ao encontro das relações esperadas na Tabela 2 (Descrição das variáveis).

Vale ressaltar foram excluídas as variáveis Bolsa e Nível pois quase 100% dos ativos negociavam em bolsa e utilizavam o nível 3 de cálculo do valor justo, logo não haveria variação a ser capturada que pudesse apresentar influência significativa sobre à variável dependente.

Nossos resultados confirmam o proposto por Fuerst e Matysiak (2013) ao considerarem a percepção do mercado sobre os ativos subjacentes dos FIIs, bem como ratificam os estudos de Dietrich, Harris e Muller (2001); Herrmann, Saudagaran e Thomas (2006); Hassan e Mohd-Saleh (2010) e Badu e Appiah (2018) que evidenciaram a relevância do valor justo na percepção dos investidores.

Ao mesmo tempo, refutam as evidências de Lourenco e Curto (2008); Pappu e Devi (2011), Ishak *et al.* (2012) e Zi, Hassan e Embongo (2014) que afirmaram não haver *value relevance* na reavaliação a valor justo dos ativos, diretamente no resultado, em empresas do setor imobiliário na Malásia e em países europeus.

Seguindo a vertente apontada por Kothari e Lima (2019), sobre a utilidade dos números contábeis, este estudo concorda com Basu *et al.* (2013) e Beaver, McNichols e Wang (2018) e discorda de Ball e Shivakumar (2008) ao oferecer evidências de que os números contábeis fornecem novas informações ao mercado no momento do anúncio de resultados.

Nos dois modelos estudados, verificou-se um poder explicativo (R^2) de 23,1% (Equação 1) e 23,2% (Equação 2) dos retornos observados. Demonstrando que a

informação contábil é relevante para a tomada de decisão dos investidores e impacta diretamente sua rentabilidade.

Mais ainda, acrescenta à Teoria contábil positiva de Watts e Zimmerman (1978, 1986) sobre a variação no preço das cotas de FIIs frente às mudanças contábeis sem efeito direto no fluxo de caixa. Também ratifica-se os achados de Barth, Li e McClure (2019) fornecendo insights sobre como as informações contábeis refletem as informações que os investidores usam para avaliar empresas.

Capítulo 5

5 CONCLUSÕES

Nos últimos anos, os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) se tornaram um importante veículo de investimento no Brasil. Os FIIs estão sujeitos às diretrizes de elaboração e publicação das Demonstrações Financeiras (DFs) emitidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), as quais exigem que os ativos sejam inicialmente mensurados pelo custo e posteriormente reavaliados a valor justo.

Neste estudo, buscou-se apontar as implicações da avaliação a valor justo, trazida pela ICVM 516/2011, no valor de mercado do patrimônio líquido dos FIIs brasileiros, de modo a indicar a existência de *value relevance* nas informações reportadas pela contabilidade.

Por se tratar de um ambiente pouco explorado, a literatura a cerca de *value relevance* em FIIs brasileiros ainda é escassa, isso ocorre porque os FIIs no Brasil ainda estão na fase inicial, portanto, muitos investidores têm pouco ou nenhum conhecimento sobre este mercado.

Neste sentido, este estudo contribui para literatura ao encontrar evidências estatísticas de que a reavaliação a valor justo possui relação positiva com o retorno dos fundos e acrescenta à pesquisa de *value relevance*, ao demonstrar que há utilidade na informação dos números contábeis.

Os resultados fornecem percepções potencialmente relevantes para a avaliação de FIIs. Em particular, sugerem que um número contábil, representado pelo valor justo, principalmente aquele relacionado às propriedades para investimento, refletem informações relevantes para a avaliação de ativos. Suscita-se que a decisão

de avaliação a valor justo, conforme exigida pela legislação por meio da ICVM 516/2011, tem relevância para o mercado brasileiro, uma vez que esse método de avaliação tem relação com o desempenho das cotas de FIs.

Não obstante, sugere-se para futuras pesquisas, o estudo do *value relevance*, assim como este trabalho propôs, para empresas de capital aberto que possuem Propriedades para Investimento (PPI) em sua composição patrimonial, uma vez que não existe exigência regulatória de avaliação a valor justo, podendo estes serem avaliados também pelo custo histórico.

Conforme apresentado na Figura 1, diversos fatores podem influenciar o desempenho de um FI no Brasil, a saber, estruturas contratuais; critérios de governança; gestão, segmento e políticas de investimento; curva de juros, inflação e índices de preços; bem como o desempenho dos outros setores da economia (renda fixa e renda variável). Salienta-se a importância de analisar as demonstrações contábeis publicadas pelos FIs na seleção dos ativos que compõem sua carteira, uma vez que os investidores podem escolher fundos que possuam indicadores mais sólidos, com representação mais fidedigna, e, com isso, há maior possibilidade de obter retornos positivos.

REFERENCIAS

- Amato, F. B. (2009), 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 poupança, *Doctoral dissertation*, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Atiase, R. K. (1985). Predisclosure information, firm capitalization, and security price behavior around earnings announcements. *Journal of accounting research*, 21-36.
- Atiase, R. K. (1987). Market implications of predisclosure information: Size and exchange effects. *Journal of Accounting Research*, 168-176.
- Azar, N., Zakaria, Z., & Sulaiman, N. A. (2019), The Quality of Accounting Information: Relevance or Value-Relevance?, *Asian Journal of Accounting Perspectives*, 12(1), 1-21.
- Badu, B., & Appiah, K. O. (2018), Value relevance of accounting information: an emerging country perspective, *Journal of Accounting & Organizational Change*.
- Ball, R., & Brown, P. (1968), An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, *Journal of Accounting Research*, 6, 159-178, Autumn.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2008). Earnings quality at initial public offerings. *Journal of accounting and economics*, 45(2-3), 324-349.
- Barth, M. E., Clinch, G., & Israeli, D. (2016). What do accruals tell us about future cash flows?. *Review of Accounting Studies*, 21(3), 768-807.
- Barth, M. E., Li, K., & McClure, C. (2019). Evolution in value relevance of accounting information. *Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 17-24*.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 3-37.
- Basu, S., Duong, T. X., Markov, S., & Tan, E. J. (2013). How important are earnings announcements as an information source?. *European Accounting Review*, 22(2), 221-256.
- Beaver, W. H. (1968), The information content of annual earnings announcements, *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.
- Beaver, W. H., McNichols, M. F., & Wang, Z. Z. (2018). The information content of earnings announcements: new insights from intertemporal and cross-sectional behavior. *Review of Accounting Studies*, 23(1), 95-135.

- Behn, B, K., & Riley, R, A, (1999), Using nonfinancial information to predict financial performance: The case of the US airline industry, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 14(1), 29–56.
- Beisland, L,A, (2009), A review of the value relevance literature, *The Open Business Journal 2*: 7-27.
- Beyer, A., Cohen, D, A., Lys, T, Z., & Walther, B, R, (2010), The financial reporting environment: Review of the recent literature, *Journal of Accounting and Economics*, vol, 50, pp, 296-343.
- Bibish J, E, & Keenan J, M, (2005), Real Estate Market Fundamentals in South Florida, *Wharton Real Estate Review*, 9, (2), 44-49.
- Brasil, (2005). Lei nº 11,196, Institui o Regime Especial de Tributação para a Plataforma de Exportação de Serviços de Tecnologia da Informação - REPES, o Regime Especial de Aquisição de Bens de Capital para Empresas Exportadoras - RECAP e o Programa de Inclusão Digital; dispõe sobre incentivos fiscais para a inovação tecnológica; e dá outras providências, Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/l11196.htm>, Acesso em: 25/06/2019.
- Brasil, (2021). Câmara dos Deputados. Projeto de Lei nº 2.337, de 25 de junho de 2021. Altera a legislação do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza das Pessoas Físicas e das Pessoas Jurídicas e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2288389>. Acesso em: 01/08/2021.
- Castro, M. A. F. D. (2012). Co-integração na indústria de fundos imobiliários no Brasil.
- Comissão de Valores Mobiliários [CVM] (2008), Instrução CM nº 472, Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII, Revoga as Instruções CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994, nº 389, de 3 de junho de 2003, nº 418, de 19 de abril de 2005 e nº 455, de 13 de junho de 2007, Acrescenta o Anexo III-B à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst472consolid.pdf>>, Acesso em 22/06/2019.
- Comissão de Valores Mobiliários [CVM] (2011), Instrução CM nº 516, Dispõe sobre a elaboração e divulgação das Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII, regidos pela Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, Disponível em: <[cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst516.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst516.pdf)>, Acesso em: 22/06/2019.
- Comissão de Valores Mobiliários [CVM] (2015), Guia CVM do investidor: fundos de investimento imobiliário, Disponível em:

<https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/serie_guias/guia_CVM_FII_2ed.pdf>, Acesso em 20/06/2019.

- Dietrich, J,R,, Harris, M,S, & Muller III, K,A, (2001), The reliability of investment property value estimates, *Journal of Accounting and Economics* 30: 125-158.
- Ferreira, F. M. (2011). Fundos de investimento imobiliário-governança corporativa (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Figurska, M,, & Wisniewski, R, (2016), Fundamental Analysis–Possibility of Application on the Real Estate Market, *Real Estate Management and Valuation*, 24(4), 35-46.
- Fiorini, R. M. (2012). Determinantes da rentabilidade dos fundos de investimento imobiliário no Brasil (Doctoral dissertation).
- Frade, R. B. (2015). Avaliação da sensibilidade dos fundos de investimento imobiliários a variações nas taxas de juros através da análise de componentes principais. Doctoral dissertation, Fundação Getúlio Vargas, Brasília.
- Fuerst, F., & Matysiak, G, (2013), Analysing the performance of nonlisted real estate funds: a panel data analysis, *Applied Economics*, 45(14), 1777-1788.
- Gabriel, F. S. (2014). Fundos de investimento imobiliário versus Real Estate Investment Trusts: análise de performances.
- Guimarães, J. G. M. (2013). Persistência na performance de Fundos de Investimento Imobiliário Brasileiros entre 2008 e 2012 (Doctoral dissertation).
- Hassan, M,S, & Mohd-Saleh, N, (2010), The value relevance of financial instruments disclosure in malaysian firms listed in the main board of Bursa Malaysia, *International Journal of Economics and Management* 4(2): 243-270.
- Herrmann, D,, Saudagaran, S,M, & Thomas, W,N, (2006), The quality of fair value measures for property, plant and equipment, *Accounting Forum* 30: 43-59.
- Iório, F. R. (2014). Análise do desempenho de carteiras de fundos de investimento imobiliário negociados na BM&FBOVESPA entre 2011 e 2013. Doctoral dissertation, Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP, São Paulo.
- Ishak, H,S,, Saringat, S,M,, Ibrahim, M,K, & Wahab, W,A,E, (2012), Value Relevance of Fair Value Model on Accounting for Investment Property, Proceeding of 3rd International Conference on Business and Economic Research.
- Jenkins, D, S,, Kane, G, D,, & Velury, U, (2009), Earnings Conservatism and Value Relevance Across the Business Cycle, *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(9) e (10), 1041–1058, Nov,-Dec.
- Kothari, S, P, (2001), Capital markets research in Accounting, *Journal of Accounting and Economics*, 31, 105–231.

- Kothari, S. P., & Wasley, C. (2019). Commemorating the 50-Year Anniversary of Ball and Brown (1968): The Evolution of Capital Market Research over the Past 50 Years. *Journal of Accounting Research*, 57(5), 1117-1159.
- Lourenco, I,C, & Curto, J,D, (2008), The Value Relevance of Investment Property Fair Values, <http://ssrn.com/abstract=1301683>.
- Mota, R, R, (2013), 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, Doctoral dissertation, Universidade de Brasília, Brasília.
- Mugnaini, A,, da Silva, W, V,, Souza, A,, & Corso, J, M, (2008), Análise da eficiência de mercado e performance de fundos de investimentos imobiliários negociados na Bovespa, *Revista Capital Científico*, 6(1), 65-86.
- Ohlson, J,A, (1995), Earnings, book values and dividends in equity valuation, *Contemporary Accounting Research* 11(2): 661-687.
- Okazuka Junior, M. (2015) A utilização dos fundos de investimento imobiliários como veículos na gestão de ativos das empresas. Doctoral dissertation, Fundação Getúlio Vargas, Brasília.
- Orru Neto, A. (2015). Fundos de Investimento Imobiliário e suas características de Hedge Contra Inflação no Brasil. Doctoral dissertation, Fundação Getúlio Vargas, Brasília.
- Ou, J. A. (1990). The information content of non earnings accounting numbers as earnings predictors. *Journal of Accounting Research*, 28(1), 144-163.
- Pappu, R, & Devi, S,S, (2011), The Value Relevance of International Accounting Standard 40 on Investment Property: Evidence from Malaysia, eProceedings for 2011 International Research Conference and Colloquium, 48-61.
- Porto, P. T. (2010). Método para gestão de portfólios de investimentos em edifícios de escritórios para locação no Brasil (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Rodrigues, M. G. (2012). Investimento de longo prazo no mercado imobiliário brasileiro (Doctoral dissertation).
- Scolese D. (2014). Fatores determinantes da rentabilidade dos fundos de investimentos imobiliários no Brasil de 2011 a 2013. Doctoral Dissertation, Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP), São Paulo.
- Skinner, D. J. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of accounting research*, 32(1), 38-60.
- Silva, A. E. M., & Galdi, F. C. (2015). Determinantes de performance dos fundos de investimentos imobiliários brasileiros (FIIs). XI Congresso ANPCONT. 3-6 jun 2017. Belo Horizonte – MG.

- Steffen, M. A. (2015). Rentabilidade dos fundos de investimento imobiliários: uma análise da influência da bolsa de valores, dos juros e de fatores específicos do mercado. Doctoral Dissertation, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Watts, R. (2003), Conservatism in Accounting Part 1: Explanations and Implications, *Accounting Horizons*, 3, 207–21.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *Accounting review*, 112-134.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). Positive accounting theory.
- Weiss, L, A, S, (2017), O papel da gestão no desempenho dos fundos de investimento imobiliário no Brasil (2010-2016).
- Zi, T, M,, Hassan, M, S,, & Embong, Z, (2014), Value Relevance of Investment Properties' Fair Value and Board Characteristics in Malaysian Real Estate Investment Trusts, *Asian Journal of Accounting & Governance*, 5.
- Kang, S. H., & Zhao, Y. (2010). Information content and value relevance of depreciation: a cross-industry analysis. *The Accounting Review*, 85(1), 227-260.
- Dedman, E., Jiang, W., & Stark, A. (2017). The value relevance and information content of cash and stock dividends in China. *The European Journal of Finance*, 23(7-9), 648-673.