

## **ANÁLISE E DISCUSSÕES SOBRE O COMPORTAMENTO DO VALOR DE MERCADO DAS COTAS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO NOS ÚLTIMOS DOIS ANOS**

Profa. Dra. Carolina A. G. Gregório.

### **1. Introdução**

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

Esse interesse está diretamente relacionado à queda da taxa referencial de juros na economia brasileira. Investidores poupadores vem optando por migrar os recursos aplicados em investimentos financeiros atrelados à taxa CDI para cotas de fundos de investimento imobiliário, que proporcionam as vantagens de renda harmônica (para fundos de portfólios com diferentes inquilinos), correção dos alugueis no ciclo anual, precificação diária do patrimônio, sustentação de valor (segurança) e isenção tributária para pessoas físicas, com um prêmio de rentabilidade histórico no intervalo de 1,3 a 1,8 vezes o CDI equivalente (ex-impostos).

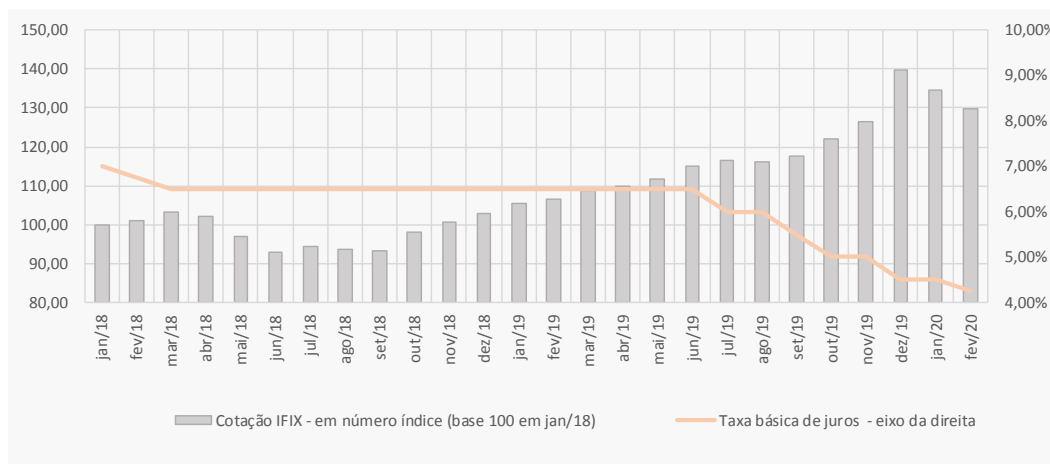
A precificação das cotas dos FII na B3, no entanto, apresenta um viés não aderente às características de investimentos em real estate. Investimento em real estate para renda é conservador e de longo prazo. A maneira simplista que muitos investidores utilizam para fazer precificação pelo cap-rate no momento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

Outro equívoco importante é o fato de muitos investidores utilizarem o conceito de total return para decidir por investir em um determinado FII. O total return leva em consideração a valorização da cota e os dividendos distribuídos. Para investidores conservadores, que buscam renda no longo prazo e segurança do valor investido, o total return pode ser uma armadilha. Isso pelo fato de o investidor somente realizar

esse ganho se fizer operações de compra e venda em ciclos curtos, o que não condiz com as características desse tipo de investidor conservador que busca renda.

O gráfico 01 apresenta o IFIX<sup>1</sup> (em número índice, com base 100 em janeiro de 2018) e a taxa básica de juros da economia brasileira. Analisando o ano de 2019 é possível notar a relação direta entre o aumento da precificação do IFIX e a queda na taxa de juros no segundo semestre de 2019. Em 2018, quando a taxa se manteve mais estável, em 6,5% ao ano, os movimentos das precificações das cotas não foram influenciados pelos movimentos da taxa básica de juros.

- Gráfico 01 -

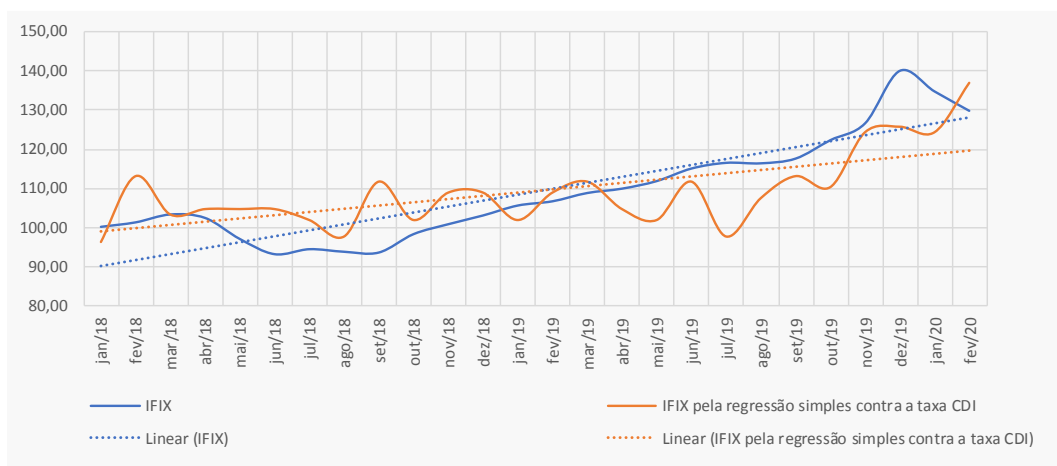


Fonte: IFIX encontrado no site da B3 ([www.b3.com.br](http://www.b3.com.br)) e a taxa básica de juros no Banco Central ([www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br))

O gráfico 02 reforça, pela imagem da curva de regressão entre IFIX e taxa CDI, a forte correlação entre as duas variáveis. A linha Laranja é a linha de tendência da curva de regressão encontrada, e a Azul é a linha de tendência da curva registrada do IFIX.

<sup>1</sup> O IFIX é o índice dos fundos de investimento imobiliário publicado pela B3 desde setembro de 2012, e é calculado no conceito de total return, usando uma carteira de fundos com os maiores PL e movimentações na B3.

- Gráfico 02 -



## 2. Análise do comportamento de precificação das cotas e distribuição de dividendos de três fundos de investimento imobiliário listados

Para analisar a importância dessa segregação entre dividendo distribuído e valorização da cota na decisão de investimento em cotas de FII, foram analisados os dados históricos nesses últimos dois anos de três fundos de investimento imobiliário listados. A escolha dos fundos foi baseada nas seguintes premissas:

- Fundos com importante participação no IFIX;
- Fundos com diferentes estratégias: um com uma estratégia mista (ativos diretos e derivativos), outro focado em ativos diretos para renda (corporativos) e outro focado em Shopping Centers;
- O PL somado dos 3 fundos representa aproximadamente 13% do total do PL dos FII do IFIX.

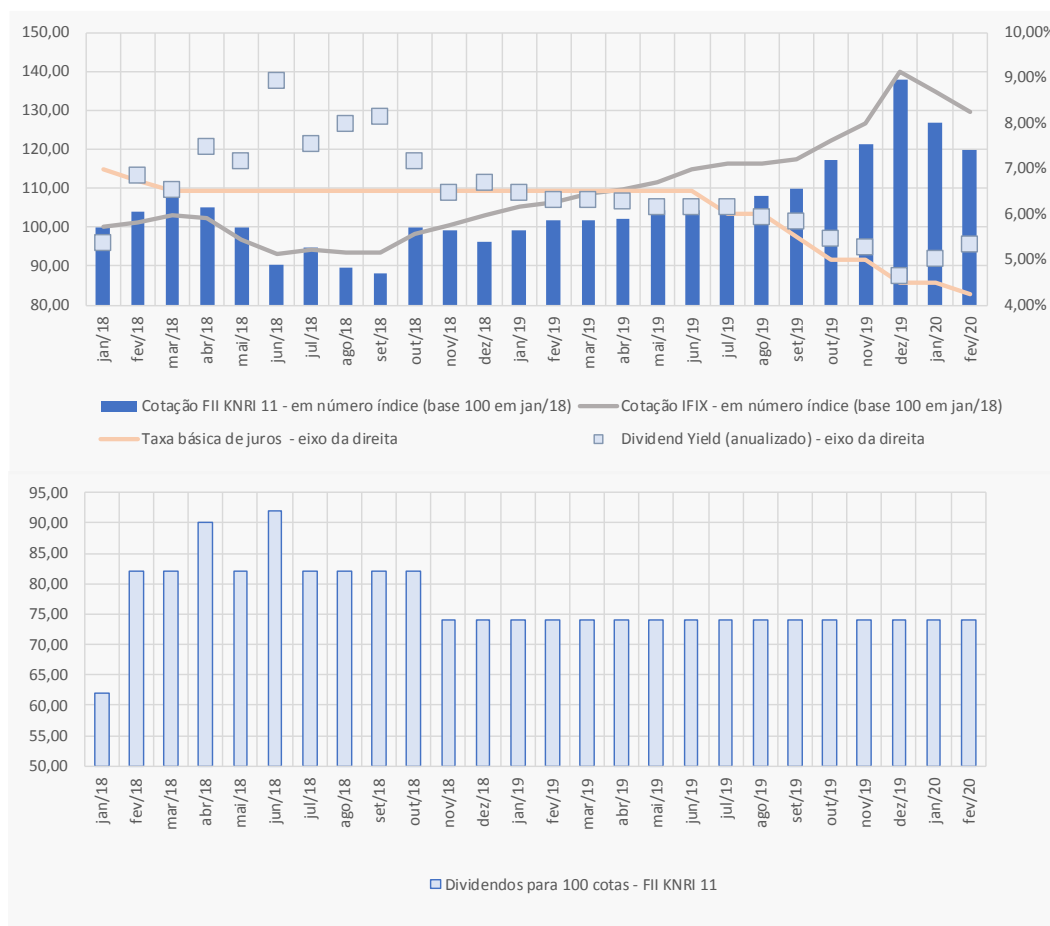
No gráfico 03 estão apresentados os valores das cotas do KNRI 11 (Kinea Renda Imobiliária) de janeiro de 2018 a fevereiro de 2020 em número índice (com base 100 em janeiro de 2018). Nota-se pelo gráfico a aderência dos movimentos de altas e baixas das cotas desse fundo com a precificação do IFIX (linha cinza)<sup>2</sup>. No mesmo gráfico é possível verificar o indicador *dividend yield* (dividendos distribuídos dividido pelo valor

<sup>2</sup> Fonte: os valores das cotas dos fundos analisados e do IFIX foram encontrados no site da B3 ([www.b3.com.br](http://www.b3.com.br)) e os dividendos distribuídos no site do Clube FII ([www.clubefii.com.br](http://www.clubefii.com.br)).

de mercado da cota em cada mês). Importante notar que o valor da cota não foi influenciado pelo rendimento distribuído (gráfico 04), mas fortemente pela queda da taxa de juros. Durante o primeiro semestre de 2018, no qual o patamar da taxa básica de juros estava estável em 6,5% ao ano, os dividendos distribuídos cresceram, mesmo assim a precificação das cotas caiu. Em contrapartida, em 2019, os dividendos estavam estáveis e as cotas valorizaram 40% no ano, concentrando a curva mais acentuada de valorização no período em que a taxa básica de juros caiu em meses consecutivos (segundo semestre de 2019).

- Gráficos 03 e 04 -

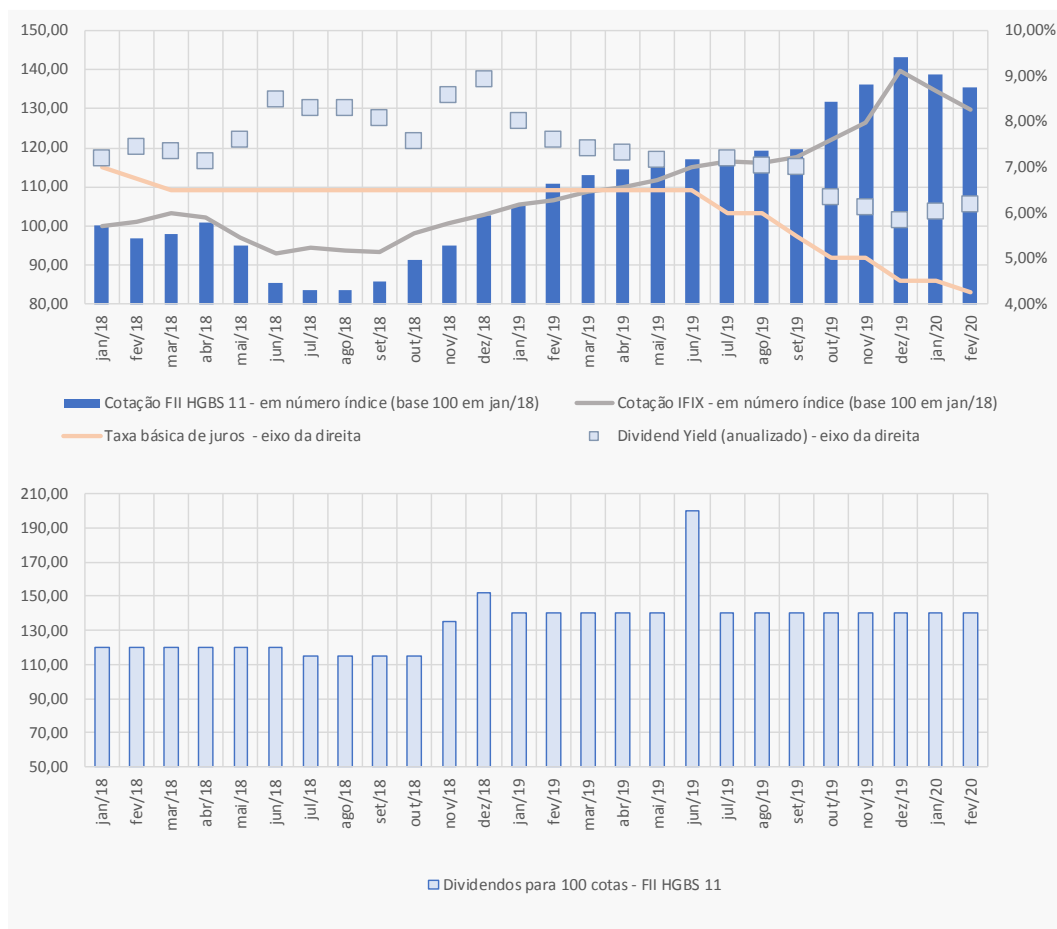
FII Kinea Renda Imobiliária – KNRI 11



O Hedge Brasil Shopping possui em seu portfólio participação em doze shopping centers em diferentes regiões. O gráfico 05 mostra que a curva de precificação das cotas desse fundo também está aderente a curva de precificação do IFIX. Também é possível notar a pouca relação entre dividendos distribuídos e precificação das cotas do fundo, que também concentrou a valorização no segundo semestre de 2019, com dividendos estáveis e taxa básica de juros para baixo.

- Gráficos 05 e 06 -

FII Hedge Brasil Shopping – HGBS 11

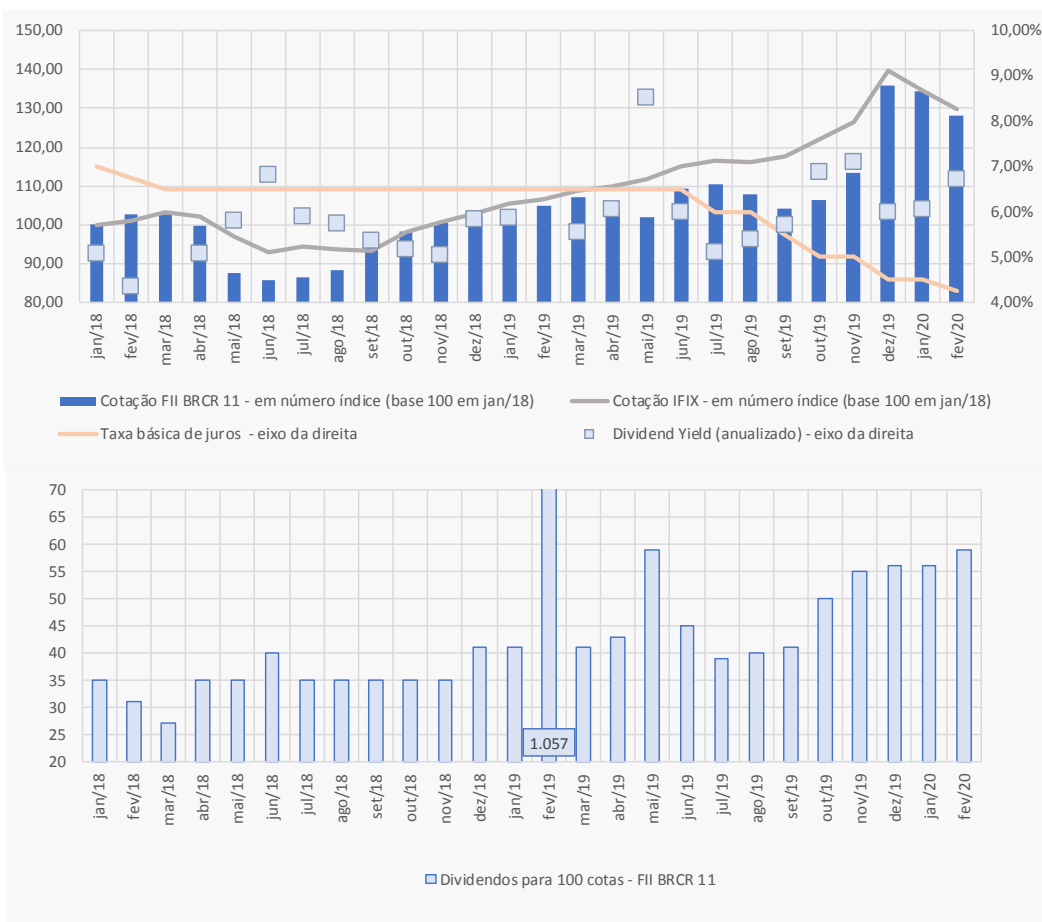


Uma leitura importante nos gráficos 05 e 06 em conjunto, que também pode ser uma armadilha para investidores não profissionais, é o indicador *dividend yield*. É possível

verificar que o indicador cresceu entre os meses de julho a setembro de 2018 em razão da desvalorização das cotas e não do incremento nos dividendos. Investidores que tomam a decisão por esse indicador, sem entender o comportamento dos dividendos pela capacidade de geração de renda do portfólio, podem tomar decisões equivocadas, escolhendo ativos com tendência de desvalorização (como é o caso dos fundos de agências bancárias).

- Gráficos 07 e 08 -

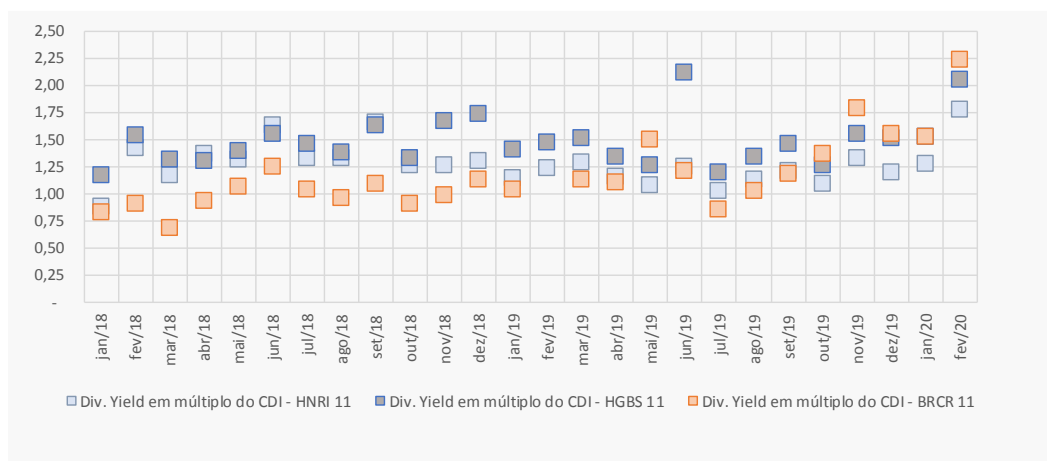
**FII BTG Pactual Corporate Office Fund – BRCR 11**



Os gráficos 07 e 08 reforçam as conclusões sobre a harmonização da taxa básica de juros na precificação das cotas e a baixa relação com os dividendos distribuídos, também confirmadas para o terceiro fundo analisado (BRCR 11). É possível notar que

mesmo após meses com importantes crescimentos nos dividendos distribuídos, como é o caso dos dividendos distribuídos em fevereiro de 2019 (mês em que houve vendas e aquisições de ativos), a precificação da cota em março teve valorização de apenas 2,2%, enquanto que de novembro para dezembro de 2019 a cota valorizou 20% em razão da queda da taxa básica de juros de 5,0% para 4,5% ao ano.

- Gráfico 09 -



No gráfico 09 o *dividend yield* dos três fundos está apresentado em múltiplo da taxa CDI equivalente (ex-impostos). Nota-se que mesmo com a elevada valorização das cotas no último trimestre de 2019, ainda verificamos nesse ciclo múltiplos acima de 1,0 (concentrados no intervalo de 1,25 a 1,75 vezes a taxa CDI em todo o ciclo analisado), reforçando a lógica de precificação equivocada pelo cap-rate. Adiante, com taxas de juros de longo prazo para cima, investidores que compraram as cotas no pico da valorização podem não ser compensados mesmo com incremento da renda adiante, conferindo queda na precificação das cotas e insegurança do capital investido.

### 3. Discussões e conclusões dos resultados

Para os três fundos analisados é possível notar que os valores calculados pela lógica de cap-rate, alentado também pelo gráfico 09, afetam as precificações para cima, mais intensamente em razão da queda da taxa de juros, do que pelo rendimento distribuído. Essa lógica tem como premissa implícita que o investidor dos FII gira em ciclos curtos o seu portfólio, e não é aquele investidor conservador, que investe nas cotas para

geração de renda no longo prazo, como fazia para os investimentos diretos nas propriedades com seus recursos de poupança. Isso certamente não confere harmonia com o ciclo de investimento conservador, que busca retenção longa, como os investimentos em imóveis comerciais para renda, agora investidos indiretamente por meio das cotas dos FII.

Também é possível observar pelos três fundos analisados, que essa rotina de precificação imediatista e equivocada induz a uma bolha especulativa no preço das cotas, notadamente observada no último trimestre de 2019. Em 2020 os preços já começam a cair, após a bolha, e antes mesmo dos impactos negativos causados pela crise provocada pelo coronavírus.

Essa forma de precificação, que alimenta uma bolha especulativa, leva a insegurança do investimento nas cotas, pela tentativa de especular sobre ativos de real estate, que são ativos com característica de muito baixa volatilidade. Importa considerar que a geração de renda é derivada dos contratos de locação, que possuem revisionais de preço a cada três anos, o que só faz possível que as cotas usufruam de movimentos para cima nos preços de aluguéis em ciclos longos e com delay.

Para investidores conservadores que buscam investir nas cotas dos FII para geração de renda harmônica no longo prazo, algumas recomendações podem ser consideradas:

- a precificação adequada deve ser feita pelo valor da oportunidade de investimento, calculado a partir da capacidade de gerar renda do portfólio dos FII no longo prazo. É possível conhecer os ativos do fundo e fazer prognósticos e arbitragens para identificar as fronteiras de renda desse portfólio adiante;
- total return não deve ser o indicador de decisão, pois a valorização pode representar parcela importante desse retorno, o que significa a necessidade de girar agressivamente o portfólio para realizar esse ganho, e isso não condiz com as características de um investimento conservador;
- analisar o *dividend yield* é simplista e perigoso, uma vez que esse indicador pode ser alto em razão da desvalorização das cotas e não da qualidade da renda distribuída.