

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

Diogo Antônio Esperança Amaral

Análise de desempenho dos três maiores fundos imobiliários de shopping centers listados no IFIX: XPML11, VISC11 e HGBS11.

JUIZ DE FORA - MG

2025

Diogo Antônio Esperança Amaral

Análise de desempenho dos três maiores fundos imobiliários de shopping centers listados no IFIX: XPML11, VISC11 e HGBS11.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Universidade Federal de Juiz de Fora, como requisito parcial à obtenção de bacharelado em Administração.

Orientador: Prof. Flávia Vital Januzzi.

Coordenador: Prof. Leandro Ribeiro.

JUIZ DE FORA – MG

2025

Ficha catalográfica elaborada através do programa de geração automática da Biblioteca Universitária da UFJF, com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

Amaral, Diogo Antônio Esperança.

Análise de desempenho dos três maiores fundos imobiliários de shopping centers listados no IFIX: : XPML11, VISC11 e HGBS11. / Diogo Antônio Esperança Amaral. -- 2025.
55 p.

Orientador: Flávia Vital Januzzi

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade Federal de Juiz de Fora, Faculdade de Administração e Ciências Contábeis, 2025.

1. Fundos Imobiliários. 2. Shopping centers. 3. Desempenho. I. Januzzi, Flávia Vital, orient. II. Título.



UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Termo de Declaração de Autenticidade de Autoria

Declaro, sob as penas da lei e para os devidos fins, junto à Universidade Federal de Juiz de Fora, que meu Trabalho de Conclusão de Curso é original, de minha única e exclusiva autoria e não se trata de cópia integral ou parcial de textos e trabalhos de autoria de outrem, seja em formato de papel, eletrônico, digital, audiovisual ou qualquer outro meio.

Declaro ainda ter total conhecimento e compreensão do que é considerado plágio, não apenas a cópia integral do trabalho, mas também parte dele, inclusive de artigos e/ou parágrafos, sem citação do autor ou de sua fonte. Declaro por fim, ter total conhecimento e compreensão das punições decorrentes da prática de plágio, através das sanções civis previstas na lei do direito autoral¹ e criminais previstas no Código Penal², além das cominações administrativas e acadêmicas que poderão resultar em reprovação no Trabalho de Conclusão de Curso.

Juiz de Fora, 13 de março de 2025.

A assinatura manuscrita do autor, Diego Antônio Esperança Amador, escrita em tinta preta sobre uma linha horizontal.
[Nome completo do autor]

¹ LEI Nº 9.610, DE 19 DE FEVEREIRO DE 1998. Altera, atualiza e consolida a legislação sobre direitos autorais e dá outras providências.

² Art. 184. Violar direitos de autor e os que lhe são conexos: Pena - detenção, de 3 (três) meses a 1 (um) ano ou multa.

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA****ATA DE DEFESA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO DE GRADUAÇÃO****GRADUAÇÃO EM Administração**

Formato da Defesa: (x) presencial () virtual () híbrido

Ata da sessão (x) pública () privada referente à defesa do Trabalho de Conclusão de Curso intitulado *Análise de desempenho dos três maiores fundos imobiliários de shopping centers listados no IFIX: XPML11, VISC11 e HGBS11*, para fins de obtenção do grau de Bacharel em *Administração*, pelo(a) discente *Diogo Antônio Esperança Amaral (matrícula 202046004)*, sob orientação da Prof.(ª) Dr(ª) Flávia Vital Januzzi, na Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal de Juiz de Fora.

Ao 28º dia do mês de Fevereiro do ano de 2025 , às 17:45 horas, na sala de reunião da FACC situada na Universidade Federal de Juiz de Fora (UFJF), reuniu-se a Banca examinadora, composta pelos seguintes membros:

Titulação	Nome	Na qualidade de:
Doutorado	Fabrcio Pereira Soares	Membro da Banca
Mestrado	Eduardo Duarte Horta	Membro da Banca
Doutorado	Flávia Vital Januzzi	Orientadora

*Na qualidade de (opções a serem escolhidas):

- Orientador (a)
- Coorientador
- Membro da banca

AVALIAÇÃO DA BANCA EXAMINADORA

Tendo o(a) senhor(a) Presidente declarado aberta a sessão, mediante o prévio exame do referido trabalho por parte de cada membro da Banca, o(a) discente procedeu à apresentação de seu Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação e foi submetido(a) à arguição pela Banca Examinadora que, em seguida, deliberou sobre o seguinte resultado:

(x) APROVADO

() REPROVADO, conforme parecer circunstanciado, registrado no campo Observações desta Ata e/ou em documento anexo, elaborado pela Banca Examinadora

Nota: _____

Observações da Banca Examinadora caso haja necessidade de anotações gerais sobre o Trabalho de Conclusão de Curso e sobre a defesa, as quais a banca julgue pertinentes

Nada mais havendo a tratar, o(a) senhor(a) Presidente declarou encerrada a sessão de Defesa, sendo a presente Ata lavrada e assinada pelos(as) senhores(as) membros da Banca Examinadora e pelo(a) discente, atestando ciência do que nela consta.

INFORMAÇÕES

Para fazer jus ao título de bacharel, a versão final do Trabalho de Conclusão de curso, considerado **Aprovado**, devidamente conferida pela Secretaria do Curso de **(colocar o nome do curso)**, deverá ser tramitada para o Repositório Institucional, dentro do prazo de 72 horas da realização da banca.

Juiz de Fora, 19 de fevereiro de 2025.

Assinatura digital dos membros da Banca Examinadora



Documento assinado eletronicamente por **Flavia Vital Januzzi, Professor(a)**, em 13/03/2025, às 14:59, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Fabricio Pereira Soares, Professor(a)**, em 13/03/2025, às 15:23, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Eduardo Duarte Horta, Professor(a)**, em 13/03/2025, às 15:42, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Diogo Antônio Esperança Amaral, Usuário Externo**, em 13/03/2025, às 16:43, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no Portal do SEI-Uffj (www2.ufff.br/SEI) através do ícone Conferência de Documentos, informando o código verificador **2255435** e o código CRC **3A8F180F**.

RESUMO

Este estudo tem como objetivo analisar o desempenho dos três maiores fundos de investimento imobiliário (FII) da segmentação de *shopping centers* listados no Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX), destacando as vantagens desse tipo de investimento, seu crescimento e os resultados apresentados por cada FII. A pesquisa adotou uma metodologia quantitativa de caráter descritivo, com base em dados secundários extraídos dos relatórios gerenciais publicados pelos gestores de cada fundo. A amostra utilizada compreende os três maiores FIIs listados no IFIX: XPML11, VISC11 e HGBS11. O período analisado abrange os anos de 2021, 2022, 2023 e os três primeiros trimestres de 2024. Para isso, foi realizada a análise de um conjunto de cinco variáveis: mercado, financeiras, vacância, rentabilidade e *dividend yield*, além da rentabilidade média anual. Cada uma dessas variáveis contribuiu significativamente para o estudo. Ainda assim, é importante considerar outros aspectos além dessas variáveis. Por fim, os resultados apontaram que os três fundos imobiliários apresentaram desempenhos semelhantes, demonstrando que são ativos de qualidade, com grande potencial de valorização e distribuição de rendimentos.

Palavras-chaves: Fundos imobiliários; Shopping centers; Desempenho.

ABSTRACT

This study aims to analyze the performance of the three largest real estate investment funds (FII) in the shopping center segment listed on IFIX, highlighting the advantages of this type of investment, its growth, and the results presented by each FII. The research adopted a quantitative and descriptive methodology, based on secondary data extracted from management reports published by each fund manager. The sample consists of the three largest FIIs listed on IFIX: XPML11, VISC11, and HGBS11. The analyzed period covers the years 2021, 2022, 2023, and the first three quarters of 2024. To achieve the goal, five variables were analyzed: market, financial, vacancy, profitability, and dividend yield, including the average annual profitability. Each of the variables contributed greatly to the study. Even though it is still important to consider other aspects besides these variables. The results showed us that the three real estate investment funds had similar results, leading to the conclusion that they are high-quality assets with great potential for appreciation and income distribution.

Keywords: Real estate investment funds; Shopping centers; Performance.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
2 REFERENCIAL TEÓRICO	13
2.1 ASPECTOS GERAIS.....	13
2.2 RISCOS DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS.....	16
2.3 SEGMENTAÇÃO DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS.....	17
2.4 CARACTERÍSTICAS DOS FIIS DE SHOPPING.....	18
2.5 CRESCIMENTO DE INVESTIDORES E DE FUNDOS IMOBILIÁRIOS.....	19
3 METODOLOGIA	25
3.1 A AMOSTRA.....	26
4 RESULTADO DOS CÁLCULOS E COMPARAÇÃO DOS ATIVOS	26
4.1 CARACTERÍSTICAS DOS FUNDOS.....	26
4.2 VARIÁVEIS FINANCEIRAS.....	33
4.3 VARIÁVEIS DE MERCADO.....	37
4.4 VARIÁVEIS DE VACÂNCIA.....	40
4.4.1 Vacância Física	41
4.4.2 Vacância Financeira	42
4.5 RENTABILIDADE DOS ALUGUÉIS/PREÇO (DY).....	44
4.6 RENTABILIDADE MÉDIA DESDE A CRIAÇÃO.....	45
4.6 RESUMO DA ANÁLISE COMPARATIVA.....	46
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	50
REFERÊNCIAS	52

1 INTRODUÇÃO

No Brasil é muito comum ver várias pessoas investindo em imóveis para alugar ou simplesmente apostar na compra e venda posterior. A maioria diz que são ótimos investimentos, porém alguns detalhes devem ser ressaltados como: necessidade de um capital maior para entrada, os imóveis são bens que geralmente apresentam uma liquidez menor e até mesmo podem gerar um rendimento abaixo da Renda Fixa. Em função desses fatores, surgiram na década de 1990 os fundos de investimentos imobiliários para pequenos investidores, especificamente em 1999. O primeiro fundo imobiliário foi o FII Shopping Higienópolis, conhecido pelo ticker SHPH11 (Almeida, 2023).

No geral, FIIs são ativos financeiros constituídos na forma de condomínio fechado que permitem investir no mercado imobiliário de uma forma mais prática e acessível. A captação de recursos ocorre por meio das cotas vendidas aos investidores. Após a acumulação desse recurso, os gestores utilizam esses valores para adquirir e comercializar imóveis (galpões logísticos, shopping centers, edifícios comerciais, agências bancárias, entre outros. Em nosso país, os fundos de investimento imobiliários são geridos por instituições financeiras com cada FII possuindo seu próprio regulamento constando a política de investimento do fundo (Mendes, 2018).

Os fundos imobiliários ainda estão engrenando no mercado brasileiro visto que as pessoas possuem uma certa resistência e medo em relação à bolsa de valores. Isso ocorre por conta da oscilação que a renda variável apresenta diariamente.

Ao se comparar com imóveis físicos, os ativos de fundos imobiliários saem com vantagens e, por isso, vêm crescendo com o passar dos anos. Os FIIs necessitam de um capital menor para começar a investir, possuem uma liquidez rápida e apresentam facilidade para as transações, têm a possibilidade de resgate parcial, inquilinos de médio e grande porte diminuindo o risco de inadimplência, além disso, a administração dos fundos é delegada a terceiros. Ainda possuem uma menor incidência de impostos e geralmente trazem uma rentabilidade maior que aluguéis de imóveis físicos. No que se refere aos imóveis em si, como dito no primeiro parágrafo, estes são investimentos que necessitam de um grande capital, tem uma liquidez mais lenta, o proprietário é o

administrador, que obtém um rendimento relativamente baixo em relação ao potencial do patrimônio. Adicionalmente, o imóvel em si não possibilita a prática de um desinvestimento parcial por conta do seu detentor e sua comercialização possuirá uma maior incidência de impostos (Mendes, 2018).

As pessoas estão buscando por ativos que aumentem seu patrimônio e sua rentabilidade ao longo do tempo de forma que aos poucos vão conseguindo atingir seus objetivos. Um estudo realizado sobre Análise de estilo de fundos imobiliários no Brasil indica que esse tipo de investimento vem crescendo entre investidores individuais e investidores institucionais (Scolese; Bergmann; Silva; Savoia, 2015). Dessa forma, o mercado de fundos de investimento imobiliário tem chamado a atenção de investidores de diversos perfis, visto que existem vários segmentos de FIs, o que contribui para a diversificação e segurança das carteiras.

Ademais, para uma carteira de investimentos sólida e segura é necessário enfatizar sua composição com ativos diversificados e é aí que os fundos imobiliários se encaixam. Não é recomendado ter somente uma classe de ativos (somente ações, somente ETFs ou até mesmo somente FIs). Tal fato aumentaria os riscos de qualquer investimento, visto que ter todo seu capital em um único ativo é altamente arriscado (Bora Investir, 2023).

Um estudo realizado por Chinzarian (2022) sobre a evolução da indústria de fundos imobiliários apresenta um crescimento expressivo no número de investidores de 2018 a novembro de 2022. Esse crescimento representou cerca de 950%, um salto de 208 mil investidores em 2018 para aproximadamente 1 milhão e 970 mil investidores em novembro de 2022 (Chinzarian, 2022).

O boletim mensal da B3 de dezembro de 2023 confirma esse dado apresentado por Chinzarian (2022) e também nos mostra o aumento de 2009 até o ano de 2023. Em dezembro de 2009, o número de investidores em fundos imobiliários era de 12 mil, já em dezembro de 2023 o número aumentou rapidamente para 2 milhões e 503 mil investidores.

Este estudo foi motivado pelo cenário de fundos imobiliários no Brasil, pessoas cada vez mais interessadas em investimentos e em formas de aumentar seus ganhos de maneira passiva, além do aumento crescente de investidores na bolsa de valores e principalmente a facilidade de acesso a esses ativos. Além disso, a falta de estudos sobre esse tema abordando especificamente essa segmentação de shopping centers trouxe uma oportunidade para este estudo.

Nesse contexto, o objetivo geral do estudo é analisar os três maiores fundos imobiliários listados no Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX) que possuem a maior parte do seu capital investido no segmento de *shopping center* nos anos de 2021, 2022, 2023 e os três primeiros trimestres de 2024. A escolha usou como base a participação nesse índice. O primeiro foi o *XP Malls FII* conhecido através do *ticker* XPML11 tendo participação de 4,554% no IFIX atualmente; a próxima escolha foi o *Vinci Shopping Centers Fundo de Investimento Imobiliário-FII* (VISC11) com participação de 2,518% e, por último, o *Hedge Brasil Shopping Fundo de Investimento Imobiliário* (HGBS11), com participação de 2,2% no índice (FIIS.com.br, 2024).

Os objetivos específicos deste estudo visam detalhar e estruturar as etapas necessárias para alcançar o objetivo geral. Primeiramente, busca-se demonstrar a evolução de cada fundo de acordo com as variáveis no período analisado. Em seguida, pretende-se evidenciar o crescimento dos fundos imobiliários. Além disso, estruturar todo o estudo para que todos os leitores consigam compreender o tema abordado.

No capítulo 2, será apresentado o referencial teórico, seguido da descrição da metodologia adotada no capítulo 3. No capítulo 4, são apresentadas as tabelas com as variáveis analisadas e a comparação dos ativos. Por fim, o artigo é concluído pelo capítulo 5 apresentando uma visão geral do estudo de acordo com os resultados obtidos na pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste tópico foi descrito como funcionam os fundos imobiliários, suas segmentações, características e outras informações necessárias para entender esse tipo de investimento. Ao final do tópico foram apresentadas informações sobre o mercado de investimento imobiliário brasileiro e os principais indicadores de análise que auxiliam os investidores na hora de escolher em qual ativo aplicar seus recursos.

2.1 ASPECTOS GERAIS

O principal autor que define os conceitos e aspectos gerais dos FIs é Roni Antônio Mendes, investidor desde 2007 no Bovespa e investidor em fundos imobiliários desde 2014. Ele escreveu o livro Fundos de investimento imobiliário: Aspectos Gerais e Princípios de Análise e ministra cursos de educação financeira.

É importante destacar que fundos imobiliários são ativos de renda variável, ou seja, as cotas¹ de cada fundo podem oscilar na bolsa de valores de acordo com as condições do mercado ou com a gestão da carteira. Dessa maneira, não é possível saber antes qual será o retorno exato e nem se os rendimentos são garantidos ao longo do tempo (Infomoney, 2022a).

Mendes (2018) afirma que fundos de investimentos imobiliários são ativos financeiros que permitem investir no mercado imobiliário com mais facilidade, inteligência e com capital inicial menor. Scolese et al. (2015) tratam fundos imobiliários como veículos de investimentos que reúnem investidores com objetivo de aplicar recursos em ativos de cunho imobiliário. Além disso, Scolese concorda também que os FIs oferecem melhor acessibilidade devido ao menor capital necessário.

Ademais, os fundos de investimento imobiliário são constituídos na forma de condomínio fechado, não sendo permitido o resgate antecipado de cotas. Caso o investidor deseje resgatar o investimento, deverá aguardar o prazo de duração do fundo, que nem sempre possui um prazo de duração definido. Outra forma de resgatar é vendendo as cotas na Bolsa de Valores para outros investidores que estejam interessados em compra-las (Mendes, 2018).

¹ As cotas são frações do valor do patrimônio do fundo (Portal do Investidor, gov.br, 2022).

Cabe ressaltar que a Bolsa de valores no Brasil, conhecida como B3, é o ambiente onde são negociados ativos do mercado de capitais, como ações, fundos de investimento imobiliário, opções, outros tipos de fundos e vários outros ativos (Infomoney, 2022a).

É destacado por Mendes (2018) que todo fundo imobiliário é administrado por uma instituição financeira e que ela é responsável pela captação de recursos junto aos investidores distribuindo as cotas dos fundos imobiliários. Além do administrador, fundos imobiliários também podem ter gestores. A partir disso, fica dividida a parte burocrática para os administradores, enquanto os gestores atuam na parte imobiliária. Em alguns FIs os administradores exercem os dois papéis (Mendes, 2018).

O processo de captação de recursos de um novo fundo é chamado de IPO (*Initial Public Offering* – Oferta Pública Inicial), dessa forma cada investidor que participou do IPO do fundo recebe uma quantidade de cotas de acordo com o valor investido. Outra forma de captar recursos é por meio da subscrição, que consiste na emissão de novas cotas para levantar mais capital após o IPO. Quando um fundo decide emitir novas cotas, ele dá o direito de subscrição aos cotistas que terão o direito de adquirir as cotas lançadas antes que sejam oferecidas ao público em geral (Infomoney, 2023).

Ademais, os recursos captados podem ser utilizados para aquisição ou construção de imóveis sejam eles urbanos ou rurais, residenciais ou comerciais, compra de ativos de renda fixa, compra de cotas de outros fundos e também na compra de ações de empresas que investem no segmento imobiliário (Castello; Monteiro, 2003).

Assim como cada FI é administrado por uma instituição financeira, cada fundo também tem seu próprio regulamento constando a política de investimento do fundo. Dessa forma, determinado fundo pode escolher investir em edifícios comerciais, em títulos de renda fixa, em outros fundos, na construção de imóveis para venda, em shopping centers, dentre outros imóveis no geral (Castello; Monteiro, 2003).

Gestores/administradores possuem funções e são responsáveis por realizar contratos com empresas, receber valores, pagar as despesas dos imóveis e da manutenção do fundo, fazer a distribuição dos resultados aos cotistas, entre outras funções, conforme afirma Mendes (2018). É importante deixar claro que os donos do fundo não são os administradores nem os gestores, os donos são os investidores que possuem as cotas (cotistas). São direitos dos cotistas: a participação das assembleias

convocadas pelo administrador e também o direito a voto, receber o direito de subscrição nas chamadas de capital do fundo e de receber parte dos proventos distribuídos de acordo com a quantidade de cotas detidas (ExpertXP, 2020).

A gestão de todo fundo pode ocorrer de duas formas, gestão passiva ou gestão ativa. A gestão passiva ocorre quando o patrimônio líquido é constituído por um ou mais imóveis, em parte ou em sua totalidade, e os rendimentos desses fundos são provenientes das receitas de locação desses imóveis. Destaca-se que eventuais vendas dos ativos têm que ser aprovadas em assembleias. A gestão ativa ocorre quando os fundos possuem imóveis em seu portfólio, e a geração de receitas está relacionada à administração desses ativos, especialmente por meio dos contratos de locações. No entanto o gestor pode negociar imóveis sem aprovação em Assembleia (Mendes, 2018).

Já os proventos são parte do resultado líquido do fundo que são distribuídos aos cotistas. Conforme a Lei 9.779/1999, art. 10º, inciso XI, parágrafo único os fundos imobiliários são obrigados a distribuir 95% do resultado líquido para seus investidores com base em seu balanço semestral (Planalto.gov, 1999). As assembleias são convocadas para tomarem decisões importantes para o fundo, como a aprovação de demonstrações financeiras, assuntos relacionados a emissões de novas cotas (processo de subscrição), troca de gestor/administrador, alterações no regulamento, entre outras decisões relevantes para o ativo (Mendes, 2018).

Atualmente quem faz a regulação dos fundos imobiliários é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária. Ela tem como principal objetivo fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil (Gov.br, 2023).

Seguindo a lógica do objetivo do artigo em estudar os três maiores FIs de *shopping centers* listados no IFIX, entende-se o IFIX como o principal índice de fundos imobiliários da bolsa. Ele tem como critério para determinar o peso de cada fundo no índice o valor de mercado dos fundos. Esse valor reflete a importância relativa de cada um na composição do índice, garantindo uma representação proporcional ao seu tamanho no mercado. Além disso, a participação de cada fundo no índice não pode ser superior a 20% (Infomoney, 2022b).

É uma carteira teórica com os fundos de investimento imobiliário mais negociados no mercado. Essa carteira é revisada a cada quatro meses e os FIs que não atendem aos pré-requisitos para estarem listados nele são retirados e outros fundos que ainda não são listados podem ser colocados caso atendam todos os requisitos (Infomoney, 2022b).

Portanto, o IFIX é utilizado para medir o desempenho dos fundos imobiliários mais negociados sendo o principal parâmetro para pesquisadores, investidores e profissionais da área financeira. Ou seja, o indicador serve para comparar o resultado dos FIs ao longo do tempo (Infomoney, 2022b).

O IFIX é o principal indicador do desempenho médio das cotações dos fundos imobiliários negociados nos mercados de bolsa e de balcão organizado da B3. Além disso, o IFIX é considerado um índice de retorno total, pois considera a valorização do ativo e, também, a sua distribuição de dividendos. Sendo assim, assume que todos os dividendos distribuídos são reinvestidos nos próprios FIs (B3, 2024).

2.2 RISCOS DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS

Antes de seguir para o próximo tópico, que vai tratar das segmentações existentes dentro dos fundos imobiliários, serão apresentados os riscos gerais existentes definindo cada um deles. Qualquer tipo de investimento pode apresentar riscos e cada ativo possui seu próprio risco; geralmente quanto maior o risco de um ativo maior tende a ser a sua rentabilidade (Mendes, 2018).

Apesar de os FIs apresentarem uma liquidez muito maior que imóveis tradicionais, alguns fundos podem apresentar uma baixa liquidez com baixa negociação diária. Isso caracteriza o risco de liquidez, ou seja, a dificuldade em encontrar compradores para seus ativos. Dessa forma, pode acontecer do investidor não conseguir vender sua posição em determinado ativo pela falta de compradores (Campani; Civiletti, 2024).

Outro risco iminente é o risco de mercado, que pode ser definido como as flutuações nos preços das cotas, podendo valorizar ou desvalorizar o ativo devido a situações de curto prazo. O recomendado por grandes investidores é o de não investir um capital que necessita a curto prazo, para evitar vender o ativo a qualquer preço e dessa maneira contabilizar um possível prejuízo (Fernandes, 2020).

O risco de vacância refere-se à possibilidade de o imóvel que o fundo aluga ficar sem inquilinos pela procura de imóveis melhores, mais baratos, melhor localizados ou até mesmo outras características específicas. Todo fundo que tem seus imóveis para locação está exposto a esse risco podendo trazer uma queda nos rendimentos de determinado ativo (ExpertXP, 2020).

Outro risco comum é o risco de inadimplência, definido como o risco de os inquilinos atrasarem com suas obrigações, ou seja, atrasarem o aluguel e reduzir o rendimento do fundo. Além da queda nos rendimentos, tal efeito também pode ocasionar a diminuição no preço de mercado das cotas (ExpertXP, 2020).

Ademais, o risco da taxa de juros é expresso pela valorização e desvalorização de cotas decorrente da oscilação da taxa de juros. Basicamente quando a taxa de juros está baixa, os rendimentos de renda fixa não se tornam tão atraentes fazendo com que os fundos imobiliários e outros ativos de renda variável se tornem atrativos. Da mesma forma, o contrário acontece quando a taxa básica de juros, a SELIC está alta e os investimentos em renda fixa se tornam atraentes. Destaca-se que o risco da taxa de juros pode ocasionar perdas no valor das cotas dos FIs (Fernandes, 2020).

Por fim, o risco de tributação dos rendimentos está relacionado à isenção de cobrança de imposto de renda dos dividendos recebidos pelas pessoas físicas que possuem cotas. Para essa isenção ocorrer o FI precisa ter no mínimo 50 cotistas e o investidor não pode possuir mais do que 10% das cotas individualmente. Esse risco é existente devido a lei n.11.196 de 2005 que incluiu na lei n.11.033 de 2004 a isenção da tributação (Mendes, 2018). De tempos em tempos surge a discussão pelo governo sobre a tributação desses rendimentos e o mercado reage de forma negativa devido ao fato de a isenção ser revista.

2.3 SEGMENTAÇÃO DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS

Os fundos imobiliários podem ser de variados tipos de acordo com o imóvel em que investem. Dessa forma, serão listados a seguir, resumidamente, os principais tipos de FIs. Os mais comuns de serem vistos são os fundos de tijolo, caracterizados por possuírem a maior parte de seu patrimônio líquido investido em imóveis físicos prontos ou em construção (Mendes, 2018). Os FIs analisados na amostra desse artigo se enquadram nessa segmentação.

Outro tipo de fundo imobiliário bastante comum são os FIIs de papéis. São aqueles que investem a maior parte do seu patrimônio em ativos de renda fixa com exposição ao mercado imobiliário (Letra de Crédito Imobiliário, Certificado de Recebíveis Imobiliários). Sua receita vem de juros recebidos das aplicações financeiras (Fernandes, 2020).

Existem também os fundos de fundos conhecidos como FOF. São caracterizados por investirem a maior parte de seu patrimônio em cotas de outros fundos imobiliários. Sua receita provém dos rendimentos recebidos (Borges; Martins, 2024). Já os FIIs de desenvolvimento são aqueles que investem em projetos de desenvolvimento imobiliário, principalmente em residenciais com a receita vindo das vendas de unidades construídas e comercializadas (Mendes, 2018). Por fim, os FIIs mistos são aqueles que investem em várias classes de ativos, não sendo possível observar uma predominância de patrimônio investido em uma única categoria (ExpertXP, 2020).

A partir daqui, será mostrada a segmentação dentro do setor de FIIs de tijolo. Podem existir variados tipos dentro desse setor e entre eles estão, FIIs de agências bancárias, de hospitais, de faculdades, de hotéis, de logística/industriais, de escritórios, comerciais e de shopping centers.

Em alinhamento com o objetivo deste trabalho, que é analisar os três maiores FIIs de *shopping centers* listados no IFIX, serão abordados no próximo tópico características e informações relevantes a esse segmento.

2.4 CARACTERÍSTICAS DOS FIIS DE SHOPPING

No setor de tijolo, segmentação de *shopping center*, os gestores investem a maior parte do patrimônio do fundo em shoppings inteiros ou em participações nesses imóveis (Mendes, 2018). Segundo Jacintho (2023), os FIIs de *shopping* têm como foco os mercados de alto crescimento, áreas densamente povoadas, com forte demografia e crescente demanda dos consumidores. Geralmente, os FIIs de *shopping* têm estrutura formada por lojas com nomes estabelecidos e negócios maduros que consigam direcionar o público ao consumo. Dessa forma, a maioria dos *shoppings* estão localizados em grandes cidades, com um grande número de lojistas âncoras. Lojas âncoras são grandes redes de varejos que atraem o público. Essas lojas âncoras são apoiadas em lojistas menores que oferecem produtos e serviços

complementares para os clientes. Logo, criam um mix de conveniência de compras para as pessoas (Jacintho, 2023).

Normalmente, esse segmento de fundo tem sua receita advinda da locação de espaços para lojistas, prestadores de serviços e outros tipos de inquilinos. A maioria dos fundos de *shopping* usam essa estratégia de locação bruta, mas também existem fundos que focam em propriedades independentes. Assim, utilizam arrendamentos líquidos triplo (*Triple-Net* ou NNN), onde além de pagar o aluguel base, o inquilino também é responsável pelo pagamento do seguro do prédio, IPTU e manutenção. Desse modo, do ponto de vista do locatário, há um gerenciamento de um fluxo de caixa mais estável (Jacintho, 2023).

Ao observar o lado dos investidores, é possível notar algumas vantagens como investir em grandes imóveis geradores de renda com um capital menor, ter um risco de liquidez menor em comparação com imóveis, a ausência de necessidade de lidar com processos burocráticos e o recebimento de rendimentos isentos de impostos (ExpertXP, 2020).

Assim como todo investimento, os FIIs de *shopping centers* têm seus próprios riscos e são bastante afetados por fatores externos. Esses fatores externos incluem eventos como pandemias, que recentemente causaram impactos negativos nesse segmento, avanços tecnológicos, taxa de juros, desastres climáticos e ambientais, mudanças nas leis locais ou nacionais, desaquecimento da economia, mudanças demográficas, entre outros fatores possíveis de acontecer (Manda; Violatti; Hoon; 2021). Qualquer fator que afete o consumo físico e presencial pode impactar esse segmento, seja de forma negativa ou positiva.

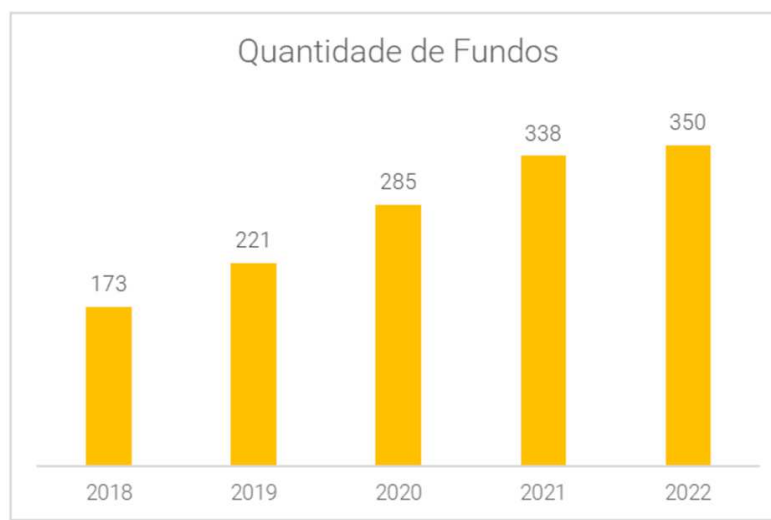
Em uma perspectiva macroeconômica, o autor Jacintho (2023) nos traz a visão de que os shoppings centers oferecem serviços essenciais, como lavagem a seco, corte de cabelo, cafeterias e outros serviços que são utilizados pela comunidade gerando renda para própria comunidade próxima. A proximidade geográfica e o atendimento personalizado que reflete as necessidades de um local específico é a fórmula vencedora (Jacintho, 2023).

2.5 CRESCIMENTO DE INVESTIDORES E DE FUNDOS IMOBILIÁRIOS

Como foi abordado na introdução, o estudo de Chinzarian (2022) não apenas mostrou o crescimento de investidores em fundos imobiliários, como também

evidenciou o crescimento da quantidade de fundos existentes. Em 2018, havia 173 FIs; em 2019 ampliou-se para 221 FIs, em 2020 esse número aumentou para 285. Já em 2021 o número de fundos imobiliários ampliou-se para 338, sendo que em 2022 assumiu o patamar de 350 fundos no total. Foi observado um aumento total de 177 fundos de 2018 para 2022.

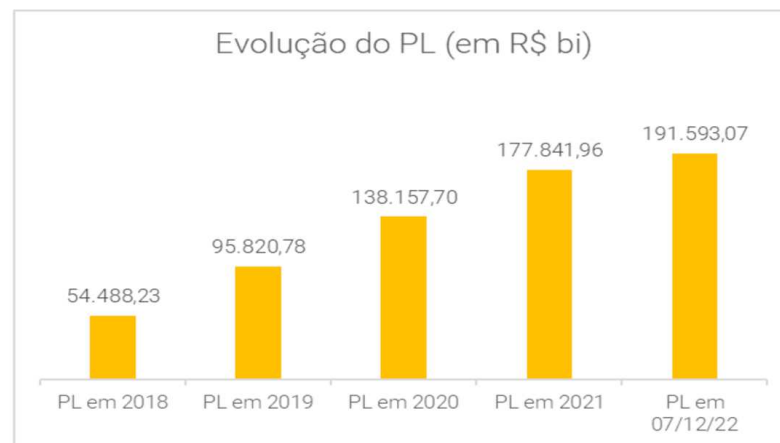
Gráfico 1: Quantidade de fundos (Economática).



Fonte: Economática. Data base: 07/12/2022.

Segundo Chinzarian (2022), o patrimônio total dos fundos passou de R\$ 54 bilhões em 2018 para mais de R\$ 191 bilhões de patrimônio total no final de 2022. O gráfico 2 demonstra esses dados:

Gráfico 2: Evolução do patrimônio líquido (Economática).

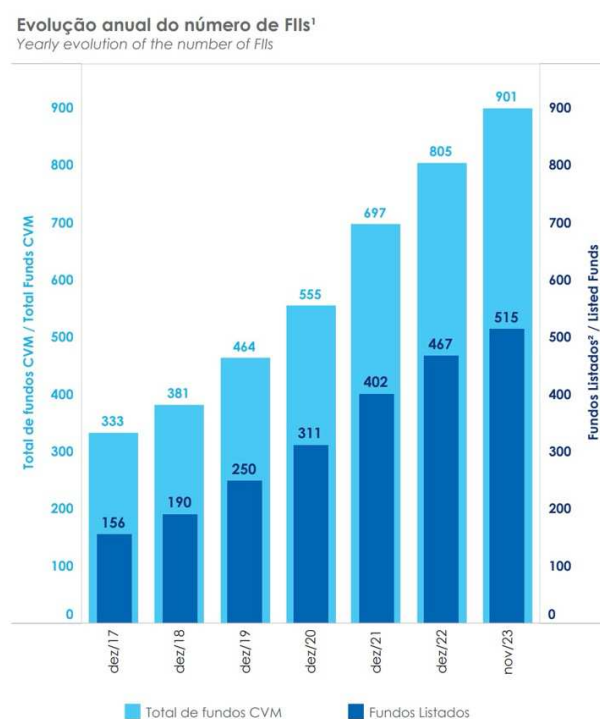


Fonte: Economática. Data base: 07/12/2022.

Vale ressaltar que os dados apresentados por Chinzarian (2022) se referem ao ano de 2022, o que indica que esse número aumentou ainda mais, seguindo a tendência de crescimento em 2023 e 2024, impulsionados pelo crescimento do mercado e por outros fatores externos que favorecem a expansão desse investimento.

Ao fazer a leitura do boletim mensal de dezembro do ano de 2023, é possível ver dados interessantes sobre o crescimento dos fundos imobiliários, como mostrado no gráfico a seguir:

Gráfico 3: Evolução anual do número de Fiis (B3).

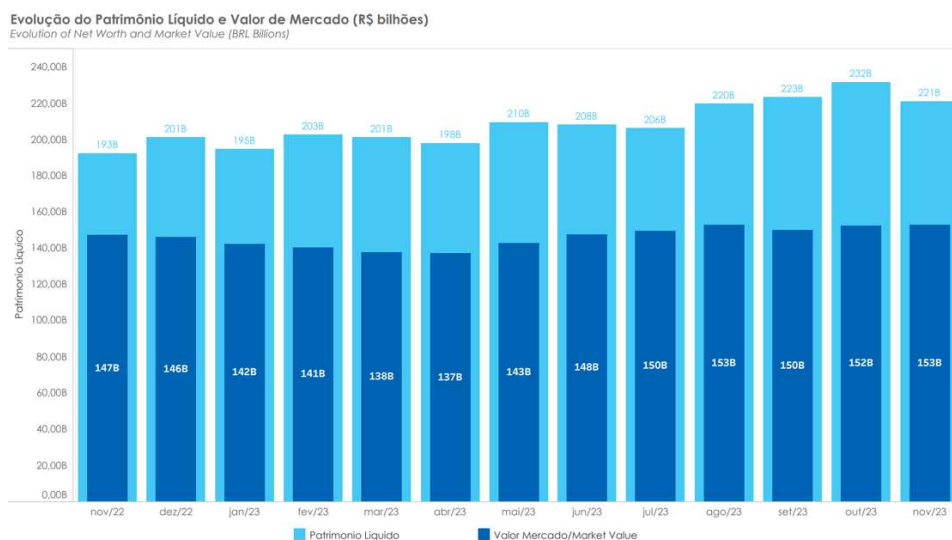


Fonte: Boletim Mensal de Fundos Imobiliários da B3, dez/2023.

Ao observar o gráfico 3 é possível notar que o ano que obteve o maior crescimento tanto no total de fundos na CVM quanto nos fundos listados na B3 foi o ano de 2021. Através da inclinação do gráfico 3 é observado que esse mercado ainda está em crescimento e a tendência é continuar crescendo por um tempo.

Em termos financeiros, o gráfico 4 aponta a relação de 12 meses do crescimento do patrimônio líquido e do valor de mercado referentes aos fundos listadas na B3:

Gráfico 4: Evolução do Patrimônio Líquido e Valor de Mercado (B3).



Fonte: Boletim Mensal de Fundos Imobiliários da B3, dez/2023.

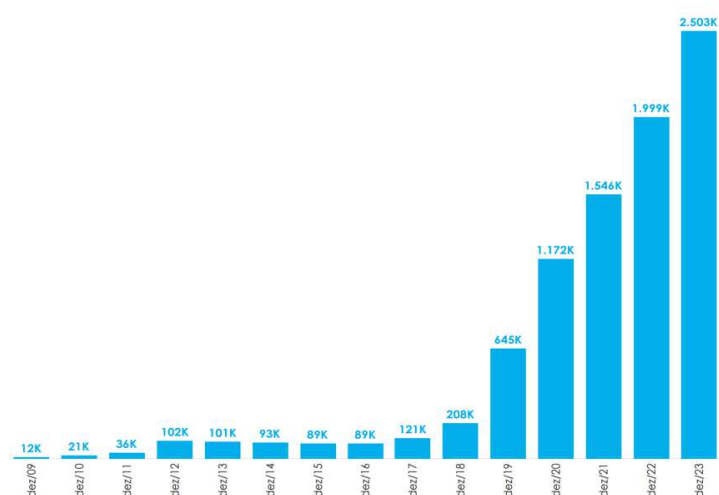
O boletim mensal da B3, referente ao fechamento de 2023, apresentado no gráfico 5, mostra a evolução do número de investidores no mercado de fundos imobiliários desde 2009.

Gráfico 5: Número de Investidores (B3).

NÚMERO DE INVESTIDORES

Number of investors

Evolução do Número de Investidores com posição em custódia (milhares)
Evolution of the number of investors - Custody (thousands)

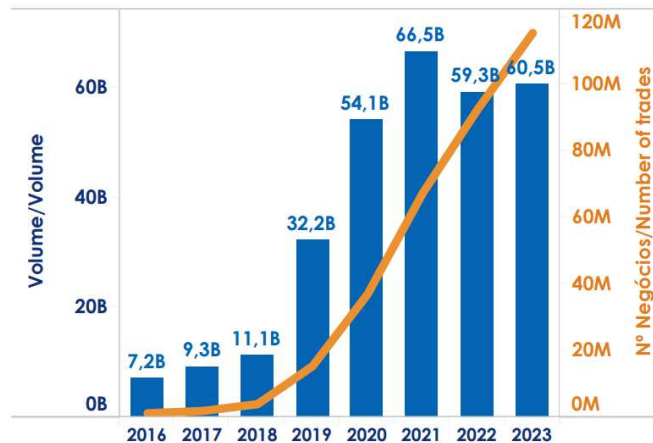


Fonte: Boletim Mensal de Fundos Imobiliários da B3, dez/2023.

Observa-se um crescimento discreto até 2012, seguido de pequenas quedas entre 2013 e 2016. A partir de 2017, o número de investidores começou a crescer de forma acelerada e constante, destacando-se como um período de forte expansão.

Adicionalmente, o boletim mensal de fundos apresenta outros dois gráficos. O primeiro, o gráfico 6, expõe dados sobre a evolução do volume de negociações de 2016 até 2023, enquanto o segundo, denominado gráfico 7, exhibe o número de negociações mensais do ano de 2023.

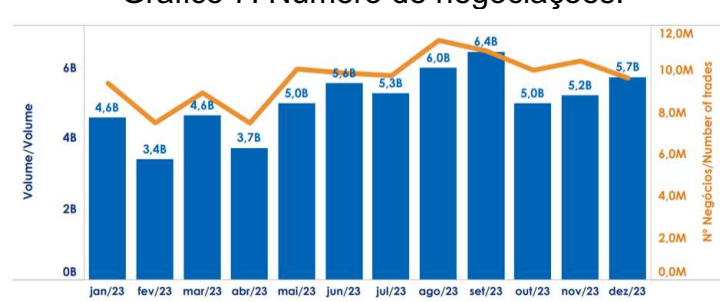
Gráfico 6: Evolução do volume de negociações:



Fonte: Boletim Mensal de Fundos Imobiliários da B3, dez/2023.

Ao observar o gráfico 6, visualiza-se que as negociações aumentaram de forma intensa em todo período até 2021 e houve uma queda em 2022. No ano de 2023 as negociações subiram em relação ao ano anterior, porém ainda não foram suficientes para chegar ao patamar de 2021.

Gráfico 7: Número de negociações.



Fonte: Boletim Mensal de Fundos Imobiliários da B3, dez/2023.

Analisando o gráfico 7, os meses com maior volume de negociações foram agosto e setembro. O ano começou com uma leve queda, recuperando-se gradualmente até setembro. Em outubro, registrou nova queda no volume, seguida por um crescimento lento até dezembro.

Atualmente, uma notícia apontou um aumento de R\$ 25 bilhões no patrimônio de fundos imobiliários em apenas um mês, o que fez com que atingisse uma marca histórica, elevando o patrimônio total para R\$ 246 bilhões (Jacintho, 2024). Além disso, foi possível observar o aumento no número de FIs, visto que atualmente há 458 FIs disponíveis na B3 (B3, 2024).

A pandemia trouxe impactos negativos a alguns segmentos e positivos para outros. Uma matéria sobre esse fato destacou que os fundos de papéis se beneficiaram por sua indexação à taxa de juros e inflação. Os fundos de galpões logísticos foram favorecidos pela crescente demanda por espaços para o e-commerce (Manda; Violatti; Hoon; 2021).

Os *shoppings* foram severamente impactados com a pandemia devido à falta de interação social e às restrições que foram necessárias na época, o reduziu drasticamente o consumo. Manda et al. (2021) afirmam que as restrições impostas ao público e ao comércio foram determinantes para o impacto na distribuição de dividendos dos fundos do segmento. Além disso, segundo os autores, o maior impacto observado foi nos meses de março e abril de 2020.

A partir de setembro de 2020, o setor de *shoppings* começou a se recuperar com as liberações e ao início da fase amarela (Manda; Violatti; Hoon; 2021). Portanto o setor vem reagindo fortemente no ano de 2023 sendo o segmento com melhor desempenho quando comparado aos principais segmentos de fundos no mercado (Carvalho, 2023).

3 METODOLOGIA

Esse artigo busca analisar o desempenho dos três maiores fundos imobiliários de *shopping* avaliando alguns indicadores importantes no período de 2021, 2022, 2023, e no primeiro, segundo e terceiro trimestre de 2024. Dessa forma, foram trazidas informações sobre o resultado apresentado pelos gestores de cada um dos FIs. Todos esses dados foram necessários para realizar os cálculos relacionados às variáveis analisadas.

Toda a análise foi baseada em dados secundários, visto que todas as informações foram retiradas do próprio relatório gerencial publicado pelos gestores dos fundos. Baptista e Campos (2016) afirmam que dados secundários são informações originais já existentes de outros autores.

A partir disso, a abordagem de pesquisa foi quantitativa de cunho descritivo partindo do pressuposto de que pode ser mensurado, examinado e descrito de maneira mais eficaz desde a coleta dos dados, durante o tratamento de dados e em toda a análise. Segundo Sampieri, Collado e Lucio (2013), pesquisas quantitativas utilizam uma base de dados numéricas e são caracterizadas por medirem fenômenos, utilizar estatísticas, testar hipóteses e realizar análise de causa-efeito por meio de processos sequenciais, dedutivos, comprobatórios ou objetivos.

Vergara (2014) destaca que a pesquisa de cunho descritivo expõe características de uma determinada população ou de um fenômeno, podendo, ainda, estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza, sem que tenha, no entanto, o compromisso de explicar os fenômenos que descreve.

O primeiro conjunto de variáveis a ser analisado foi o das variáveis financeiras e sua proporção em relação ao Patrimônio Líquido (PL): a receita bruta sobre o PL, a receita de locação sobre o PL, a receita da venda de ativos sobre o PL, as despesas de manutenção dos imóveis sobre o PL e o lucro líquido sobre o PL.

Já o segundo conjunto mostrou as variáveis de mercado demonstrando a comparação da taxa de ocupação, o preço do aluguel em metros quadrados (m²), o preço sobre o valor patrimonial (P/VP) e a variação no valor de mercado da cota ao ano.

O terceiro conjunto abordou as variáveis de vacância apresentando dois gráficos: o primeiro sobre a vacância física e o segundo sobre a vacância financeira.

A vacância física mostra a porcentagem dos imóveis que não estão alugados no momento e a vacância financeira refere-se à inadimplência de inquilinos.

O quarto conjunto discorreu sobre a rentabilidade dos aluguéis, ou seja, o *dividend yield* dos fundos em questão. Por fim, o quinto conjunto apresentou a rentabilidade média anual de cada fundo desde a sua criação. Apresentou-se um gráfico com a cotação do fundo desde o primeiro dia em bolsa até 30 de setembro de 2024 (terceiro trimestre de 2024) e a rentabilidade média anual desse período.

3.1 A AMOSTRA

A amostra foi composta por três fundos imobiliários que possuem a maior parte de seu patrimônio investido em *shopping center* no país. A escolha usou como base a participação no IFIX determinando o *ranking* de acordo com o valor de mercado de cada fundo. O primeiro foi o XP *Malls* FII (XPML11) tendo participação de 4,554%, sendo o maior FII dentro da amostra, o próximo ativo é o Vinci *Shopping Centers* Fundo Investimento Imobiliário-FII (VISC11), com a participação de 2,518% e por último foi o *Hedge* Brasil Shopping Fundo de Investimento Imobiliário (HGBS11) tendo sua participação de 2,2% no índice (FIIS.com.br, 2024).

Assim sendo, em termos de ranking da amostra, o maior fundo é o XPML com valor de mercado de R\$5.943.048.119, o segundo é o VISC com R\$3.133.673.000 e por fim, o HGBS, com R\$2.589.114.022 (Relatório Gerencial, 09/2024).

4 RESULTADO DOS CÁLCULOS E COMPARAÇÃO DOS ATIVOS

A partir desse ponto, analisaram-se as variáveis propostas no artigo apresentando primeiramente a tabela completa seguido de um detalhamento dessas informações a fim de facilitar a comparação entre os fundos imobiliários.

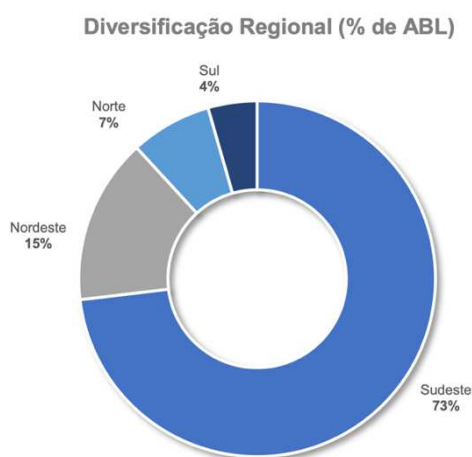
4.1 CARACTERÍSTICAS DOS FUNDOS

O XPML11 tem como objetivo a obtenção de renda por meio do investimento imobiliário em *shopping centers*, focando no ganho de capital com a compra e venda dos *shopping centers*. Tal FII teve início em 28/12/2017 e

atualmente conta com 464.384 cotistas com um patrimônio líquido de R\$ 4.414.962.848. O gestor do fundo é a XP Vista Asset Management Ltda e o administrador é a XP Investimentos CCTVM S.A. São categorizados pela ANBIMA como um FII de Renda Gestão Ativa no segmento de *shopping centers* (Relatório Gerencial, 04/2024).

O XPML está presente em todas as regiões do País (Norte, Nordeste, Centro-Oeste, Sudeste e Sul), com a maior concentração de ativos na região Sudeste, conforme mostra o gráfico 8:

Gráfico 8: Diversificação Regional XPML11 (Relatório Gerencial, 09/2024).



Fonte: Relatório Gerencial XPML11, setembro/2024.

Além da presença em todo o Brasil, o fundo se encontra estruturado e com sua carteira de ativos diversificada tendo sua maior parte em imóveis, uma outra parte considerável em Caixa, investimentos em outros FIIs e uma pequena parte em CRIs conversíveis (representados pelo Gráfico 9).

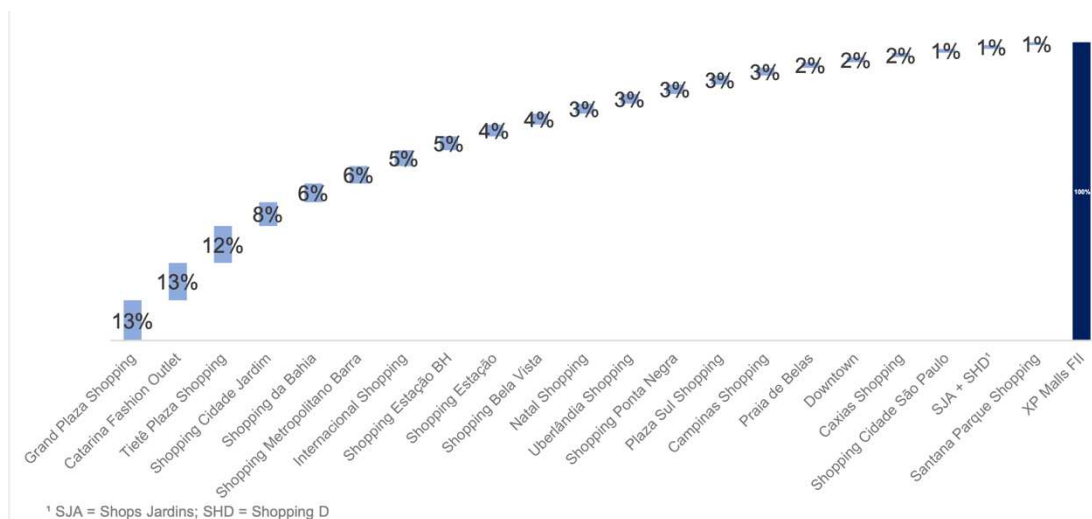
Gráfico 9: Carteira de Ativos XPML11 (Relatório Gerencial, 09/2024)



Fonte: Relatório Gerencial XPML11, setembro/2024.

Outro ponto bem avaliado no fundo é a concentração dos imóveis (representados pelo Gráfico 10), visto que nenhum imóvel do fundo ocupa mais que 13% de participação em sua carteira. Os dois maiores *shoppings* que possuem 13% são o *Grand Plaza Shopping* e o *Catarina Fashion Outlet*, enquanto o menor detém 1% de participação.

Gráfico 10: Carteira de Imóveis XPML11 (Relatório Gerencial, 09/2024).



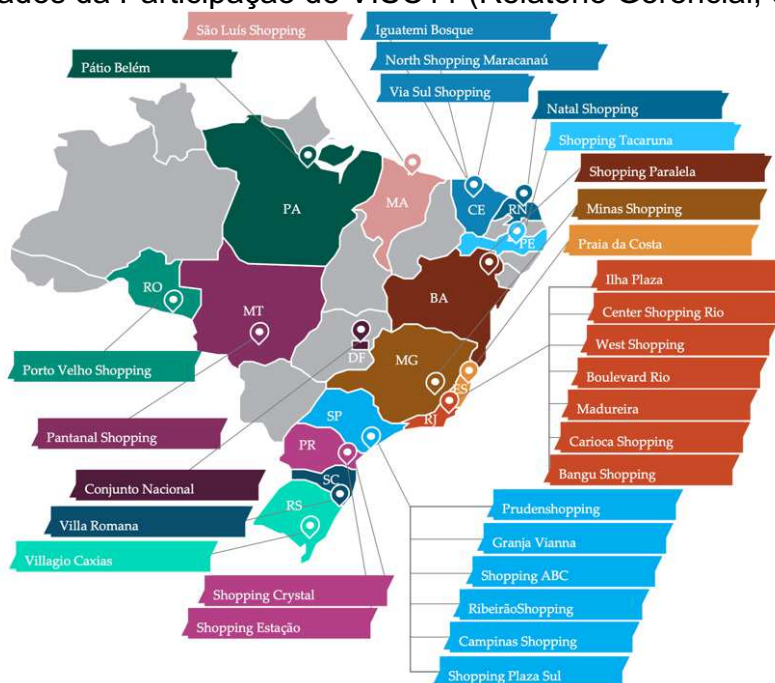
Fonte: Relatório Gerencial XPML11, setembro/2024

O VISC11 possui o mesmo objetivo do fundo acima iniciando-se no dia 10/03/2014, tendo como seu alvo os investidores em geral. O fundo é gerido

pela Vinci *Real Estate* Gestora de Recursos Ltda e administrado pela BRL Trust Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. Assim como o XPML11 ele é categorizado como um FII de Renda Gestão Ativa no segmento de shopping center tendo um total de 332.228 cotistas com patrimônio líquido de R\$ 3,7 bilhões (Relatório Gerencial, 04/2024).

O fundo está presente em 16 estados do país, o que indica que é um fundo bem diversificado geograficamente. A seguir, é apresentada uma figura demonstrando os imóveis nos quais o VISC tem participação e também os Estados em que eles se encontram:

Figura 1: Estados da Participação do VISC11 (Relatório Gerencial, 09/2024).



Fonte: Relatório Gerencial VISC11, setembro/2024.

A gestora do fundo VISC11 aponta a porcentagem do NOI² de cada ativo do fundo, assim podemos ver qual ativo é o maior gerador de receita operacional e qual é o menor, conforme expresso no Gráfico 11.

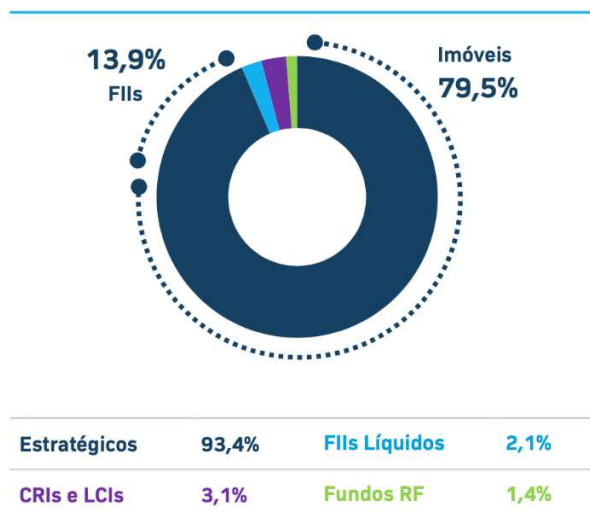
² Net Operating Income (NOI) ou Resultado Operacional Líquido é um indicador que mede a capacidade dos ativos de gerar receita operacional líquida, sendo essencial para avaliar a rentabilidade de um imóvel ou de um portfólio de imóveis dentro de um Fii. Ele subtrai as despesas operacionais diretas da receita operacional (Nord Research, 2024). Vale ressaltar que o NOI é um indicador operacional e bem comum de ser analisado nos fundos de shoppings principalmente pela natureza dos ativos, mas não é exclusivo para esse segmento.

bruta locável (ABL), localizados em regiões com área de influência de no mínimo 500 mil habitantes, sendo administrados por empresas especializadas e atuando de forma ativa na gestão da carteira de investimentos. Ele é gerido *pela Hedge Investments Real Estate* Gestão de Recursos Ltda e administrado pela *Hedge Investments* Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. Nessa análise, ele é o menor fundo em termos de cotistas e patrimônio líquido contando com 114.447 cotistas e R\$ 2,9 bilhões de patrimônio líquido. (Relatório Gerencial, 04/2024).

Infelizmente, a gestora do HGBS11 não apresentou de forma clara o NOI aos investidores e outros leitores, mas fez um ótimo trabalho ao trazer a sua carteira de ativos detalhadamente (visível no gráfico 13) e também a representação de cada imóvel da sua diversificação em ativos estratégicos (apresentada no gráfico 14).

Gráfico 13: Carteira de Ativos HGBS11 (Relatório Gerencial, 09/2024).

DIVERSIFICAÇÃO DA CARTEIRA DE ATIVOS



Fonte: Relatório Gerencial HGBS11, setembro/2024

O gráfico 13 demonstra a diversificação de ativos e destaca que o objetivo do fundo é concentrar a maior parte (79,5%) em imóveis de shopping centers, com uma pequena parcela alocada em CRIs e LCIs, uma outra fatia em FIs líquidos e uma porção menor em fundos de renda fixa. Logo abaixo, o gráfico 14 apresenta o peso de cada imóvel no portfólio do fundo, enquanto o gráfico 15 exibe a diversificação por Estado no território nacional.

Gráfico 14: Diversificação em Ativos Estratégicos HGBS11 (Relatório Gerencial, 09/2024).

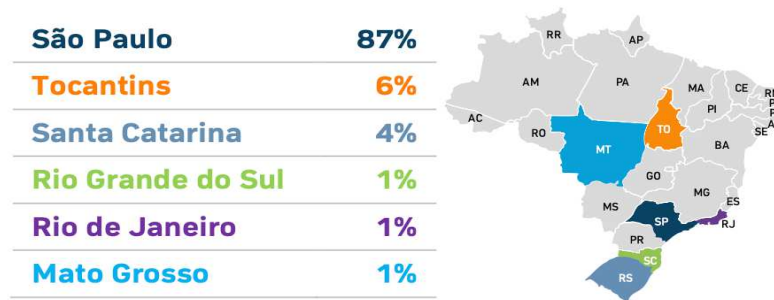


Fonte: Relatório Gerencial HGBS11, setembro/2024.

Ao analisar o Gráfico 14, percebe-se que a diversificação em ativos estratégicos é adequada, mas a diversificação geográfica deixa a desejar visto que tem uma significativa concentração no Estado de São Paulo, menos de 15% da carteira está presente nos outros Estados. Esse aspecto representa um ponto negativo do HGBS11, evidenciando a necessidade de a gestão considerar novas aquisições em outras regiões.

Gráfico 15: HGBS11 (Relatório Gerencial, 09/2024).

DIVERSIFICAÇÃO POR REGIÃO (%)



Fonte: Relatório Gerencial HGBS11, setembro/2024

Quando comparado aos outros fundos (XPML e VISC), o HGBS apresenta a menor diversificação geográfica e a menor carteira de ativos, apesar de ser o fundo mais antigo do estudo.

4.2 VARIÁVEIS FINANCEIRAS

A Tabela 1 a seguir apresenta as variáveis financeiras e seus principais indicadores para a análise dos fundos imobiliários. Na tabela 1, são apresentados os resultados obtidos dos indicadores presentes nas variáveis financeiras.

Tabela 1: Variáveis Financeiras

Quadro Resumo indicadores anuais		ANO 2021	ANO 2022	ANO 2023	ANO 2024 (1T)	ANO 2024 (2T)	ANO 2024 (3T)	ANO 2024 (1T, 2T e 3T)
Variável								
XPML11	% Receita Locação (sobre PL)	4,93%	7,21%	5,19%	1,97%	1,32%	1,50%	4,05%
	% Receita Bruta (sobre PL)	6,07%	9,91%	8,97%	2,77%	2,42%	2,54%	6,64%
	% Receita Venda Ativos (sobre PL)	0,20%	0,00%	2,83%	1,49%	0,00%	0,00%	1,00%
	% Despesa de Manutenção dos Imóveis (sobre PL)	0,36%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	% Lucro Líquido (sobre PL)	5,32%	7,98%	7,54%	2,77%	1,97%	2,22%	5,91%
VISC11	% Receita Locação (sobre PL)	6,0%	9,3%	8,8%	2,08%	1,86%	2,09%	6,05%
	% Receita Bruta (sobre PL)	6,0%	9,5%	9,3%	2,59%	2,15%	2,34%	7,11%
	% Receita Venda Ativos (sobre PL)	0,0%	0,4%	0,7%	1,04%	0,00%	0,30%	1,35%
	% Despesa de Manutenção dos Imóveis (sobre PL)	0,0%	0,0%	0,0%	0,02%	0,00%	0,00%	0,02%
	% Lucro Líquido (sobre PL)	4,7%	6,9%	7,3%	3,01%	1,60%	2,09%	6,74%
HGBS11	% Receita Locação (sobre PL)	2,86%	5,07%	4,31%	1,69%	1,48%	1,63%	4,88%
	% Receita Bruta (sobre PL)	6,80%	7,85%	6,98%	2,40%	1,99%	2,10%	6,60%
	% Receita Venda Ativos (sobre PL)	0%	0,00%	0,00%	1,10%	0,00%	0,38%	1,51%
	% Despesa de Manutenção dos Imóveis (sobre PL)	0%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	% Lucro Líquido (sobre PL)	4,17%	7,26%	6,96%	3,08%	1,61%	2,55%	7,37%

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Com base na tabela 1, que reúne todos os fundos, observa-se que o ano de 2021 foi impactado pela pandemia. Em 2022, os indicadores se recuperaram com o controle da pandemia e o retorno à normalidade. Em seguida, os resultados de 2023 e do restante do período analisado de 2024 mostraram uma leve queda em comparação a 2022, mas ainda ficaram acima dos níveis de 2021.

A receita de locação apresentada pela tabela 2 mostra impactos negativos da pandemia para esse setor, muitas lojas foram impactadas influenciando no resultado dos três fundos. Entre os três fundos, o VISC apresentou a maior receita de locação sobre o patrimônio líquido (6%), seguido pelo XPML (4,93%). O HGBS foi o mais afetado, com apenas 2,86%.

Tabela 2: % Receita Locação (sobre PL)

Quadro Resumo indicadores anuais		ANO 2021	ANO 2022	ANO 2023	ANO 2024 (1T)	ANO 2024 (2T)	ANO 2024 (3T)	ANO 2024 (1T, 2T e 3T)
Variável								
XPML	%Receita Locação (sobre PL)	4,93%	7,21%	5,19%	1,97%	1,32%	1,50%	4,05%
VISC	%Receita Locação (sobre PL)	6,0%	9,3%	8,8%	2,08%	1,86%	2,09%	6,05%
HGBS	%Receita Locação (sobre PL)	2,86%	5,07%	4,31%	1,69%	1,48%	1,63%	4,88%

Fonte: Elaborado pelo Autor.

O movimento se repete, apresentando uma alta recuperação em 2022, com resultados mais promissores para o segmento. O ativo VISC subiu pouco mais da metade, passando de 6% para 9,3%; HGBS quase dobrou a receita de locação no ano em questão, indo de 2,86% para 5,07%; e o XPML de 4,93% para 7,21%.

Observa-se que, apesar das quedas apresentadas no ano de 2023 e 2024, possivelmente por conta da alta das taxas de juros, tais decréscimos são menores que o patamar atingido no ano de 2021. Em suma, o FII que apresentou o melhor desempenho entre os três foi o VISC11, pois teve a maior proporção de receita de locação em relação ao patrimônio líquido e registrou a menor queda. Em segundo lugar, ficou o XPML, superado apenas pelo HGBS no período de 2024.

Adicionalmente, a receita bruta mostra dados da receita de locação agregando o valor das receitas vindas de títulos e valores mobiliários e receitas financeiras, lembrando que a maior parte da receita vem da locação.

Tabela 3: % Receita Bruta (sobre PL)

Quadro Resumo indicadores anuais		ANO 2021	ANO 2022	ANO 2023	ANO 2024 (1T)	ANO 2024 (2T)	ANO 2024 (3T)	ANO 2024 (1T, 2T e 3T)
Variável								
XPML	% Receita Bruta (sobre PL)	6,07%	9,91%	8,97%	2,77%	2,42%	2,54%	6,64%
VISC	% Receita Bruta (sobre PL)	6,0%	9,5%	9,3%	2,59%	2,15%	2,34%	7,11%
HGBS	% Receita Bruta (sobre PL)	6,80%	7,85%	6,98%	2,40%	1,99%	2,10%	6,60%

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Observa-se um comportamento crescente, semelhante ao indicador anterior, com alta em 2022 e uma leve redução no restante do período analisado. Esse indicador apresentou uma queda menos acentuada em relação ao indicador anterior, possivelmente devido às outras receitas incluídas na receita bruta.

VISC e XPML registraram as maiores altas, enquanto o HGBS teve um crescimento de apenas 1,05%. O VISC também registrou a menor queda da receita bruta, demonstrando maior segurança em relação às variações negativas. Além disso, HGBS e XPML apresentaram uma diferença de aproximadamente 1% na queda. Vale

destacar que, até o terceiro trimestre de 2024, os resultados se mantiveram próximos aos de 2022 e 2023. Isso indica que, se mantiverem esse desempenho, podem fechar o ano de 2024 com ótimos números.

Embora o XPML tenha registrado a maior alta em 2022, acredita-se que o VISC apresentou o melhor desempenho, pois teve uma queda menor em 2023 e demonstra grande potencial de crescimento. O HGBS destacou-se em 2021, mas nos anos seguintes seus resultados foram inferiores em comparação aos outros FIIs. Com base nos resultados mais recentes, o VISC foi o melhor fundo nesse indicador, seguido pelo XPML, enquanto o HGBS ficou novamente em último lugar.

A receita proveniente da venda de ativos não está incluída na receita bruta, sendo apresentada separadamente, apesar da sua proporção em relação ao patrimônio líquido não ter sido significativa.

Tabela 4: % Receita Venda Ativos (sobre PL)

Quadro Resumo indicadores anuais		ANO 2021	ANO 2022	ANO 2023	ANO 2024 (1T)	ANO 2024 (2T)	ANO 2024 (3T)	ANO 2024 (1T, 2T e 3T)
Variável								
XPML	%Receita Venda Ativos (sobre PL)	0,20%	0,00%	2,83%	1,49%	0,00%	0,00%	1,00%
VISC	%Receita Venda Ativos (sobre PL)	0,0%	0,4%	0,7%	1,04%	0,00%	0,30%	1,35%
HGBS	%Receita Venda Ativos (sobre PL)	0%	0,00%	0,00%	1,10%	0,00%	0,38%	1,51%

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Os três fundos não apresentaram resultados expressivos em relação à venda de ativos, com essa proporção zerada em vários períodos. Em 2021, o único ativo que realizou a venda de ativo foi o XPML correspondente a apenas 0,20% do seu patrimônio líquido, enquanto os outros dois não obtiveram nenhuma receita dessa fonte.

A partir de 2022, o VISC realizou vendas em todos os períodos, exceto no segundo trimestre de 2024. O XPML gerou esse tipo de receita em 2023 e no primeiro trimestre de 2024. Por outro lado, o HGBS permaneceu zerado nos três primeiros anos e obteve receita dessa forma apenas no primeiro e terceiro trimestre de 2024. Neste indicador, é fundamental compreender o motivo das vendas de ativos, para que o investidor avalie se elas visam quitar dívidas, aumentar o caixa do fundo ou investir em imóveis mais valiosos e rentáveis.

Concluindo a análise sobre receitas e iniciando a discussão sobre as despesas de manutenção dos imóveis, a tabela 5 apresenta a proporção dessas despesas sobre o patrimônio líquido. Esse indicador apresentou-se mais estável comparativamente aos demais. Apenas o XPML, em 2021, e o VISC no primeiro trimestre de 2024

registraram esse tipo de despesa, enquanto o HGBS não apresentou nenhuma despesa com a manutenção dos imóveis durante todo o período. Ainda assim, essas despesas foram consideradas baixas em relação ao patrimônio líquido dos fundos, representando menos de 0,4%.

Tabela 5: % Despesa de Manutenção dos Imóveis (sobre PL)

Quadro Resumo indicadores anuais		ANO 2021	ANO 2022	ANO 2023	ANO 2024 (1T)	ANO 2024 (2T)	ANO 2024 (3T)	ANO 2024 (1T, 2T e 3T)
Variável								
XPML	% Despesa de Manutenção dos Imóveis (sobre PL)	0,36%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
VISC	% Despesa de Manutenção dos Imóveis (sobre PL)	0,0%	0,0%	0,0%	0,02%	0,00%	0,00%	0,02%
HGBS	% Despesa de Manutenção dos Imóveis (sobre PL)	0%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Ao observar o último indicador da tabela, o lucro líquido sobre o patrimônio líquido (também conhecido como ROE) observa-se (assim como para a receita) que o ano de 2021 apresentou os menores patamares de forma geral. O ativo XPML e HGBS apresentaram alta de 2021 para 2022, seguidos por uma leve queda em 2023. Por outro lado, o VISC foi o único ativo que manteve uma tendência de crescimento, embora sua alta entre 2021 e 2022 tenha sido menos expressiva em comparação aos outros dois ativos.

Por fim, apesar da leve queda do XPML e HGBS em 2023, todos os fundos apresentaram resultados muito próximos. Nos trimestres de 2024, os três fundos alcançaram ótimos resultados: o HGBS teve um ROE acumulado de 7,37%, o VISC alcançou 6,74% e o XPML registrou 5,91%. Vale destacar que ainda falta o fechamento do último trimestre de 2024, o que pode impactar nesses valores em termos totais.

Tabela 6: % Lucro Líquido (sobre PL)

Quadro Resumo indicadores anuais		ANO 2021	ANO 2022	ANO 2023	ANO 2024 (1T)	ANO 2024 (2T)	ANO 2024 (3T)	ANO 2024 (1T, 2T e 3T)
Variável								
XPML	% Lucro Líquido (sobre PL)	5,32%	7,98%	7,54%	2,77%	1,97%	2,22%	5,91%
VISC	% Lucro Líquido (sobre PL)	4,7%	6,9%	7,3%	3,01%	1,60%	2,09%	6,74%
HGBS	% Lucro Líquido (sobre PL)	4,17%	7,26%	6,96%	3,08%	1,61%	2,55%	7,37%

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Na proporção do lucro líquido sobre o patrimônio líquido, o fundo que mais se destacou foi XPML, devido ao maior lucro líquido registrado em todos os anos, exceto em 2024. O VISC também se destacou, graças à sua tendência de crescimento gradual, enquanto o HGBS teve resultados próximos ao dos outros fundos, ficando acima do VISC em 2022 e superando ambos em 2024.

De modo geral, o melhor fundo foi o VISC, principalmente pelos indicadores de receita. Nos indicadores de despesas com a manutenção dos imóveis e lucro líquido, o VISC ocupou a segunda posição. O XPML ficou em segundo lugar, muito próximo do VISC nos indicadores de receita, e apresentou o melhor resultado no indicador de lucro líquido. Já o HGBS teve o pior desempenho em receita entre os fundos e obteve o melhor resultado no indicador de despesas com a manutenção dos imóveis, embora esses números não tenham sido significativos para análise.

4.3 VARIÁVEIS DE MERCADO

Através das variáveis de mercado, é possível analisar o preço do aluguel, a taxa de ocupação, o preço sobre o valor patrimonial e a variação no valor de mercado da cota. Abaixo a Tabela 7 mostra o resultado obtido para essas variáveis.

Tabela 7: Variáveis de Mercado

Quadro Resumo indicadores anuais Variável		ANO 2021	ANO 2022	ANO 2023	ANO 2024 (1T)	ANO 2024 (2T)	ANO 2024 (3T)	ANO 2024 (1T, 2T e 3T)
XPML11	Taxa de Ocupação	94,98%	96,05%	95,53%	95,30%	95%	96%	95%
	Preço Aluguel (m2)	R\$ 68,58	R\$ 72,17	R\$ 84,80	R\$ 148,17	R\$ 138,03	R\$ 126,15	R\$ 137,45
	P/NP	0,95	0,94	1,05	1,05	1,02	0,90	0,90
	Variação no Valor de Mercado da cota (% a.a)	-14,82%	-3,77%	22,41%	.	.	.	-8,27%
VISC11	Taxa de Ocupação	91,93%	93,08%	92,80%	92,60%	93,80%	94,00%	93,47%
	Preço Aluguel (m2)	R\$ 171,07	R\$ 256,12	R\$ 293,81	R\$ 300,65	R\$ 251,44	R\$ 281,53	R\$ 277,87
	P/NP	0,89	0,86	0,93	0,96	0,92	0,86	0,86
	Variação no Valor de Mercado da cota (% a.a)	-11%	3%	17%	.	.	.	-12%
HGBS11	Taxa de Ocupação	92,52%	93,43%	92,20%	93,20%	94,00%	94,30%	93,83%
	Preço Aluguel (m2)	R\$ 92,70	R\$ 166,25	R\$ 175,90	R\$ 231,14	R\$ 188,67	R\$ 205,23	R\$ 208,35
	P/NP	0,90	0,86	1,00	0,99	0,93	0,91	0,91
	Variação no Valor de Mercado da cota (% a.a)	-11,21%	-0,92%	21,36%	.	.	.	-11,86%

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Assim como no tópico anterior, relacionado às variáveis financeiras, a Tabela 7 será detalhada, dividindo-a de acordo com cada indicador.

Tabela 8: Taxa de Ocupação

Quadro Resumo indicadores anuais Variável		ANO 2021	ANO 2022	ANO 2023	ANO 2024 (1T)	ANO 2024 (2T)	ANO 2024 (3T)	ANO 2024 (1T, 2T e 3T)
XPML	Taxa de Ocupação	94,98%	96,05%	95,53%	95,30%	95%	96%	95%
VISC	Taxa de Ocupação	91,93%	93,08%	92,80%	92,60%	93,80%	94,00%	93,47%
HGBS	Taxa de Ocupação	92,52%	93,43%	92,20%	93,20%	94,00%	94,30%	93,83%

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Iniciando pela taxa de ocupação, a Tabela 8 apresenta o período de análise proposto pelo artigo, destacando que todos os ativos mantiveram uma taxa de ocupação superior a 90%, o que é um sinal positivo. De forma geral, o fundo com a

maior taxa de ocupação foi o XPML, que se manteve próximo a 95% em 2021 e acima desse percentual nos anos seguintes, superando os outros dois ativos, que não atingiram esse nível de ocupação.

Em uma comparação do VISC e do HGBS, os dois ativos apresentaram resultados semelhantes nesse indicador. Apesar da proximidade, o VISC teve uma taxa de ocupação superior à do HGBS apenas no ano de 2023, enquanto nos outros anos analisados o HGBS manteve-se acima por pouco.

Esse indicador é essencial para entender a vacância física, que será analisada adiante, além de avaliar quanto o fundo está deixando de gerar em receitas devido a essa vacância.

O próximo indicador, apresentado pela Tabela 9, é o preço do aluguel por metro quadrado.

Tabela 9: Preço do Aluguel (m²)

Quadro Resumo indicadores anuais		ANO 2021	ANO 2022	ANO 2023	ANO 2024 (1T)	ANO 2024 (2T)	ANO 2024 (3T)	ANO 2024 (1T, 2T e 3T)
Variável								
XPML	Preço Aluguel (m ²)	R\$ 68,58	R\$ 72,17	R\$ 84,80	R\$ 148,17	R\$ 138,03	R\$ 126,15	R\$ 137,45
VISC	Preço Aluguel (m ²)	R\$ 171,07	R\$ 256,12	R\$ 293,81	R\$ 300,65	R\$ 251,44	R\$ 281,53	R\$ 277,87
HGBS	Preço Aluguel (m ²)	R\$ 92,70	R\$ 166,25	R\$ 175,90	R\$ 231,14	R\$ 188,67	R\$ 205,23	R\$ 208,35

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Observa-se que o preço do aluguel (m²) vem subindo até o primeiro trimestre de 2024 seguido por uma leve queda a partir do segundo trimestre. Em 2021, o preço do aluguel era relativamente baixo, possivelmente por conta da pandemia do Coronavírus que afetou gravemente essa variável. Conforme a normalidade foi retomada, o preço do aluguel por metro quadrado obteve alta se recuperando de forma significativa.

Os valores mais altos praticados por preço/m² são do VISC decorrente da localização de seus ativos, concentrados em São Paulo e Rio de Janeiro (46% da receita operacional líquida). Em relação ao XPML e o HGBS, os imóveis do XPML apresentam os preços de aluguéis mais baixos entre os dois ativos.

O terceiro indicador das variáveis de mercado é o preço sobre o valor patrimonial também conhecido como P/VP. Esse indicador nos mostra se o ativo está sendo negociado pelo seu valor contábil (indicador próximo a 1), ou por um valor inferior ou superior. Valores muito altos poderiam indicar sobreprecificação das cotas, enquanto os muito abaixo poderiam indicar que as mesmas poderiam estar sofrendo consideráveis descontos.

Tabela 10: P/VP

Quadro Resumo indicadores anuais		ANO 2021	ANO 2022	ANO 2023	ANO 2024 (1T)	ANO 2024 (2T)	ANO 2024 (3T)	ANO 2024 (1T, 2T e 3T)
Variável								
XPML	P/VP	0,95	0,94	1,05	1,05	1,02	0,90	0,90
VISC	P/VP	0,89	0,86	0,93	0,96	0,92	0,86	0,86
HGBS	P/VP	0,90	0,86	1,00	0,99	0,93	0,91	0,91

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Ao observar a Tabela 10 para os anos de 2021 e 2022 os três ativos apresentaram preço/valor patrimonial abaixo de 1, significando que estavam sendo negociados abaixo do valor contábil. O mais próximo do 1 era o XPML seguido pelo HGBS e por último o VISC. Também é possível observar uma queda em 2022, seguida por uma tendência de crescimento nos anos posteriores.

Em 2023, o único fundo negociado acima do valor contábil foi o XPML, com um indicador de 1,05. O VISC, por outro lado, era negociado abaixo do valor contábil a um patamar de 0,93, enquanto o HGBS estava exatamente próximo de 1. Em 2024, ao analisar os trimestres, os três ativos apresentaram quedas, inclusive superiores às observadas em 2021, se situando abaixo de 1.

Por fim, o último indicador analisado é a variação no valor de mercado da cota. Como é um indicador analisado anualmente, a última variação (a de 2024) foi calculada com base no valor da cota divulgada no último trimestre de 2024 sobre a cota de fechamento do ano de 2023.

A variação no valor de mercado da cota está relacionada com o indicador anterior, o P/VP, pois ambos estão vinculados aos valores pelos quais os ativos são negociados. A variação negativa apresentada em 2021 e 2022 resultou em um P/VP abaixo de 1. Observa-se também que a variação positiva e significativa de 2023 indicou uma alta no preço sobre o valor patrimonial, seguida por leve queda nos três trimestres de 2024. Isso indica uma recuperação após a pandemia, com oscilações marcantes, já que os três fundos passaram de mais de -11% para valores próximos de 0% e, em seguida, registraram altas superiores a 20% (XPML e HGBS) e 17% (VISC) em 2023, como demonstrado na Tabela 11:

Tabela 11: Variação no Valor de Mercado da Cota (% a.a.)

Quadro Resumo indicadores anuais		ANO 2021	ANO 2022	ANO 2023	ANO 2024* (1T, 2T e 3T)
	Variável				
XPML	Variação no Valor de Mercado da cota (% a.a)	-14,82%	-3,77%	22,41%	-8,27%
VISC	Variação no Valor de Mercado da cota (% a.a)	-11%	3%	17%	-12%
HGBS	Variação no Valor de Mercado da cota (% a.a)	-11,21%	-0,92%	21,36%	-11,86%

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Em resumo, o fundo que mais valorizou de 2021 para 2022 foi o VISC, seguido pelo HGBS e, por último, o XPML. De 2022 para 2023, o XPML obteve o melhor desempenho, seguido pelo HGBS, enquanto o VISC ficou em terceiro lugar. Em 2024, o fundo que menos se desvalorizou foi o XPML, seguido novamente do HGBS e, por fim o VISC, que ficou atrás do HGBS por uma pequena diferença.

De modo geral, em relação às variáveis de mercado, o fundo com o melhor desempenho foi o XPML, destacando-se por sua alta taxa de ocupação, possivelmente influenciada pelo valor do aluguel por metro quadrado, além de sua variação no valor de mercado da cota. O único ponto negativo foi que, na maior parte do período analisado, o fundo estava sendo negociado acima do seu valor contábil.

Em segundo lugar está o VISC. Embora apresente a menor taxa de ocupação entre os três fundos, ele possui imóveis em localizações privilegiadas e está sendo negociado com um grande desconto, devido ao seu P/VP abaixo de 1, o que pode ser visto como uma excelente oportunidade. Além disso, a variação no valor de mercado da cota foi a menor entre os fundos. Em último lugar, aparece o HGBS, não por ser o pior fundo, mas por não se destacar em nenhum dos indicadores, ficando constantemente atrás de pelo menos um dos outros dois ativos.

4.4 VARIÁVEIS DE VACÂNCIA

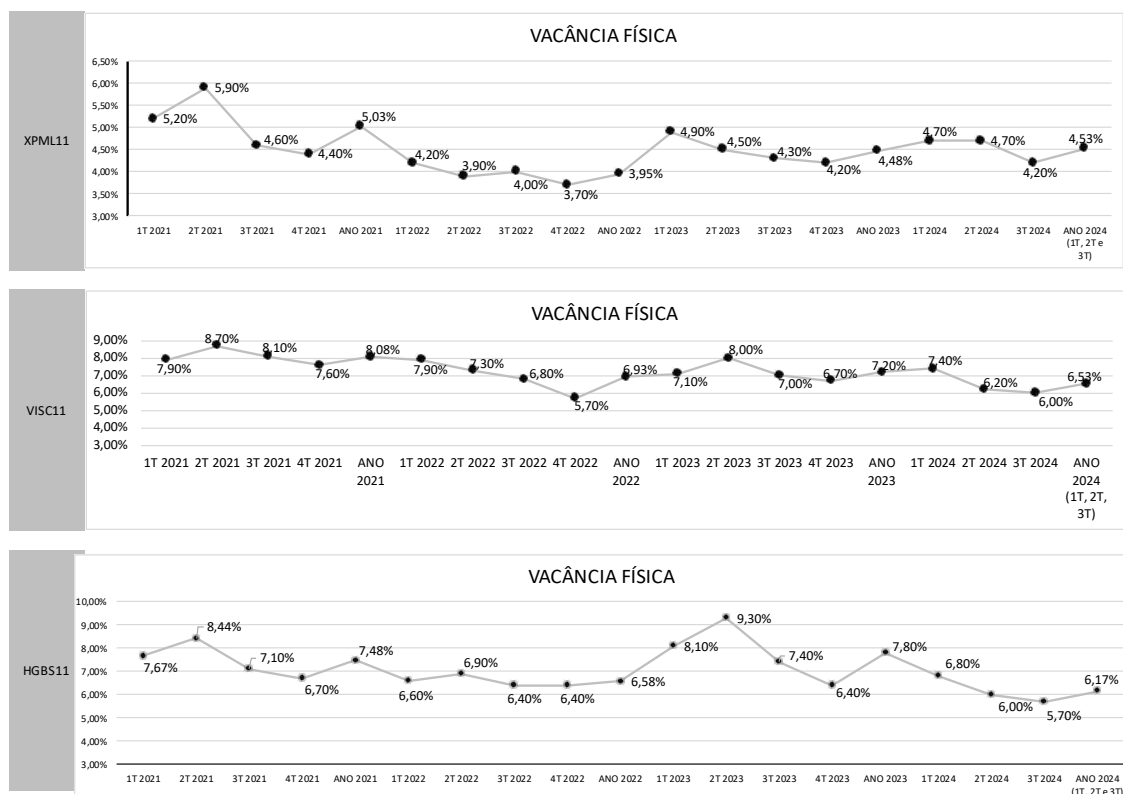
Este tópico apresenta os dois tipos de vacância abordados no estudo: a vacância física e vacância financeira. Para facilitar a compreensão dos leitores e a comparação das variáveis, elas foram analisadas separadamente.

4.4.1 Vacância Física

A vacância física de um fundo do segmento de *shopping center* é bem importante de ser analisada. Ela aponta o percentual da área física que não está alugada, ou seja, não está gerando rendimentos para o fundo.

Os Gráficos 16 e 17 mostram os dois tipos de vacância (física e financeira) que um FII desse segmento pode apresentar. As informações demonstradas nos gráficos mostram a vacância do fundo todo e não apenas de um único imóvel visto que um fundo pode possuir mais de um *shopping* em sua carteira.

Gráfico 16: Vacância Física da Amostra



Fonte: Elaborado pelo Autor.

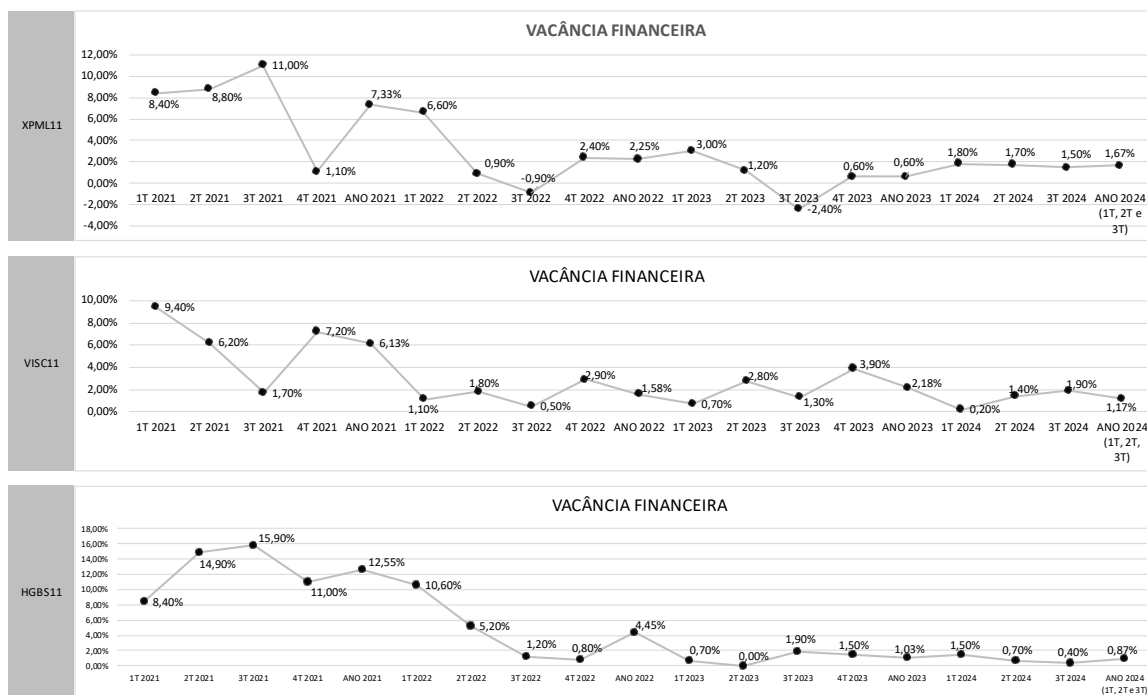
Observando o Gráfico 16, percebe-se que todos os fundos ficaram muito próximos em termos de vacância física nesse período. Também foi possível observar que a taxa de vacância nos dois primeiros trimestres de 2021 foi mais alta, principalmente devido à pandemia enfrentada globalmente. Após esse período, houve uma leve redução até o primeiro trimestre de 2023, quando a taxa voltou a apresentar tendência de aumento.

Comparando os fundos, o XPML e o VISC apresentam oscilações menores em relação ao HGBS. O XPML registrou sua maior taxa de vacância em 5,90% e a menor em 3,70%. O VISC apresentou uma taxa máxima de 8,70% e a menor de 5,70%, enquanto o HGBS teve a maior taxa de vacância em 9,30% e a menor em 5,70%, assim como o VISC. Dessa forma, o XPML apresenta a menor oscilação e a menor taxa de vacância, o que é um ponto positivo entre os três fundos, seguido pelo VISC e pelo HGBS. Em alguns momentos, a taxa de vacância do HGBS foi um pouco inferior à do VISC, mas ambas são bastante semelhantes nesse aspecto.

4.4.2 Vacância Financeira

A vacância financeira é um indicador importante, pois reflete a inadimplência financeira do fundo, ou seja, representa as receitas de aluguéis que permanecem em aberto devido à inadimplência dos locatários. Quanto maior a vacância financeira, pior é para o fundo e para os investidores, já que o fundo deixa de receber uma parte de sua receita.

Gráfico 17: Vacância Financeira da Amostra



Fonte: Elaborado pelo Autor.

É importante destacar que, quanto menor esse indicador, melhor será para o fundo. Observa-se rapidamente um grande aumento no início do período analisado, seguido por uma tendência de declínio nos trimestres subsequentes. Vale ressaltar também que, no Gráfico 17, após os dados dos quatro trimestres apresentados, está incluída a média anual da vacância financeira do fundo, ou seja, primeiro é exibida a vacância financeira de cada trimestre e, em seguida, a média anual.

O XPML obteve resultados interessantes com o decorrer do período com o terceiro trimestre de 2022 e de 2023 apresentando uma taxa negativa. A vacância financeira negativa é decorrente da recuperação de inadimplências anteriores somadas aos rendimentos recebidos excedendo os aluguéis contratados.

Não apenas para o XPML, mas também para os outros FIIs, o ano de 2021 foi desafiador para os inquilinos dos imóveis alugados. Devido aos efeitos deixados pela pandemia, muitas empresas fecharam ou ficaram inadimplentes nesse período. Após esse ano o fundo se recuperou atingindo uma taxa de vacância financeira mais branda. Em 2021 a média foi 7,33%, seguida por uma grande queda em 2022, com média de 2,25%. Em 2023, a taxa caiu ainda mais, fechando em 0,60%. Nos três primeiros trimestres de 2024, houve um leve aumento, com uma média de 1,67%.

Já para o VISC, em 2021 a média da taxa de vacância financeira ficou em 6,13%, em 2022 ficou em 1,58% seguida por 2,18% em 2023 e nos três trimestres de 2024 em 1,17%.

O HGBS se destacou entre os fundos nesse indicador. Em 2021, sua taxa de vacância financeira foi praticamente o dobro das registradas pelo XPML e do VISC. Apesar disso, apresentou quedas graduais ao longo do tempo. No último trimestre de 2022, o fundo alcançou o melhor resultado na taxa de vacância financeira, mantendo-se abaixo dos outros dois fundos durante quase todo o período analisado. Em 2021, a média foi 12,55%, seguida por uma queda para 4,45% em 2022, reduzindo ainda mais para 1,03% em 2023. Nos três trimestres de 2024, a taxa foi de 0,87%, tornando-se o único fundo a encerrar o período de 2024 abaixo de 1%.

Na análise dos três fundos, observa-se que o XPML e o VISC apresentaram resultados semelhantes, enquanto o HGBS registrou o pior desempenho em 2021. Contudo, o HGBS demonstrou uma melhora significativa em relação aos demais fundos, alcançando o melhor desempenho a partir de 2023.

4.5 RENTABILIDADE DOS ALUGUÉIS/PREÇO (DY)

Na Tabela 12, avaliou-se o índice de *Dividend Yield* (DY), que representa o retorno percentual que o investidor recebe em termos financeiros (na forma de aluguéis), considerando o valor pago pela cota. Para o presente estudo utilizou-se o preço de fechamento e o preço médio da cota como referência, para cálculo desse indicador.

Tabela 12: *Dividend Yield*

	Ano	Rendimentos	Preço Fechamento da Cota	Preço Médio Cota	DY	DY*
XPML11	2021	R\$ 5,44	R\$ 99,43	R\$ 99,43	5,47%	5,47%
	2022	R\$ 8,50	R\$ 95,68	R\$ 95,68	8,88%	8,88%
	2023	R\$ 9,99	R\$ 117,12	R\$ 117,12	8,53%	8,53%
	1, 2, 3T 2024	R\$ 8,23	R\$ 112,75	R\$ 112,75	7,30%	7,30%
VISC11	2021	R\$ 6,02	R\$ 103,48	R\$ 103,48	5,82%	5,82%
	2022	R\$ 8,67	R\$ 106,22	R\$ 106,22	8,16%	8,16%
	2023	R\$ 10,62	R\$ 123,83	R\$ 123,83	8,58%	8,58%
	1, 2, 3T 2024	R\$ 8,33	R\$ 108,70	R\$ 108,70	7,66%	7,66%
HGBS11	2021	R\$ 8,90	R\$ 191,91	R\$ 191,91	4,64%	4,64%
	2022	R\$ 15,40	R\$ 190,14	R\$ 190,14	8,10%	8,10%
	2023	R\$ 20,10	R\$ 230,75	R\$ 230,75	8,71%	8,71%
	1, 2, 3T 2024	R\$ 15,30	R\$ 203,39	R\$ 203,39	7,52%	7,52%

Fonte: Elaborado pelo Autor.

A análise da tabela dos fundos demonstra que o HGBS foi o fundo que mais distribuiu dividendos. No entanto, devido ao seu preço de cota mais elevado, apresentou um *Dividend Yield* (DY) similar ao dos outros fundos. Já o VISC mostrou excelentes resultados tanto na distribuição de rendimentos quanto no *Dividend Yield* durante todo o período, exceto em 2021, devido à pandemia.

Em 2021, todos os fundos distribuíram rendimentos abaixo do habitual, apresentando valores reduzidos. Nesse contexto, o VISC se destacou, mesmo em um cenário de distribuição limitada. Em 2022, os resultados cresceram rapidamente, acompanhados de uma valorização das cotas do VISC, enquanto o XPML e o HGBS sofriam uma leve desvalorização. No mesmo período, o *Dividend Yield* dos fundos melhorou, com o XPML sendo o mais rentável, seguido de perto pelo VISC e pelo HGBS, com pequenas diferenças entre eles.

A partir de 2023, houve um aumento significativo em seus dividendos, registrando valorizações expressivas no preço de suas cotas. Contudo, mesmo com

o aumento dos dividendos, o *Dividend Yield* não apresentou um crescimento relevante devido às valorizações das cotas. No período analisado de 2024, observa-se uma tendência contínua de aumento na distribuição de rendimentos, com a expectativa de que o DY se mantenha próximo ao do ano anterior.

Ao olhar para a coluna do DY, o fundo que registrou o melhor resultado foi o VISC, seguido pelo HGBS e por último o XPML. Todos os três apresentaram resultados semelhantes e seguindo a lógica de que ainda falta o último trimestre do ano de 2024, acredita-se que eles vão conseguir manter a rentabilidade próxima ou até mesmo superior que o ano anterior. Um ponto importante que mudou foi a desvalorização do preço das cotas e nesse ponto quem se mostrou mais resiliente foi o XPML que obteve a menor queda dos três.

Vale lembrar que, conforme a Lei 9.779/1999, os fundos são obrigados a distribuir 95% do lucro líquido no primeiro e segundo semestres do ano. Isso influencia de forma considerável ao analisar o ano de 2024, quando é comum observar aumentos significativos no final do semestre. Além disso, os resultados apresentados até o momento são positivos, considerando que ainda faltam os rendimentos dos meses finais e a distribuição no encerramento do semestre.

4.6 RENTABILIDADE MÉDIA DESDE A CRIAÇÃO

Na Tabela 13 é possível comparar a rentabilidade média desde a criação dos fundos.

Tabela 13: Rentabilidade Média desde a Criação do Fundo

	Data	Cota
XPML11	01/01/2018	R\$ 62,87
	30/09/2024	R\$ 105,10
	Dias corridos	2464
	Rentabilidade média anual	7,80%
	Data	Cota
VISC11	31/10/2017	R\$ 57,01
	30/09/2024	R\$ 104,25
	Dias corridos	2526
	Rentabilidade média anual	8,98%
	Data	Cota
HGBS11	03/12/2007	R\$ 27,65
	30/09/2024	R\$ 201,90
	Dias corridos	6146
	Rentabilidade média anual	12,35%

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Iniciando pelo fundo mais antigo, o HGBS11 foi constituído em dezembro de 2006, sendo possível encontrar o valor de sua cota a partir de dezembro de 2007. Ao longo de 17 anos, a rentabilidade média anual foi de 12,35%, destacando-se como o fundo com a maior rentabilidade média anual entre os analisados.

Já o fundo imobiliário VISC11 foi constituído em janeiro 2013, sendo possível encontrar sua cotação a partir de outubro de 2017. Durante esse período de 7 anos, o VISC apresentou uma rentabilidade média anual de 8,98%, posicionando-se abaixo apenas do HGBS em termos de rentabilidade.

Por último, e não menos importante, o fundo XPML11 apresentou a menor rentabilidade média anual, sendo esta de 7,80%. No entanto, esse foi o fundo com o menor período analisado, utilizando como referência o preço da cota inicial de janeiro de 2018. Assim, o período considerado para o XPML foi de pouco mais de 6 anos.

Para finalizar esse tópico, é importante destacar que, embora o HGBS tenha registrado a maior rentabilidade média anual, é também o fundo com o maior período analisado. Fica a reflexão: será que ele manteria essa posição se os outros fundos tivessem sido analisados pelo mesmo período de tempo? Esse questionamento é igualmente válido para o XPML e VISC, que, além de terem períodos analisados menores, foram constituídos anos depois do HGBS. Caso tivessem sido criados anteriormente, poderiam ter alcançado valorizações maiores ao longo dos anos e registrado uma rentabilidade média anual mais expressiva.

4.6 RESUMO DA ANÁLISE COMPARATIVA

Considerando todas as variáveis analisadas, percebe-se que cada fundo imobiliário se destaca em pelo menos uma delas, evidenciando suas características e pontos fortes. Dessa forma, foi elaborada uma tabela classificando e ranqueando os ativos analisados de acordo com os resultados obtidos nas variáveis discutidas ao longo do artigo, conforme Tabela 14:

Tabela 14: *Ranking* dos fundos de acordo com cada variável

RANKING DOS FIIs			
VARIÁVEIS/ FUNDOS	XPML	VISC	HGBS
VARIÁVEIS FINANCEIRAS	2	1	3
VARIÁVEIS DE MERCADO	1	2	3
VARIÁVEL DE VACÂNCIA FINANCEIRA	2	3	1
RENTABILIDADE E DIVIDEND YIELD	3	1	2
RENTABILIDADE MÉDIA ANUAL	3	2	1
SOMATÓRIO TOTAL	11	9	10

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Observa-se que o XPML apresentou o melhor desempenho apenas nas variáveis de mercado, ficando em segundo lugar nas variáveis financeiras e de vacância, e em última posição nos indicadores de rentabilidade. Apesar de ser o fundo com maior participação no IFIX, a gestão ainda precisa ajustar alguns pontos para se consolidar como o melhor fundo dessa segmentação.

Já o VISC, diferentemente do XPML, destacou-se nas variáveis financeiras, rentabilidade e *Dividend Yield*. Além disso, ficou em segundo lugar nas variáveis de mercado e na rentabilidade média anual, ocupando a última posição apenas na vacância financeira, o que pode indicar a necessidade de melhorar as negociações com os inquilinos ou na recuperação de inadimplência.

O HGBS alcançou o melhor desempenho na vacância financeira e na rentabilidade média anual, ficando em segundo lugar apenas na rentabilidade e *Dividend Yield*. No entanto, apresentou o pior desempenho nas variáveis de mercado e financeiras, mantendo, na maior parte do período, uma performance inferior em relação aos demais ativos.

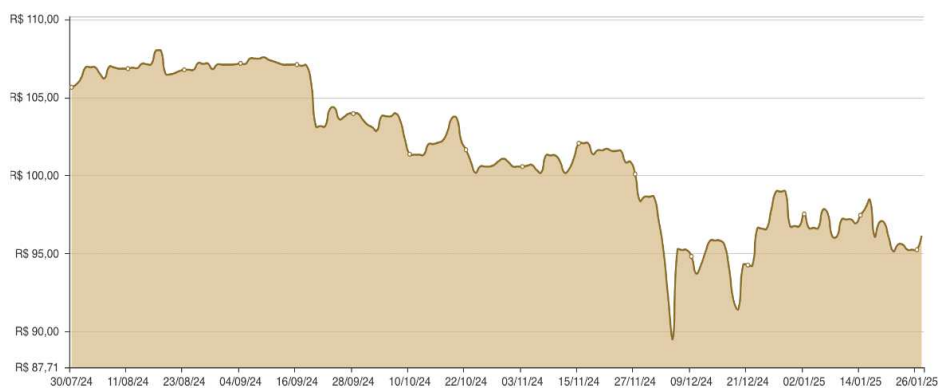
De forma geral, o fundo com o menor somatório do *ranking* nas variáveis torna-se o primeiro, e assim por diante. Assim sendo, o fundo com a primeira colocação em termos quantitativos é o VISC, por ter liderado em duas variáveis importantes, ficando em último lugar apenas na vacância financeira. O HGBS ocupou a segunda posição por ter se destacado em duas variáveis, enquanto o XPML em apenas uma, o que o fez ficar em último lugar.

Observando aspectos qualitativos, acredita-se que o *ranking* da amostra se altera. O VISC ocupa a primeira posição por ser o fundo mais diversificado e

apresentar o melhor desempenho na análise quantitativa. O XPML fica em segundo lugar, principalmente devida à sua governança, transparência com os investidores e sua diversificação geográfica superior à do HGBS. Por outro lado, o HGBS teve o pior desempenho em duas variáveis relevantes, especialmente em uma relacionada às receitas do fundo. Além disso, o HGBS possui 87% dos imóveis estão concentrados em um único estado, tornando-o o fundo com a menor diversificação geográfica na análise. Assim, o HGBS ocupa a última posição. De qualquer maneira, o resultado dos fundos foi bom, sendo que os mesmos estão entre os três melhores fundos desse segmento para se analisar.

No cenário atual, os FII's estão em queda devido à tendência de alta da taxa básica de juros. Assim, os três ativos analisados no artigo estão sendo negociados bem abaixo de seu preço justo. Adiante, será apresentada a cotação do XPML, VISC e HGBS em 28 de janeiro de 2025, ilustrando a tendência de queda. Além disso, essa tendência já pode ser observada na tabela anterior sobre o P/VP dos trimestres de 2024, quando, após o primeiro trimestre em alta, os períodos seguintes registraram queda.

Gráfico 19: Cotação dos últimos 6 meses XPML (28/01/2025)



Fonte: Investidor10 (28/01/2025)

O Gráfico 19 mostra a cotação do XPML dos últimos seis meses, evidenciando uma tendência de queda. Atualmente, o fundo é negociado a R\$96,15, com um P/VP de 0,82 (INVESTIDOR10, 2025). Trata-se de uma grande oportunidade, considerando que, segundo os resultados do artigo, esse fundo foi negociado acima do seu preço contábil em 2023 e no primeiro trimestre de 2024.

Gráfico 20: Cotação dos últimos 6 meses VISC (28/01/2025)



Fonte: Investidor10 (28/01/2025)

O VISC, representado pelo Gráfico 20, foi negociado a R\$94,30, com um P/VP de 0,76. Já o HGBS foi negociado a R\$176,25, com um P/VP de 0,82, o mesmo do XPML (INVESTIDOR10, 2025).

Gráfico 21: Cotação dos últimos 6 meses HGBS (28/01/2025)



Fonte: Investidor10 (28/01/2025)

Assim como o XPML, esses dois fundos representaram uma oportunidade de entrada no setor, pois estão sendo negociados a patamares inferiores aos de 2021. Mesmo com a tendência de queda, devido à alta da taxa de juros, apresentaram bons resultados, o que pode indicar uma oportunidade de investimento.

Vale ressaltar que outros indicadores e fatores externos também podem influenciar a decisão de investimento e proporcionar maior conforto ao investidor. Entre eles, destacam-se a liquidez do fundo, a diversificação geográfica, eventuais notícias sobre a governança do fundo, o tipo de gestão e possíveis atrasos na divulgação de relatórios mensais, trimestrais e informes gerenciais.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo foi motivado principalmente pelo crescimento significativo desse tipo de investimento, tanto no número de investidores quanto no número de negociações, além das vantagens em relação ao setor de imóveis físicos. Esse crescimento foi evidenciado por dados do site da B3 e por estudos de autores, como Daniel Chinzarian (2022) e Scolese et al. (2015) aqui discutidos.

O objetivo deste estudo foi realizar uma análise comparativa clara e objetiva entre os três maiores fundos imobiliários do setor de tijolo na segmentação de shopping centers. Para isso, os dados utilizados no cálculo das variáveis foram extraídos dos relatórios gerenciais dos próprios fundos, caracterizando a pesquisa como quantitativa e de cunho descritivo. A amostra analisada inclui os FIIs XPML11, VISC11 e HGBS11, fundos que destinam a maior parte do seu patrimônio a imóveis de shopping centers.

As variáveis analisadas foram divididas em cinco principais conjuntos: variáveis financeiras, variáveis de mercado, variáveis de vacância, rentabilidade/*dividend yield* e rentabilidade média anual de cada FII.

Os resultados mostraram que a comparação entre os fundos foi complexa porque os três ativos apresentaram desempenhos muito próximos nas variáveis, com diferenças pequenas entre eles. Além disso, cada fundo se destacou em pelo menos uma variável em relação aos outros, resultando em um *ranking* equilibrado nas considerações finais. De qualquer forma, a amostra utilizada foi bastante relevante, composta por fundos de qualidade e com grande potencial de retorno tanto na distribuição dos aluguéis quanto na valorização das cotas. Vale destacar que esse tipo de investimento se encontra em um momento favorável para entrada, devido ao baixo P/VP de cada fundo atualmente.

Acredita-se que o VISC apresentou o melhor desempenho, pois ficou em último lugar em apenas uma variável, enquanto o HGBS foi classificado como o fundo com o pior desempenho na análise. Nesse contexto, o XPML ocupou a segunda posição, mesmo apresentando rendimentos menores, porém apresentou resultados superiores em outras variáveis relevantes em comparação ao HGBS, além de possuir uma diversificação geográfica mais ampla. No entanto, é importante ressaltar que um fundo

ter o pior resultado em determinada variável não significa que ele seja ruim, mas apenas que, nesta comparação específica, teve um desempenho inferior aos demais.

Vale ressaltar que, dependendo do tamanho da carteira de cada investidor, é possível incluir mais de um fundo desse segmento, aumentando a diversificação do capital e reduzindo a exposição a riscos específicos de cada fundo. Além disso, o período analisado abrangeu apenas três anos (2021, 2022, 2023) e três semestres de 2024, o que pode influenciar os resultados.

Diante desse cenário, é fundamental compreender fatores externos que impactam diretamente esse segmento de ativos e como determinados eventos inesperados podem influenciar as oscilações de resultados e evolução dos FIIs. Também é recomendável analisar outras variáveis que possam auxiliar na tomada de decisão e que não foram abordadas neste estudo, como a liquidez das cotas, a transparência nos relatórios e documentos oficiais, além do prazo de entrega desses relatórios, entre outras possíveis métricas. Ademais, a amostra incluiu apenas três fundos do segmento, o que representa uma limitação diante da ampla quantidade de fundos disponíveis. Por isso, é importante fazer uma análise mais abrangente com outros fundos do segmento.

Em suma, o estudo atingiu seu objetivo ao fornecer informações claras e objetivas sobre cada fundo imobiliário, com base na análise dos dados extraídos dos relatórios gerenciais publicados para os investidores.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Marília. **A história do primeiro fundo imobiliário para pessoas físicas.** B3: BORA INVESTIR, 06 set 2023. Disponível em: <https://borainvestir.b3.com.br/tipos-de-investimentos/renda-variavel/fundos-investimento/a-historia-do-primeiro-fundo-imobiliario-para-pessoas-fisicas/#:~:text=Em%202023%2C%20a%20lei%20que,essa%20nova%20classe%20de%20ativos>. Acesso em: 24 abril 2024.

BAPTISTA, Makilim N.; CAMPOS, Dinael Corrêa de. **Metodologias Pesquisa em Ciências** - Análise Quantitativa e Qualitativa, 2ª edição. Grupo GEN, 2016. E-book. ISBN 9788521630470. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788521630470/>. Acesso em: 30 mai. 2024.

BOLETIM MENSAL FUNDOS IMOBILIÁRIOS(FIIs). **B3**, dez 2023. Disponível em:<https://www.b3.com.br/data/files/99/93/AC/FC/799EC8103152D4C8AC094EA8/Boletim%20FII%20-%2012M23.pdf>. Acesso em: 28 abril 2024.

BORGES, Vitor; MARTINS, Ítalo César. **O índice Beta dos segmentos de atuação dos fundos de investimentos imobiliários no Brasil.** Revista Razão Contábil e Finanças, v. 15, n. 1, 2024. Disponível em: <https://periodicos.uniateneu.edu.br/index.php/razao-contabeis-e-financas/article/view/524> . Acesso em: 10 mar 2025.

BRASIL. **LEI Nº 8.668, DE 25 DE JUNHO DE 1993.** Brasília, DF: Presidência da República, Casa Civil, Subchefia para Assuntos Jurídicos (2021). Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8668.htm#art10xi. Acesso em: 30 maio 2024.

CAMPANI, Carlos Heitor; CIVILETTI, Fabio. **Fundos imobiliários e risco de iliquidez.** VALOR INTESTE: QUANTUM, 09 fev 2024. Disponível em: <https://quantumfinance.com.br/fundos-imobiliarios-e-risco-de-liquidez/> . Acesso em:10 mar 2025.

CARVALHO, Wellington. **FIIs de shopping têm retorno médio de 23% este ano; há espaço para mais ganhos em 2024?.** INFOMONEY, 12 nov 2023. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/fiis-de-shopping-tem-retorno-medio-de-23-este-ano-ha-espaco-para-mais-ganhos-em-2024/>. Acesso em: 02 maio 2024.

CASTELLO BRANCO, Carlos Eduardo; MONTEIRO, Eliane de Mello Alves Rebouças. **Estudo sobre a indústria de fundos de investimentos imobiliários no Brasil.** Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 10, n. 20 , p. [261]-295, dez. 2003.

CHINZARIAN, Daniel. **Evolução da Indústria de Fundos Imobiliários.** EXPERT XP, 27 dez 2022. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/fundos-imobiliarios/relatorios/evolucao-da-industria-de-fundos-imobiliarios/>. Acesso em: 28 abril 2024.

COTAS. **GOV.BR**, 22 nov. 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/tipos-de-investimentos/fundos-de-investimentos/cotas>. Acesso em: 27 abr. 2024.

Diversificação de investimentos: por que é tão importante e como fazer. **B3: BORA INVESTIR**, 31 ago 2023. Disponível em: <https://borainvestir.b3.com.br/objetivos-financeiros/diversificacao-de-investimentos-por-que-e-tao-importante-e-como-fazer/>. Acesso em: 24 abril 2024

Entenda como funciona o mercado de ações e a bolsa de valores. **INFOMONEY**, 08 nov 2022. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/guias/mercado-de-acoes/>. Acesso em: 27 abril 2024.

FERNANDES, Patrícia Sobral. **Análise do binômio risco e retorno de diferentes segmentos de atuação e tipo de gestão de fundos de investimento imobiliário no mercado brasileiro no período entre 2015 e 2019**. 2020. Tese (MBA em Real Estate: Economia Setorial e Mercados) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Poli-Integra, São Paulo, 2020. Disponível em: <https://bdta.abcd.usp.br/directbitstream/f2bbec0a-9b47-4816-a94b-aca1f33a8464/PatriciaSobralFernandes20%20Poli-Integra.pdf> . Acesso em: 10 mar 2025

Fiis listados. **B3**, 02 maio 2024. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt-br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundos-de-investimentos/fii/fiis-listados/>. Acesso em: 02 maio 2024.

Gráfico de cotação XPML11. **INVESTIDOR10**, jan 2025. Disponível em: <https://investidor10.com.br/fiis/xpml11/>. Acesso em: 28 janeiro 2025.

Gráfico de cotação VISC11. **INVESTIDOR10**, jan 2025. Disponível em: <https://investidor10.com.br/fiis/visc11/>. Acesso em: 28 janeiro 2025.

Gráfico de cotação HGBS11. **INVESTIDOR10**, jan 2025. Disponível em: <https://investidor10.com.br/fiis/hgbs11/>. Acesso em: 28 janeiro 2025.

HGBS11. **FUNDAMENTUS**, jan 2025. Disponível em: <https://www.fundamentus.com.br/detalhes.php?papel=HGBS11>. Acesso em: 28 janeiro 2025.

IFIX: saiba tudo sobre o principal índice de fundos imobiliários. **INFOMONEY**, 14 set 2022. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/guias/o-que-e-ifix/>. Acesso em: 28 abril 2024.

Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX B3) .**B3**, 2024. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt-br/market-data-e-indices/indices/indices-de-segmentos-e-setoriais/indice-de-fundos-de-investimentos-imobiliarios-ifix.htm>. Acesso em: 28 abril 2024.

JACINTHO, João Vitor. **Fundos imobiliários**: patrimônio cresce R\$ 25 bilhões em 1 mês e alcança máxima histórica. Fiis.com.br, 16 fev 2024. Disponível em:

<https://fiis.com.br/noticias/fundos-imobiliarios-fiis-patrimonio-boletim-b3-janeiro-2024-ivj/> . Acesso em: 02 maio 2024.

JACINTHO, João Vitor. **O que são FIIs de shopping?** Entenda como funcionam. FIIS.COM.BR, 06 abril 2023. Disponível em: <https://fiis.com.br/artigos/fiis-de-shopping/>. Acesso em: 29 abril 2024.

MANDA, Renan; VIOLATTI, Maria Fernanda; HOON, Lucas. **1 Ano de Pandemia:** Segmentos mais impactados em FIIs. Expert XP, 14 abril 2021. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/fundos-imobiliarios/relatorios/1-ano-de-pandemia-segmentos-mais-impactados-em-fiis/> . Acesso em: 02 maio 2024.

MENDES, Roni Antônio. **Fundos de Investimento Imobiliário: Aspectos Gerais e Princípios de Análise.** São Paulo: Novatec, 2018.

Net Operating Income: o que é NOI e por que ele é essencial para os FIIs?. **NORD INVESTIMENTOS**, 02 set 2024. Disponível em: <https://www.nordinvestimentos.com.br/blog/noi-net-operating-income/#:~:text=O%20NOI%20ou%20Resultado%20Operacional,serviço%20da%20dívida%20e%20investimentos.> Acesso em: 03 dezembro 2024

Participação no IFIX. **FIIS.COM.BR**, 2024. Disponível em: <https://fiis.com.br/ifix/>. Acesso em: 15 abril 2024.

SAMPIERI, Roberto H.; COLLADO, Carlos F.; LUCIO, María D. P B. **Metodologia de pesquisa.** Penso Editora: Grupo A, 2013. *E-book*. ISBN 9788565848367. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788565848367/>. Acesso em: 30 mai. 2024.

SCOLESE, Daniel; BERGMANN, Daniel; SILVA, Fabiana; SAVOIA, José. **Análise de estilo de fundos imobiliários no Brasil.** Revista de Contabilidade e Organizações, São Paulo, 08 jun. 2015. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rco/article/view/83452/146301>. Acesso em: 24 abr. 2024.

Sobre a CVM. **GOV.BR**, 13 out 2020. Disponível em: [<https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm>]. Acesso em: 27 abril 2024.

Subscrição de FII: o que é e como funciona. **INFOMONEY**, 24 ago 2023. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/guias/subscricao-de-fiis-fundos-imobiliarios/>. Acesso em: 27 abril 2024.

Tudo sobre Fundos Imobiliários (FIIs): conheça e invista em imóveis. **EXPERT XP**, 27 abr 2020. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/aprenda-a-investir/relatorios/fundos-imobiliarios/> . Acesso em: 10 mar 2025.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração.** 15 ed. São Paulo: Atlas, 2014.

VISC11. **FUNDAMENTUS**, jan 2025. Disponível em:
<https://www.fundamentus.com.br/detalhes.php?papel=VISC11>. Acesso em: 28 janeiro 2025.

XPML11. **FUNDAMENTUS**, jan 2025. Disponível em:
<https://www.fundamentus.com.br/detalhes.php?papel=XPML11>. Acesso em: 28 janeiro 2025.