

---

## **IMPACTO DO COVID NO MERCADO DE FUNDOS IMOBILIÁRIOS**

Profa. Dra. Paola Torneri Porto

### **1. Introdução**

A recente pandemia do coronavírus COVID-19 trouxe inúmeros impactos e desafios para o mercado imobiliário. A paralisação das atividades comerciais, o fechamento dos shoppings centers, a redução da atividade hoteleira e também a redução da atividade empresarial, com consequentes renegociações contratuais em edifícios comerciais, são situações nunca antes vivenciadas pelo setor. Diante de um cenário tão adverso, a insegurança pode predominar em vários setores da economia, inclusive no segmento de investimentos em fundos imobiliários.

Os impactos atuais em cada um dos fundos imobiliários dependem das características intrínsecas do portfólio de cada um deles, mas também de fatores inerentes às estratégias de composição da carteira e gestão, quais sejam: situação de liquidez de cada um dos fundos (volume de aplicações financeiras em relação ao volume de obrigações a curto e longo prazo), perfil dos ativos e contratos, entre outros.

No caso de fundos imobiliários de edifícios de escritórios para locação, por exemplo, a existência de contratos atípicos oferece maior blindagem para a concessão de descontos sobre os valores de locação, tendo em vista que não há condição legal para ajuste a valor de mercado e, neste caso, a rescisão contratual implica no pagamento do valor presente dos aluguéis vincendos. De toda forma, uma grave crise que pode impactar de forma significativa a atividade comercial ali desenvolvida pode levar ao rompimento do contrato mesmo em condições pouco favoráveis para o locatário.

A experiência do gestor também é relevante neste momento, de modo que uma atuação estratégica na estruturação do portfólio, como: diversificação por locatários, diversificação por localização e atividade econômica do locatário e também participação majoritária em alguns ativos para implementação de medidas rápidas de revisão de custos condominiais pode resultar em menor impacto para o desempenho da carteira em momentos de crise como este.

Alguns gestores adotaram por exemplo como estratégia neste período a contração da distribuição de resultados aos cotistas, liberando somente valores mensais correspondentes à remuneração do valor patrimonial da cota a CDI (líquido de impostos)

para posterior ajuste semestral, em função do cenário adiante.

Isso é possível, uma vez que os fundos imobiliários são obrigados a distribuir, pelo menos, 95% dos resultados auferidos, apurados segundo o regime de caixa somente ao final de cada semestre e podem reter, portanto, não mais que 5% destes lucros como reserva de caixa. Apesar da prevalência entre os fundos de uma política de distribuição mensal, a lei estipula que a obrigação de fato seria apenas ao final de cada semestre.

Avaliando-se o cenário adiante, ainda é difícil estimar o impacto no setor de edifícios de escritórios para locação, fruto de uma recessão que pode perdurar muitos meses e também de alterações na ocupação de escritórios corporativos decorrentes de mudanças comportamentais. A pandemia levou muitas empresas a adotarem o regime de trabalho *homeoffice*, de modo que novas ferramentas de trabalho passaram a ser aplicadas, como, por exemplo, diversos aplicativos para videoconferências e que se mostraram eficientes para determinadas atividades. Diante disso, pode ocorrer uma mudança de comportamento, de modo que o trabalho em *homeoffice*, que já vinha crescendo até mesmo antes da pandemia, passe a ser uma solução mais frequente para determinadas atividades e funções, alterando a demanda de espaços corporativos.

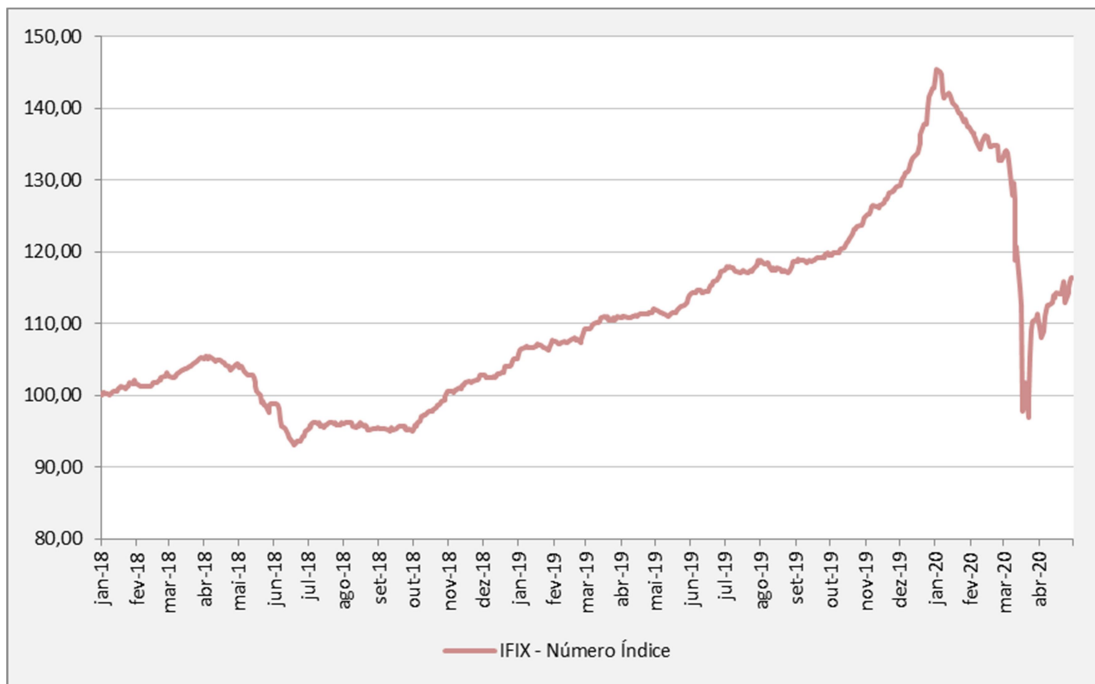
No segmento de fundos imobiliários de shoppings centers, diversos gestores também anunciaram a suspensão da distribuição mensal de resultados até que o cenário fique mais claro, optando neste caso apenas pela distribuição semestral obrigatória.

Assim como no mercado de edifícios de escritórios para locação, mudanças comportamentais podem impactar o setor de shoppings de modo permanente após a pandemia. Muitas pessoas que antes não utilizavam o comércio eletrônico passaram a fazê-lo e tal hábito pode ser incorporado no estilo de vida das pessoas, levando a uma reconfiguração do formato atual do negócio shopping center, algo que já vinha ocorrendo, porém agora com maior velocidade.

Diante de todo este cenário, a incerteza dos investidores pode se refletir na precificação dos ativos imobiliários, incluindo-se as cotas de fundos de investimentos imobiliários. O gráfico abaixo expressa o índice de fundos de investimentos imobiliários (IFIX) que em 31 de maio agrupava 120 fundos, dos quais 107 representavam 80% do patrimônio líquido do conjunto. Verifica-se que no início de março houve uma queda abrupta quando do início da pandemia no Brasil e o indicador antegiu o mais baixo patamar de 2020.

Em alguns casos a queda foi tão acentuada que o valor de mercado da cota de alguns fundos ficou abaixo do seu valor patrimonial, retratando a insegurança diante do cenário adverso do momento.

Gráfico 1: Índice IFIX – Número Índice



## 2 Análise da expectativa de retorno de fundos imobiliários

Diante deste cenário, uma reflexão é relevante: apesar de muito grave espera-se que seja uma crise temporária. Ou seja, seus impactos serão muito significativos neste momento, afetando fortemente a distribuição de resultados dos fundos imobiliários por um período, porém espera-se que não sejam permanentes. Espera-se que o desenvolvimento de uma vacina ou medicamento para o tratamento de pacientes com COVID-19 deva surgir em algum momento e a economia deverá apresentar uma recuperação, ainda que não se saiba o prazo para que isto ocorra.

Deste modo, para que se possa discutir possíveis impactos desse cenário adverso para investidores de cotas de fundos imobiliários, considerou-se a seguir um fundo imobiliário protótipo lastreado em edifícios corporativos, no intuito de se verificar o desempenho adiante.

Observando-se 15 fundos imobiliários do IFIX mais representativos de fundos com lastro em edifícios corporativos para a renda (alguns deles híbridos), tem-se o seguinte *dividend yield* médio dos últimos 12 meses:

Participação IFIX	Fundo		Yield L12M
5,31%	Kinea Renda Imobiliária	KNRI11	5,34%
3,31%	BB Progressivo II	BBPO11	8,40%
2,85%	BTG Pactual Corporate Office	BRCR11	6,66%
2,76%	JS Real Estate Multigestão	JSRE11	6,75%
2,13%	CSHG Real Estate	HGRE11	6,45%
1,85%	Green Towers	GTWR11	7,37%
0,80%	UBS (BR Office)	RECT11	11,12%
0,69%	Vinci Offices	VINO11	3,64%
0,68%	Rio Bravo Renda Corporativa	RCRB11	4,57%
0,46%	Edifício Almirante Barroso	FAMB11B	10,95%
0,46%	CSHG Prime Offices	HGPO11	5,25%
0,46%	XP Properties	XPPR11	2,63%
0,43%	VBI FL 4440	FVBI11	4,44%
0,43%	Tellus Properties	TEPP11	4,43%
0,41%	Patria Edifícios Corporativos	PATC11	4,88%

*Valores em relação ao valor da cota em 19/05/2020*

Será considerado neste estudo protótipo um fundo imobiliário de edifício corporativo que pagou *dividend yield* médio de 6% nos últimos 12 meses na condição atual.

Quadro 1: Características do fundo imobiliário protótipo

Dividend yield 12 meses (nominal)	6%
Valor da cota atual	R\$100,00
Distribuição média por cota (ao mês)	R\$ 0,50

Será analisada a taxa de interna de retorno que pode ser obtida por um investidor que adquire a cota no valor de hoje (R\$ 100,00 neste estudo protótipo) e vende sua cota em diferentes períodos: após 2, 4 ou 10 anos.

Foi considerada também a perda inflacionária ao longo de cada ano, já que os valores de locação são reajustados em ciclos anuais. Deste modo, foi arbitrada uma inflação média anual de 3,5% equivalente anual no cenário considerado.

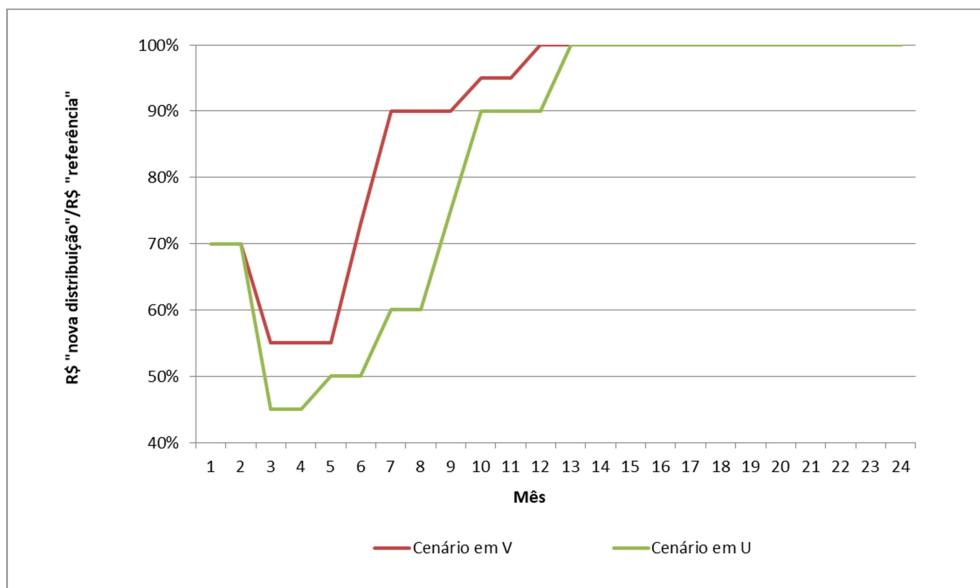
Foi construída uma amostra de laboratório (confiabilidade de 90%), estruturada com fundamento em múltiplos cenários de comportamento, obtidos a partir da flutuação aleatória dos valores de distribuição entre as fronteiras arbitradas indicadas nos dois “Cenários” abaixo indicados:

Cenário em V: cenário com queda na distribuição por cota nos primeiros 5 meses até o patamar de 55% do valor da distribuição de referência indicado no Quadro 1 e recuperação nos próximos 5 meses, de modo que nos meses 10 e 11 considera-se que o novo valor a ser distribuído por cota corresponderá a 95% do valor de distribuição do cenário de referência acima apresentado. Considera-se que o patamar de 100% é retomado no mês 12 e é mantido até o momento de saída.

Cenário em U: cenário com recuperação mais lenta, de modo que considera-se uma queda no valor distribuído ao longo dos primeiros 6 meses até o patamar de 45% do valor da distribuição de referência indicado no Quadro 1 e recuperação nos próximos 7 meses, de modo que no mês 13 considera-se que o novo valor a ser distribuído por cota corresponderá a 100% do valor de distribuição do cenário de referência acima apresentado.

O Gráfico 2 ilustra as duas fronteiras de comportamento para estes cenários considerados referentes aos valores distribuídos por cota. Observa-se que o percentual reflete o novo valor de distribuição em relação ao valor de distribuição na referência apresentada no Quadro 1.

Gráfico 2: Cenário em V e Cenário em U com indicação do valor da “nova distribuição” em relação ao valor de “distribuição de referência” indicado no Quadro 1.



A TIR (Taxa Interna de Retorno) foi medida considerando-se o perfil de um investidor que compra a cota no início do mês 1 e vende nos anos acima citados (após 2, 4 ou 10 anos), considerando-se o valor da cota precificado a mercado com diferentes “caprate” conforme indicado no Quadro 2.

Quadro 2: Valores das cotas a mercado, considerando-se diferentes *caprate*

Caprate	Valor de venda da cota (R\$ moeda da base)
5,0%	120,00
6,0%	100,00
7,0%	85,71

Para o caso de *caprate* de saída igual a 5,0%, considerando-se que há ganho de capital em relação ao valor de aquisição (R\$ 100,00), foi considerado o imposto de 20% sobre o ganho de capital. Não foram considerados impostos sobre a distribuição.

Vale ressaltar que a precificação de cotas de FII para investimentos de longo prazo, que é o perfil prevalente do investidor em FII cujo portfólio se constitui de imóveis para renda, deve considerar que tais ativos estão suscetíveis à vacância, obsolescência, ajuste a valores de mercado e demais fatores de risco que podem impactar de forma significativa a geração de renda do ativo ao longo do ciclo operacional. De outro lado, a precificação para movimentos de curto prazo (especulativos) são tradicionalmente feitos pelo mercado no critério de *caprate*, arbitrando-se uma certa estabilidade na geração de renda. Usar esse critério de *caprate* para precificação vinculada a investimentos de longo prazo é inadequado. O *caprate* é aqui utilizado apenas para indicar o valor da cota eventualmente arbitrado pelo mercado, sem juízo de valor.

Os gráficos a seguir indicam a Taxa Interna de Retorno do investimento, para diferentes anos de saída e diferentes *caprate*, para duas situações:

- (i) Cenário Referência sem impacto na distribuição da renda (indicadores em vermelho no Gráfico 3 a seguir), e
- (ii) Cenário entre fronteiras, obtido a partir de uma amostra de laboratório (confiabilidade de 90%), estruturada com fundamento em múltiplos cenários de comportamento, entre as fronteiras arbitradas indicadas nos Cenários U e V (intervalo de TIR em azul no Gráfico 3 a seguir).

Gráfico 3: TIR (% eq. anual) para diferentes anos de saída e *caprate* de 5% na venda. Intervalos de flutuação da TIR com 90% de grau de confiança (em azul).

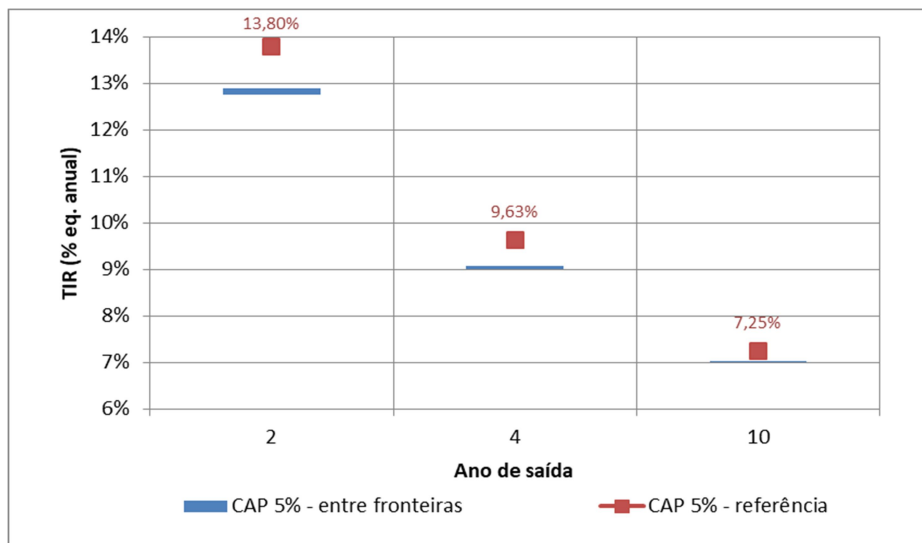


Gráfico 4: TIR (% eq. anual) para diferentes anos de saída e *caprate* de 6% na venda. Intervalos de flutuação da TIR com 90% de grau de confiança (em azul).

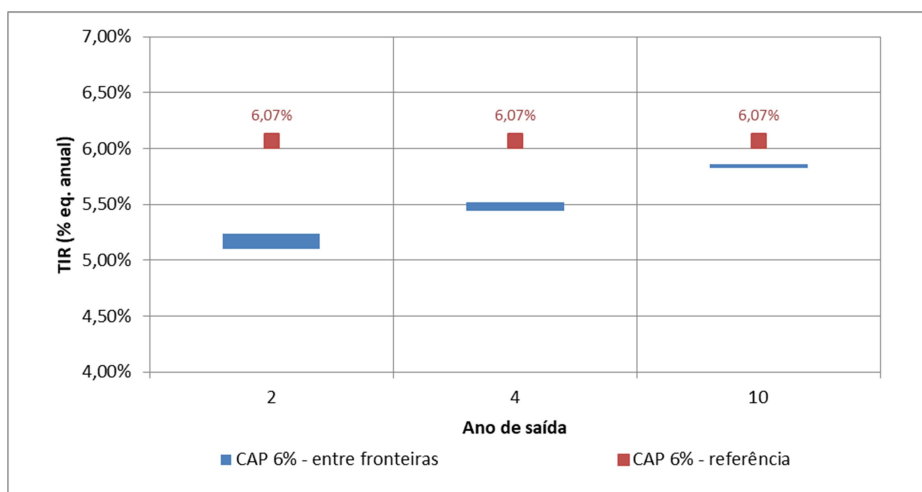
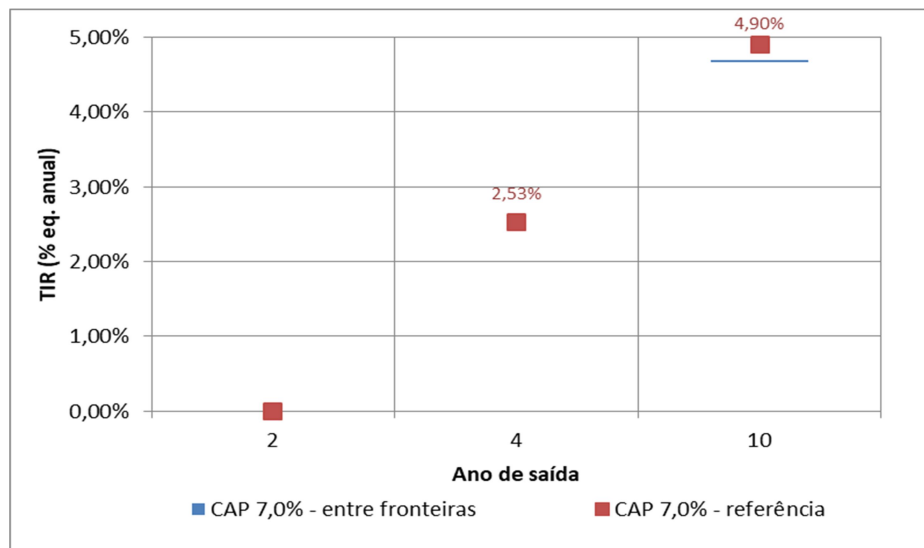




Gráfico 5: TIR (% eq. anual) para diferentes anos de saída e *caprate* de 7,0% na venda. Intervalos de flutuação da TIR com 90% de grau de confiança (em azul).



Observa-se que para *caprate* de saída de 7,0%, não há taxa de retorno para retenção das cotas por apenas 2 anos, uma vez que há grande contribuição do valor de venda para a formação da taxa interna de retorno. Verifica-se também que para este *caprate* também não há retorno para retenção das cotas por 4 anos, no cenário que considera a flutuação entre as fronteiras U e V.

O Quadro 3 a seguir indica a contribuição do valor de saída para a remuneração do investimento à TIR para o Cenário Referência e *caprate* de 6% eq. anual, conforme o ano de venda das cotas.

Quadro 3: Contribuição do valor de saída para remuneração do investimento à TIR (Taxa Interna de Retorno), considerando-se diferentes *caprate*

Ano saída	Contribuição do valor de saída na remuneração do investimento à TIR
2	88,9%
4	79,0%
10	55,5%

Assim verifica-se que para investidores que consideram como objetivo renda de longo prazo (10 anos neste cenário) a contribuição do valor de saída na formação da taxa interna de retorno é menor do que para investidores de curto prazo, 2 anos por exemplo. Deste modo, o aumento do *caprate* de saída impacta de forma mais significativa a taxa interna de retorno para investidores de curto prazo.

Para o cenário com horizonte de 10 anos há retorno para o investimento nos cenários apresentados de *caprate* de saída de 5,0%, 6,0% e 7,0%, mesmo com o impacto causado pela COVID-19 considerado na distribuição de renda apresentada, considerando-se porém que o mercado retomará aos patamares de distribuição de renda após 1 ano.

Observa-se assim que o impacto na TIR (Taxa interna de Retorno) na simulação deste caso protótipo para 10 anos e manutenção do *caprate* em 6% é de 0,24 pontos percentuais no patamar inferior do intervalo de confiança (**5,83%** a.a Cenário entre fronteiras versus **6,07%** a.a no Cenário referência Quadro 1).

Ressalta-se que a simulação ora apresentada não tem o objetivo de exaurir o assunto, mas apenas ilustrar o impacto de eventual redução dos valores de distribuição para um cotista, até mesmo porque não é possível prever de fato quanto esta crise durará e também qual será o horizonte de recuperação, e em um ambiente tão adverso qualquer arbitragem de cenário é uma tarefa muito difícil.