
**A RECICLAGEM PLANEJADA DO PORTFÓLIO DE
FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO
PROPICIA UM MELHOR DESEMPENHO?
UMA ANÁLISE EX POST DE 2010 A 2017**

Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar.

1. Preâmbulo

O setor de real estate brasileiro vem operando com derivativos originados no ambiente de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) desde 25 de junho de 1993, a partir da homologação da Lei.8.668 e das Instruções CVM 205, 206 e mais recentemente as instruções normativas 472, de 2008, 571 de 2015, que dispõem sobre a estruturação de Fundos e 476, de 2009, que dispõe sobre a distribuição de cotas.

A exemplo das principais economias desenvolvidas, cujos canais de investimento predominantes nos segmentos do real estate estão nos Real Estate Investment Trusts (REITs), os derivativos gerados no ambiente dos FIIs destinam-se às poupanças conservadoras, que buscam alocação em ativos que tem potencial de gerar rendas harmônicas e com baixa flutuação de valor no longo prazo.

O perfil de geração de renda e a relativa estabilidade de valor dos ativos de real estate tem grande potencial para satisfazer às demandas de poupanças ou investidores conservadores. As famílias preservam parte de sua renda mensal para satisfazer anseios ou necessidades adiante, geralmente associadas à aquisição de bens duráveis, de moradia e à constituição de reservas financeiras para custeio de despesas com lazer e saúde, mas também para geração de renda destinada ao consumo futuro na fase da aposentadoria.

As empresas fazem poupança retendo resultados para constituir reservas de segurança e para atender requisitos de planejamento estratégico. A constituição de reservas financeiras de segurança é dimensionada para equacionar eventuais posições deficitárias no fluxo de caixa da empresa que se originam nos distúrbios provocados por oscilações de mercado nas operações em curso. De outro lado, as empresas também poupam recursos para suportar financeiramente estratégias de expansão e diversificação da sua atuação e para lidar com a ocorrência de riscos insólitos de posicionamento de mercado, especialmente naqueles setores caracterizados pela alta

velocidade de inovação tecnológica e por frágeis barreiras de entrada.

Estruturalmente, resta evidente que os empreendimentos de real estate tendem a satisfazer as condições de geração de renda harmônica e de estabilidade de valor, sejam os empreendimentos imobiliários, destinados à venda, ou os empreendimentos de base imobiliária, que auferem retorno via renda proveniente da exploração da base física construída, sempre num horizonte de longo prazo.

2. Algumas questões conjunturais

O reconhecimento de certas características estruturais dos ativos de real estate no atendimento de demandas de poupanças conservadoras impõe alguns questionamentos de caráter conjuntural:

1. Sob que condições mercadológicas e de desempenho macroeconômico é possível esperar que os requisitos de estabilidade da renda gerada e de preservação de valor intrínseco continuem a se verificar? Ou como as ondas de mercados afetam o real estate?
2. Que classes de ativos de real estate são mais apropriadas para as poupanças conservadoras, há diferenças?
3. Qual o papel do processo de diversificação no desempenho de um portfólio de real estate nas condições do mercado brasileiro?
4. Em que medida o modelo de gestão do portfólio, ativa ou passiva, tem influência no alcance dos objetivos de harmonia, estabilidade e desempenho?
5. Há diferenças significativas no processo de gestão, e, portanto, de desempenho, quando se lida com o investimento direto em ativos do real estate, ou de outro modo, com os seus derivativos?
6. Relativamente à conjuntura dos Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) brasileiros, por meio da implementação de uma estratégia de gestão ativa teria sido possível alcançar um melhor desempenho do que o verificado a partir de uma gestão passiva no período de dezembro de 2010 a dezembro de 2017?

Esta Carta se destina a tratar do quarto e do sexto ponto anteriormente arrolados. Aqui vamos investigar em que medida uma gestão ativa de um portfólio protótipo de ativos de real estate abrigados em FII poderia ter propiciado um melhor desempenho do investimento do que o do modelo de gestão passiva, ou ingênua, adotado pela grande maioria dos administradores de Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil no horizonte de análise, dezembro de 2010 a dezembro de 2017.

3. Modelos de Gestão do Portfólio

A gestão ativa pressupõe a reciclagem frequente do portfólio composto de variados ativos de real estate, comprando ou vendendo posições em empreendimentos, observando às flutuações de mercado com o intuito de atender aos requisitos de desempenho sistêmico estabelecido pelos gestores e, em consonância com as expectativas dos cotistas, tendo em vista a aceitação do perfil dos riscos envolvidos no investimento em derivativos de real estate abrigados em FIIs.

Ainda que não seja legalmente permitido garantir patamares de remuneração alvo, normalmente, o benchmark de remuneração dos Fundos com gestão ativa é arbitrado contra um índice de referência geral ou setorial, no caso dos FIIs esta referência pode ser o IFIX. Portanto, é esperado que os FIIs com gestão ativa sejam capazes de oferecer remunerações superiores ao padrão IFIX e com base num certo múltiplo da remuneração do CDI.

A gestão ingênua é caracterizada pela imobilidade do portfólio original, ou seja, uma vez adquirido, sejam n ativos ou um único ativo de real estate a compô-lo, não há alteração da composição do mesmo ao longo do ciclo operacional, a única reciclagem que se processa são as renovações e revisões contratuais, ou substituições corriqueiras de inquilinos no (s) empreendimento (s). Em termos de remuneração esperada, a gestão passiva busca padrões médios similares aos expressos no índice de referência setorial (IFIX).

No Brasil, dos 146 fundos listados na B3, 75 adotam um modelo de gestão passiva, e 71 declaram que abraçam uma gestão ativa. Contudo, mesmo os que declaram adotar a gestão ativa, não praticam reciclagem frequente dos respectivos portfólios. Um dos Fundos de Investimento Imobiliário de maior valor na B3, cujo portfólio é composto majoritariamente de edifícios corporativos, tem gestão ativa desde 2010, mas a sua estratégia caracterizou-se nesse período predominantemente pela aquisição de novos edifícios localizados em São Paulo e no Rio de Janeiro, os quais ainda permanecem no portfólio, ou seja; em 8 anos de gestão ativa não houve reciclagem no portfólio.

Aqui realizamos análises ex post do desempenho de estratégias específicas de FIIs com investimentos nos segmentos de mercado de edifícios corporativos em São Paulo e no Rio de Janeiro, no horizonte compreendido de dezembro de 2010 a dezembro de 2017.

Simulamos três tipos de estratégias de investimento em portfólios de edifícios corporativos classe AAA, [i] - a ingênua que se baseia na estruturação de um portfólio sem diversificação e sem reciclagem ao longo do período de análise; [ii] - a estratégia

que segue recomendações para estruturação do portfólio de edifícios corporativos a partir do emprego da técnica MPT, também sem reciclagem da composição original ao longo do período de análise, e; [iii] – a estratégia orientada pelas recomendações para estruturação do portfólio de ativos de real estate a partir do emprego da MPT e posterior reciclagem do portfólio original ao longo do período.

No estudo, o desempenho de cada estratégia de composição de portfólio, ingênua sem diversificação, ingênua com diversificação ou aplicando técnicas preconizadas pela MPT para reciclagem, foi individualmente avaliado em 2 subperíodos de 3,5 anos em diferentes regiões geográficas.

4. A simulação com base em protótipos

A análise envolveu a seguinte rotina:

1. Constituiu-se portfólios protótipos focados em edifícios corporativos de alto padrão (classe AAA) nas cidades de São Paulo e Rio de Janeiro¹;
2. Desde a data marco de estruturação até dezembro de 2017 trabalhou-se com os dados de mercado de edifícios corporativos fornecidos pela plataforma Buildings e, com os índices de inflação e taxa de juros a partir dos dados oficiais fornecidos pelo IPEA e pelo Banco Central. De janeiro de 2018 em diante, até o final de um ciclo operacional de 20 anos, o desempenho do portfólio foi simulado usando cenários referenciais com fronteiras, mas sempre como se estivessem abrigados em FIIs;
3. Simulou-se o desempenho de portfólios ingênuos, com um único ativo e com variadas composições com base em segmentos importantes do mercado corporativo de São Paulo e do Rio, iniciando suas operações na data marco previamente definidas (2010);
4. Os portfólios que foram estruturados de acordo com as técnicas preconizadas pela MPT tiveram suas composições definidas, primeiro, numa análise ex ante dos principais segmentos de mercado de edifícios corporativos do universo considerado. A análise ex ante se baseia no comportamento histórico dos segmentos de mercado e com base no qual se monta a composição da carteira, e que permanece válida para um certo ciclo adiante, aqui 3,5 anos, após o qual poderá ser reciclada a partir do mesmo procedimento, e assim sucessivamente;

¹ Porque este é foco mais expressivo de atuação dos FIIs e é o segmento do real estate que apresenta a base de dados mais consistente atualmente disponível no Brasil.

5. Em seguida constituiu-se o portfólio com base na análise ex post dos segmentos que foram objeto no item 4, ou seja, se conformou o portfólio (virtual) com base no desempenho real historicamente verificado nos últimos anos, e que permanece válido para o próximo ciclo de 3,5 anos, após o qual poderá ser reciclado a partir do mesmo procedimento e assim sucessivamente;
6. Realizou-se uma análise comparativa do desempenho das famílias de portfólios constituídas conforme referido. O desempenho foi especificado com base nos indicadores clássicos da qualidade do investimento nas cotas dos fundos e nas respectivas evoluções patrimoniais.

5. Os Protótipos simulados

Rio 2010 ex ante – Gestão Passiva de FII com um único edifício

O primeiro protótipo simulado espelha um FII que abriga em seu portfólio um único edifício classe AAA localizado na região do centro da cidade do Rio de Janeiro com 12.500 m² de ABR (área bruta rentável). Uma análise ex ante na data base de dezembro de 2010 compreenderia um cenário referencial com os seguintes parâmetros.

quadro 1

valores em R\$mil da base		
aluguel de referência / m ² de AreaBR / mês		120,00
do ano 3 em diante desvio máximo arbitrado	7,7%	110,78
taxa de ocupação arbitrada	ano 1	95%
	ano 2	95%
do ano 3 em diante desvio máximo arbitrado para ocupação de 100%	4,2%	96%

Notamos que: a todas variáveis do cenário estão associadas a limites de distorção. Levando em conta esses limites, os indicadores serão apresentados em intervalos, considerando amostras de laboratório, formadas a partir da exploração de múltiplos cenários com perturbações da taxa de ocupação e dos aluguéis.

Estão parametrizadas no cenário os custos dos vazios, de administração patrimonial e de corretagem associados às renovações de contratos.

O cenário macroeconômico está no quadro2. Dois fatores afetam o balizamento da

taxa que referencia a qualidade do investimento nos FIIs com foco em edifícios corporativos: [i] – a atratividade é afetada pela expectativa da taxa de inflação medida pelo índice preços ao consumidor ampliado (IPCA) e; [ii] – pela expectativa de evolução do patamar de remuneração da oportunidade de investimento considerada de risco desprezível; no Brasil as remunerações pagas pelas operações lastreadas nos CDI.

quadro 2

andamento do IPCA e do CDI (% ano em média)	
cenário referencial IPCA	6,00%
intervalo no cenário, pela taxa equivalente anual	6,0% - 9,5%
cenário referencial CDI	12,00%

A taxa de atratividade percebida no mercado brasileiro para investimento de pequenas e médias poupanças, buscando renda nos fluxos harmônicos e seguros do real estate, em dezembro de 2010, com base num cenário referencial, estava no patamar de 6,85% ano, efetiva acima do IPCA, ou aproximadamente 1,3 x CDI líquido efetivo. Esta taxa de retorno estava balizada para um ciclo operacional de 20 anos e seria formada pelo fluxo da renda e pela venda do portfólio ao final do ciclo.

No quadro 3 mostramos o capital integralizado do Fundo, dimensionado para pagar as contas de sua estruturação e de aquisição do empreendimento pronto e operando e, diante da conjuntura de mercado de dez-2010, expressada nos parâmetros do cenário referencial, a integralização das cotas no patamar de R\$ 195 mil permitiria o alcance da taxa de atratividade setorial vigente à época. Além da taxa de retorno na condição do cenário referencial, estão indicadas as expectativas de resultado no longo prazo de operação do Fundo.

O quadro 3 também apresenta os indicadores de desempenho médio sob condições dos cenários estressados, de acordo com as fronteiras de distúrbio impostas para aluguéis e ocupação (ver quadro 1).

O quadro 4 estão os indicadores de desempenho do FII protótipo considerando as ocorrências de mercado (média da região central do Rio para edifícios classe AAA), valores de locação e taxa de ocupação, de dezembro de 2010 a dezembro de 2017.

CARTA DO NRE-POLI

janeiro-março 2018

no. 51-18

7

De janeiro 2018 até o final do ciclo operacional de 20 anos iniciado de dezembro de 2010 também estão considerados dois grupos de indicadores, os relativos ao cenário referencial, construído em dezembro de 2017, com base na conjuntura atual e nas expectativas de sua evolução, e os associados aos estresses de cenário cujas fronteiras estão arbitradas também com base na conjuntura de mercado de 2017.

quadro 3

valores em R\$mil da base				
Capital do Fundo de Investimento Imobiliário		195.000	100,00%	
valores para o cenário referencial sem distúrbios				
valor do portfólio à taxa de atratividade equivalente a [1,30 CDI depois de impostos]	VALORbase	195.100	100,05%	100,00%
valor do portfólio no final de 20 anos à taxa de atratividade	VALOR20	154.800	79,38%	79,34%
taxa de retorno no ciclo de 20 anos % anual equivalente, acima do Ijca	TIR	6,85%		
parte do PL formada pelo fluxo RODi	PL-rodI	279.187	143,17%	143,10%
Resultado do FII ao final de 20 anos, PL - capital	RFII	238.987	122,56%	122,49%
valores médios do intervalo de stress, nas fronteiras arbitradas				
valor do portfólio à taxa de atratividade equivalente a [1,30 CDI depois de impostos]	VALORbase-e	183.928	94,32%	100,00%
valor do portfólio no final de 20 anos à taxa de atratividade	VALOR20-e	144.560	74,13%	78,60%
taxa de retorno no ciclo de 20 anos % anual equivalente, acima do Ijca	TIR-e	6,26%		
parte do PL formada pelo fluxo RODi	PL-rodI	262.692	134,71%	142,82%
Resultado do FII ao final de 20 anos, PL - capital	RFII	212.253	108,85%	115,40%

Nota-se que a análise ex post aponta uma perda de resultado global do FII em relação à análise ex ante de 36,85% no cenário referencial e de 41,55% nos cenários estressados. É válido lembrar aqui que por se tratar de uma gestão passiva do FII não há reciclagem do portfólio, somente dos contratos e de inquilinos.

Rio 2010 ex post – Gestão Passiva de FII com um único edifício

quadro 4

valores em R\$mil da base				
Capital do Fundo de Investimento Imobiliário		195.000	100,00%	
valores para o cenário referencial sem distúrbios				
valor do portfólio à taxa de atratividade equivalente a [1,30 CDI depois de impostos]	VALORbase	169.740	87,05%	100,00%
valor do portfólio no final de 20 anos à taxa de atratividade	VALOR20	122.800	62,97%	72,35%
taxa de retorno no ciclo de 20 anos % anual equivalente, acima do Ijca	TIR	4,67%		
parte do PL formada pelo fluxo RODi	PL-rodI	223.100	114,41%	131,44%
Resultado do FII ao final de 20 anos, PL - capital	RFII	150.900	77,38%	88,90%
valores médios do intervalo de stress, nas fronteiras arbitradas				
valor do portfólio à taxa de atratividade equivalente a [1,30 CDI depois de impostos]	VALORbase-e	159.741	81,92%	100,00%
valor do portfólio no final de 20 anos à taxa de atratividade	VALOR20-e	110.232	56,53%	69,01%
taxa de retorno no ciclo de 20 anos % anual equivalente, acima do Ijca	TIR-e	4,05%		
parte do PL formada pelo fluxo RODi	PL-rodI	208.817	107,09%	130,72%
Resultado do FII ao final de 20 anos, PL - capital	RFII	124.049	63,61%	77,66%

Faria Lima+Rio+Berrini 2010 ex ante – Gestão Passiva de um FII com 3 edifícios

O segundo protótipo simulado foi montado seguindo técnicas de composição de carteiras de investimento preconizadas na denominada Modern Portfolio Theory (MPT)². Não há espaço nesta Carta para explorar em profundidade a técnica, aqui é

² Há grande controvérsia no meio acadêmico e profissional acerca da viabilidade do emprego da MPT na gestão de portfólios de investimentos diretos em real estate, devido principalmente às questões da rigidez no partilhamento do investimento e dos custos de

suficiente entender que a aplicação da técnica se baseia no conceito de fronteira eficiente do binômio risco-retorno, a qual envolve um conjunto de binômios equivalentes em termos de ajustamento do nível de risco ao patamar de retorno prognosticado, com cada binômio da fronteira significando uma composição alternativa dos ativos incluídos a priori na carteira, ou seja, cada ponto da fronteira expressa participações relativas diferentes dos ativos selecionados na composição geral do portfólio. O ajustamento eficiente do binômio risco-retorno seria alcançado por intermédio do uso balanceado da covariância que existiria a priori entre os fluxos de retorno esperados para cada ativo.

A aplicação restrita da técnica aos principais mercados de edifícios corporativos no Brasil, com base na conjuntura de dezembro de 2010, limitada a 3 ativos e numa posição de menor risco na fronteira eficiente, recomendaria a seguinte proporção na alocação de recursos: 35,5% em FII detentor de ativo na região central do Rio; 34,5% em FII detentor de posições em edifício corporativo na região da Avenida Faria Lima em São Paulo e; 30% em FII com participação em edifício localizado na região da Avenida Luis Carlos Berrini, também em São Paulo, todos enquadrados na classe AAA.

O quadro 5 apresenta as expectativas de resultado para o portfólio montado (em dezembro de 2010), tanto na condição do cenário referencial quanto sob estresse.

Importa esclarecer que as arbitragens lançadas no cenário referencial e as fronteiras dos estresses promovidos em alugueis e ocupação respeitam às condições particulares dos mercados de cada edifício do portfólio.

Percebe-se, todavia, que as expectativas de resultados tanto no cenário referencial quanto nos estressados são muito similares às do portfólio ingênuo composto de um único edifício. Isto se deve à forma segundo a qual o dimensionamento do capital dos FIIs foi calibrado, orientado pela taxa de atratividade setorial arbitrada.

Já no quadro 6, que traz os indicadores de desempenho do FII diversificado considerando as ocorrências de mercado relativas aos valores de locação e taxas de ocupação de dezembro de 2010 a dezembro de 2017, resta evidente que a diversificação ainda que modesta proporciona melhoria de desempenho, relativamente ao portfólio ingênuo com um único edifício.

Dos quadros 4 e 6 observa-se 1,6361 de alavancagem patrimonial no portfólio ingênuo

transação. De outro lado, há o entendimento também de que esses óbices estariam mitigados se o portfólio estiver composto somente com derivativos de real estate, como são as cotas de Fundos de Investimento Imobiliário.

CARTA DO NRE-POLI

janeiro-março 2018

no. 51-18

10

e 1,8371 no diversificado, sob condições de estresse e, 1,7738 e 1,9528 respectivamente no cenário referencial.

quadro 5

valores em R\$mil da base				
Capital do Fundo de Investimento Imobiliário		191.408	100,00%	
valores para o cenário referencial sem distúrbios				
valor do portfólio à taxa de atratividade equivalente a [1,30 CDI depois de impostos]	VALORbase	191.408	100,00%	100,00%
valor do portfólio no final de 20 anos à taxa de atratividade	VALOR20	152.063	79,44%	79,44%
taxa de retorno no ciclo de 20 anos % anual equivalente, acima do Ijca	TIR	6,84%		
parte do PL formada pelo fluxo RODi	PL-rodí	273.947	143,12%	143,12%
Resultado do FII ao final de 20 anos, PL - capital	RFII	234.602	122,57%	122,57%
valores médios do intervalo de stress, nas fronteiras arbitradas				
valor do portfólio à taxa de atratividade equivalente a [1,30 CDI depois de impostos]	VALORbase-e	179.979	94,03%	100,00%
valor do portfólio no final de 20 anos à taxa de atratividade	VALOR20-e	141.697	74,03%	78,73%
taxa de retorno no ciclo de 20 anos % anual equivalente, acima do Ijca	TIR-e	6,22%		
parte do PL formada pelo fluxo RODi	PL-rodí	257.085	134,31%	142,84%
Resultado do FII ao final de 20 anos, PL - capital	RFII	207.375	108,34%	115,22%

Faria Lima+Rio+Berrini 2010 ex post – Gestão Passiva de um FII com 3 edifícios

quadro 6

valores em R\$mil da base				
Capital do Fundo de Investimento Imobiliário		191.408	100,00%	
valores para ocorrências de 2010-2017 e cenário referencial adiante sem distúrbios				
valor do portfólio à taxa de atratividade equivalente a [1,30 CDI depois de impostos]	VALORbase	167.168	87,34%	100,00%
valor do portfólio no final de 20 anos à taxa de atratividade	VALOR20	130.270	68,06%	77,93%
taxa de retorno no ciclo de 20 anos % anual equivalente, acima do Ijca	TIR	5,74%		
parte do PL formada pelo fluxo RODi	PL-rodI	243.515	127,22%	145,67%
Resultado do FII ao final de 20 anos, PL - capital	RFII	182.377	95,28%	109,10%
valores para ocorrências de 2010-2017 e médios do intervalo de stress adiante				
valor do portfólio à taxa de atratividade equivalente a [1,30 CDI depois de impostos]	VALORbase-e	161.452	84,35%	100,00%
valor do portfólio no final de 20 anos à taxa de atratividade	VALOR20-e	117.971	61,63%	73,07%
taxa de retorno no ciclo de 20 anos % anual equivalente, acima do Ijca	TIR-e	5,18%		
parte do PL formada pelo fluxo RODi	PL-rodI	229.808	120,06%	142,34%
Resultado do FII ao final de 20 anos, PL - capital	RFII	156.372	81,70%	96,85%

Faria Lima+Rio+Berrini 2010 ex post – Reciclagem do portfólio do FII em junho de 2014

A simples observação do comportamento histórico de dezembro de 2010 a junho de 2014 (gráficos 1 e 2) dos preços pedidos no mercado corporativo de alto padrão na cidade do Rio de Janeiro e de São Paulo poderia sugerir alguma reconfiguração do portfólio original. Com a referência dos preços médios em dezembro de 2010 associada ao número índice 100, no mercado do Rio em junho de 2014 o número índice alcançou 81,96 e em São Paulo 108,86.

gráfico 1 – preços médios pedidos para locação de edifícios de alto padrão (RJ)

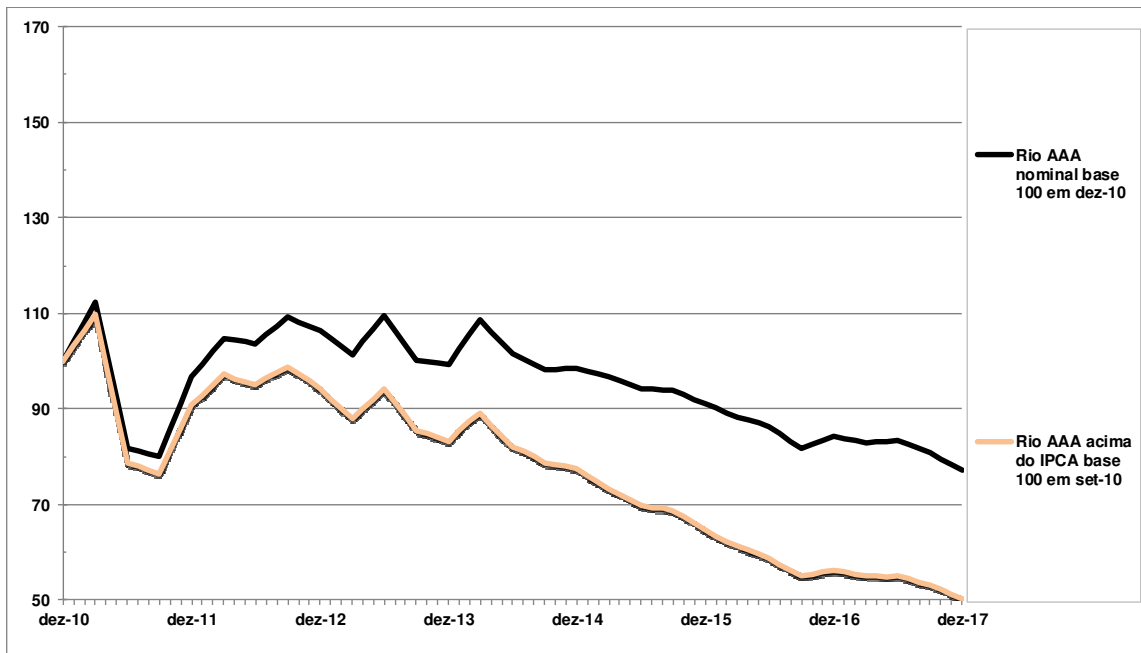
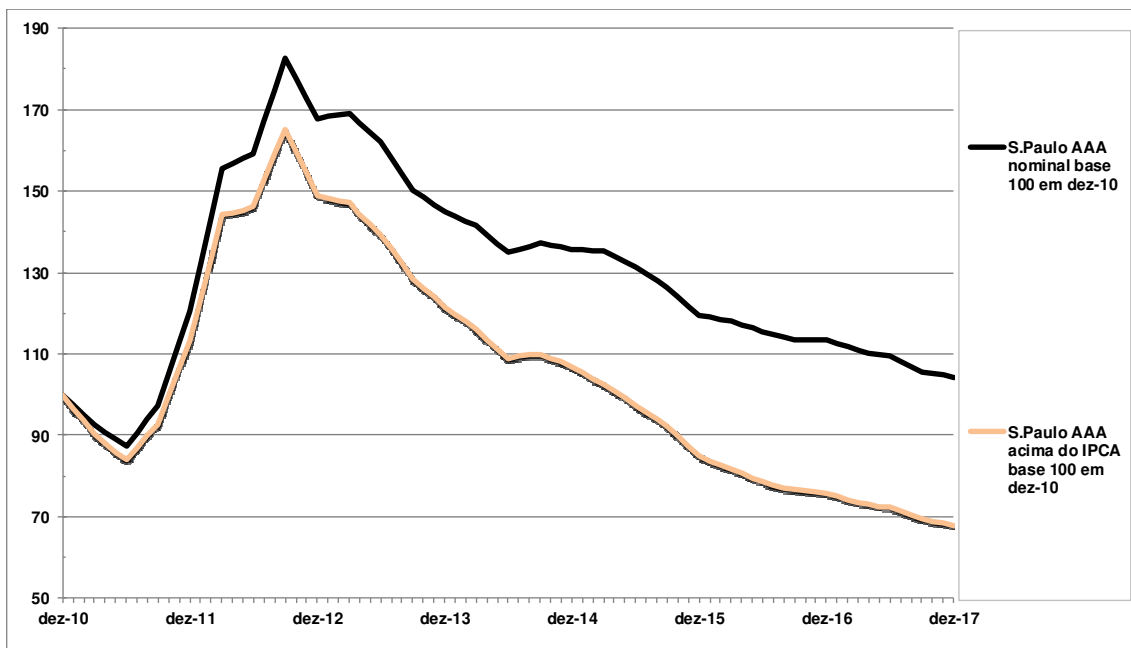


gráfico 2 – preços médios pedidos para locação de edifícios de alto padrão (SP)



Simulamos, então, a reciclagem do portfólio original com a venda da participação do FII no edifício no Rio e com a aquisição das cotas na B3 de um FII proprietário de um edifício AAA previamente locado em São Paulo, de acordo com o estado do mercado à época.

Na conjuntura econômica e do mercado carioca de edifícios corporativos de alto padrão em junho de 2014, o valor da oportunidade do investimento no edifício protótipo do FII alcançaria R\$ 211.100 mil nas condições do cenário referencial e R\$ 197.800 mil como valor médio obtido a partir da amostra de laboratório produzida pelos estresses no cenário referencial.

No quadro 7 está compilado o balanço do investimento com a venda do edifício no Rio em junho de 2014 a valor de mercado e a imediata aquisição das cotas de um FII proprietário de um edifício corporativo em São Paulo, configurando uma reciclagem de 35,5% dos ativos do FII.

A diferença entre o valor de compra do edifício em dezembro de 2010 (195 R\$mil da base) e de venda em junho de 2014 (211 R\$mil da base) é incorporada ao patrimônio do FII.

A comparação do quadro 6 com o 7 indica que nas condições do cenário referencial, aquele no qual estão registradas as ocorrências de mercado de dezembro de 2010 a dezembro de 2017 e as expectativas para aluguéis e ocupação até o final do ciclo operacional iniciado em dezembro de 2010, a estratégia de reciclagem do portfólio apresenta um balanço similar à de manutenção do edifício do mercado carioca em carteira, ambas com alavancagens do patrimônio ao redor de 1,95.

Diante dos estresses de cenário na data de junho de 2014, que já refletia uma percepção mais aguda em relação à deterioração do desempenho do mercado do Rio, verifica-se na análise comparativa um desempenho superior da estratégia de manutenção do edifício. Todavia, é importante compreender que tendo em vista o acento da piora das condições de mercado no Rio de Janeiro de junho de 2014 em diante, é razoável considerar que a partir desta data a estratégia de reciclagem do portfólio apresentaria resultados mais sólidos.

CARTA DO NRE-POLI

janeiro-março 2018

no. 51-18

14

quadro 7

valores em R\$ da base				
Capital do Fundo de Investimento Imobiliário		191.408	100,00%	
valores para ocorrências de 2010-2017 e cenário referencial adiante sem distúrbios				
valor do portfólio à taxa de atratividade equivalente a [1,30 CDI depois de impostos]	VALORbase	170.762	89,21%	100,00%
valor do portfólio no final de 20 anos à taxa de atratividade	VALOR20	129.355	67,58%	75,75%
taxa de retorno no ciclo de 20 anos % anual equivalente, acima do Ipca	TIR	5,33%		
parte do PL formada pelo fluxo RODi	PL-rodI	238.302	124,50%	139,55%
Resultado do FII ao final de 20 anos, PL - capital	RFII	181.965	95,07%	106,56%
valores para ocorrências de 2010-2017 e médios do intervalo de stress adiante				
valor do portfólio à taxa de atratividade equivalente a [1,30 CDI depois de impostos]	VALORbase-e	166.169	86,81%	100,00%
valor do portfólio no final de 20 anos à taxa de atratividade	VALOR20-e	118.204	61,76%	71,13%
taxa de retorno no ciclo de 20 anos % anual equivalente, acima do Ipca	TIR-e	4,75%		
parte do PL formada pelo fluxo RODi	PL-rodI	216.123	112,91%	130,06%
Resultado do FII ao final de 20 anos, PL - capital	RFII	143.913	75,19%	86,61%