

---

**FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**  
**PORTFOLIO COMPOSTO POR IMÓVEIS PARA RENDA OU CRÉDITO**

---

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

**1. Preliminares**

A leitura de investidores sobre a qualidade das cotas disponíveis no mercado brasileiro de FII tem privilegiado o indicador da renda mensal no curto prazo (dividend yield), abandonando indicadores mais consistentes. Mais enviesada fica a leitura, quando a qualidade é relacionada à medida de total return, no espelho do IFix. Qual é a razão da crítica? Baseia-se no primeiro fundamento para promover investimentos em real estate, que é a segurança no longo prazo. É recomendável que o investidor, ao avaliar um FII, busque indicadores para entender a expectativa de comportamento nos médio e longo prazos e não tome decisões baseadas no "yield do mês passado".

Em adição à questão de decidir pelo curto prazo, o mercado está munido de regras para construção de instrumentos derivativos de investimento, podendo tratar cotas como ações de companhias e especular sobre preços futuros. Como não se percebe como notícias, bem ou mal interpretadas, possam interferir no valor justo de cotas de FII com a intensidade que provocam movimentos em ações de companhias, pode ocorrer que, diante da evidência de que não apareçam ondas de curta frequência, os influenciadores venham a concentrar seu foco no investidor de longo prazo, característico do real estate.

Esta Carta trata de investimentos de longo prazo em FII e explora dois tipos de portfólios: | imóveis comerciais para renda | e | crédito |, tendo, nesta conjuntura, os FII de crédito abrigo privilegiado nas recomendações dos influenciadores. Para simplificar os termos nesta Carta, usaremos FII com portfólio de CRI, que têm sido marcados por esses influenciadores como títulos cobertos por uma pretensa característica de segurança no médio e longo prazo.

Por qual razão usamos "pretensa característica", se o CRI pode estar vestido de garantias muito sólidas, inclusive alienação fiduciária de imóveis? Porque os títulos de crédito, seja por qual caminho se avalie, vão sendo amortizados ao longo da vida, de modo que o investidor recebe retorno mais acelerado do que quando investe em um imóvel e precisa decidir como realocar o retorno em prazo curto, compatível com a

curva de amortização das cotas. Natural que um FII com portfólio composto por CRI pode reinvestir a totalidade da amortização nominal de um CRI <sup>1</sup>, mas aí se trata de estratégia de gestão de portfólio, como pode ocorrer, por exemplo, revitalização de portfólio de imóveis para renda. Então, nesta Carta tratamos do portfólio de imóveis contra o portfólio de CRI, o primeiro depreciando em uma curva de 20 anos e o segundo sendo amortizado nos mesmos 20 anos, para comparar os indicadores da qualidade do investimento sob as mesmas condições de contorno.

## 2. Os protótipos

No quadro 1 ilustramos as características dos protótipos de que vamos nos valer para a comparação.

Os aspectos fundamentais são que, nos dois casos:

- (i) o montante de investimento é o mesmo e
- (ii) a TIR de 20 anos idem.

Consideramos que os CRI são amortizados em regra SAC <sup>2</sup> pelo ciclo de 20 anos (5% por ano, portanto) e calculamos qual a renda anual na qual o CRI deveria ser emitido para a TIR do investimento no FII-Cri resultar idêntica à do investimento no FII-Imóvel.

- Como se verifica no quadro 1, usando padrões equivalentes de prazo e TIR, uma diferença está na duration de cada investimento, que, como é natural, é mais longa no FII-Imóvel porque o portfólio de investimento não sofre amortização, somente depreciação.
- Outra diferença é na formação da TIR, que, no sentido inverso, apresenta curva mais acelerada no investimento no FII-Cri, como mostrado no gráfico 1, pela mesma razão-amortização acelerada.

---

<sup>1</sup> Cuidado nas leituras de amortização de cotas e sua renda, porque, se o crédito é ajustado por algum índice de inflação, o que é comum, o ajuste se constitui em renda, de modo que o reinvestimento que o FII pode fazer cobre somente o principal nominal do investimento na cota.

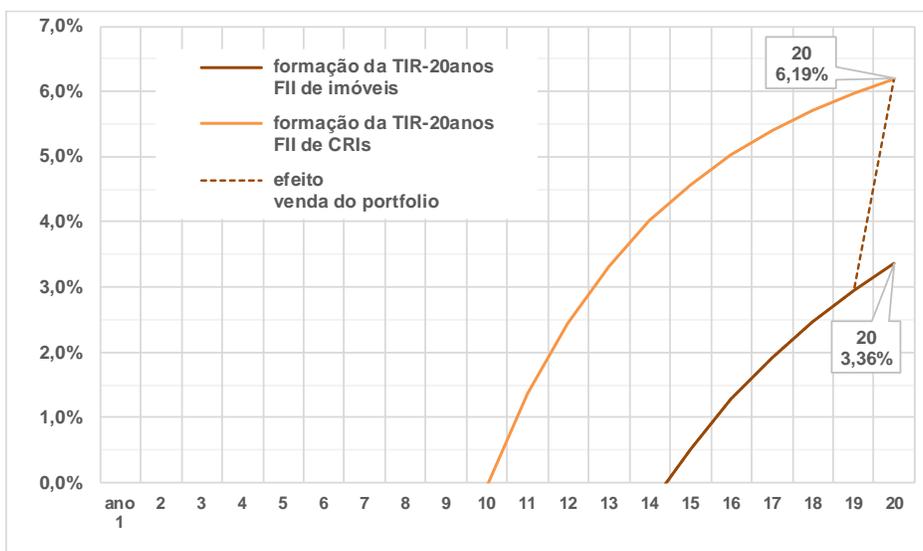
<sup>2</sup> Se a amortização do CRI tiver outra regra, os números devem ser recalibrados, mas as conclusões alcançadas nesta Carta não se alteram, somente se ajustam em outros patamares de números: por exemplo, em regra price, a duration do investimento no FII-Cri é mais alta, mas não supera a do FII-Imóvel.

Notar que fluxo de renda do FII-Imóvel não pode ser comparado com fluxo de retorno do FII-Cri (retorno agrega renda e devolução do investimento).

quadro 1

parâmetros no cenário referencial			
valores em R\$ mil da base, pelo Ippca			
	FII com portfolio de imóveis alugados	FII com portfolio de CRIs	
capital do FII	100.000	100.000	
taxa de retorno em 20anos   % ano equivalente, acima do Ippca	6,19	6,19	
parte da TIR derivada do fluxo de renda	3,36		
parte da TIR derivada do VP do imóvel no ano 20	2,83		
gross acquisition cap rate do portfolio de imóveis, descontadas despesas do portfolio	7,69		
taxa de renda necessária de emissão do CRI para equivaler as duas TIR			7,78
ciclo do investimento de 20 anos			
duration resultante do investimento a TIR   anos	11,01	7,25	
payback primário (data em que todo o principal foi encaixado ajustado pela inflação)	ano 15	ano 11	

gráfico 1



### 3. Valor patrimonial e renda

Nos gráficos 2 e 3 ilustramos a evolução do valor patrimonial do portfólio dos fundos protótipo e a renda sobre o valor patrimonial.

gráfico 2

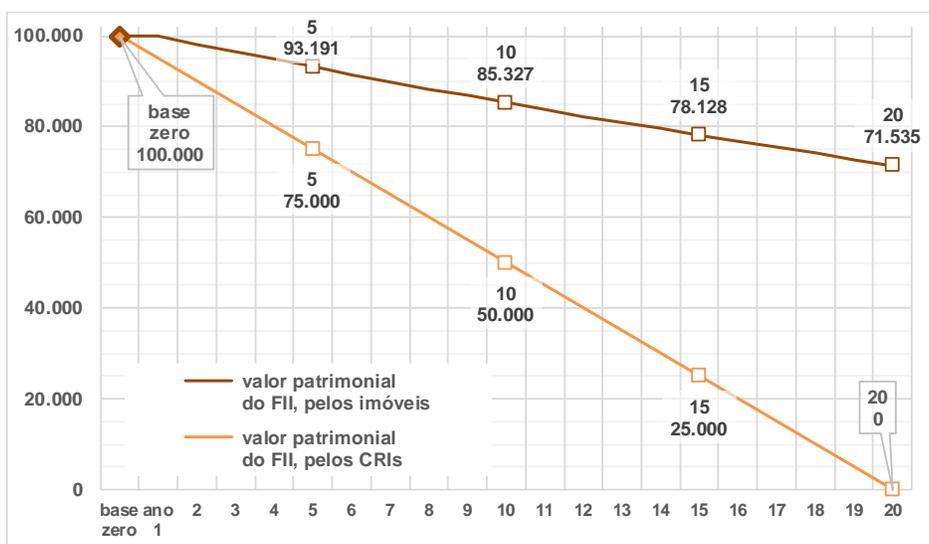
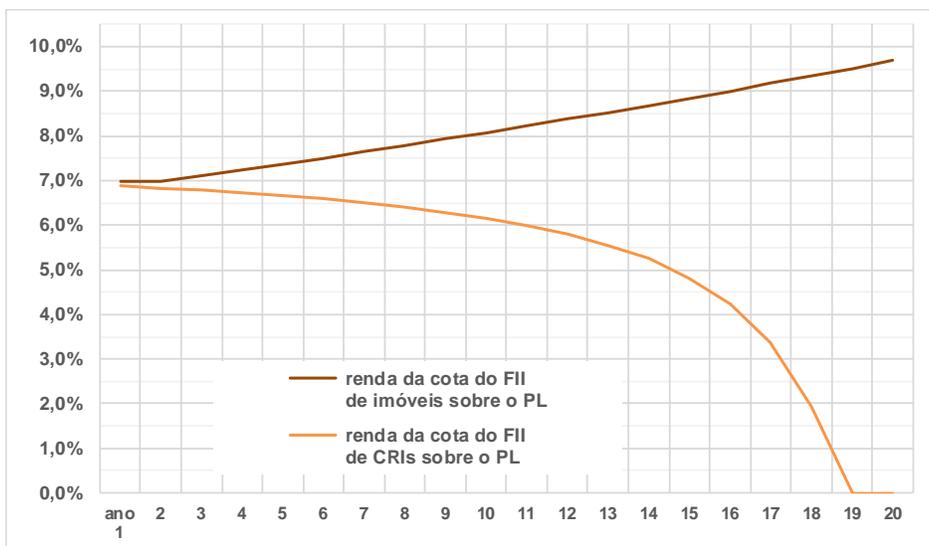


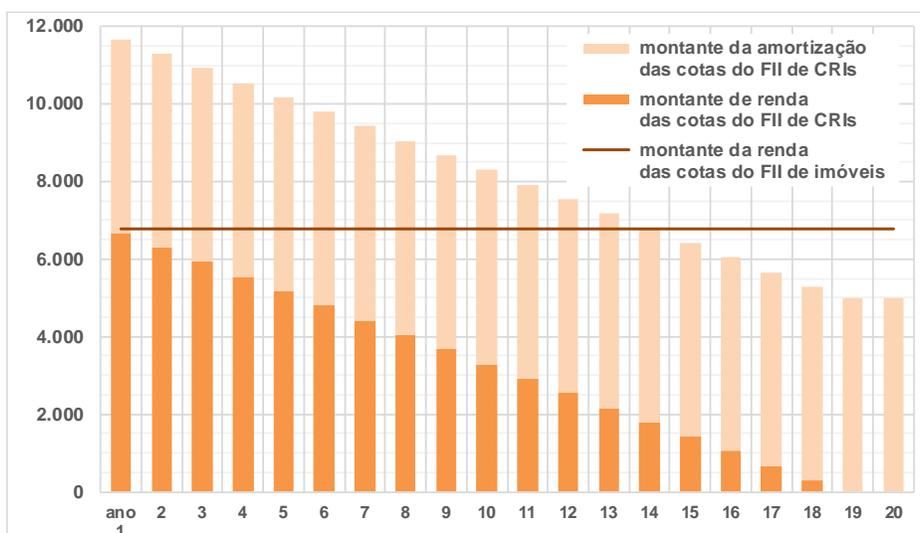
gráfico 3



No gráfico 2, verificamos que no FII-Imóvel o patrimônio cai pela depreciação do portfólio de imóveis no seu ativo e no FII-Cri pela amortização dos CRI no seu ativo.

No gráfico 3, verificamos que no FII-Imóvel a renda cresce porque o aluguel é constante e o patrimônio vai sendo depreciado nos 20 anos. No FII-Cri a renda cai porque o montante de juros é menor, ao incidir sobre a fração ainda não amortizada dos CRI do portfólio. No gráfico 4 ilustramos os montantes distribuídos aos investidores, sendo que no FII-Cri temos amortização de cotas e renda somadas, o que pode dar a falsa impressão de "maior renda", quando se trata de retorno acelerado.

gráfico 4



Para entender o comportamento em regime, no qual se baseiam os indicadores desta Carta, indicamos os movimentos dentro dos fundos no quadro 2.

- (i) no FII-Imóvel a receita bruta é constante (7.431), bem como as contas de despesas, enquanto
- (ii) no FII-Cri a receita bruta vai caindo ao longo dos anos e a despesa mantivemos constante para equilibrar a comparação. Neste fundo, a receita bruta vai de 12.343 (ano 1) até 5.204 (ano-20). Ainda aqui fizemos um ajuste nas despesas nos anos 19 e 20 para acomodar o pequeno montante da renda, de modo a ser possível cumprir a amortização de 5.000, o que o favorece na comparação com o FII-Imóvel, mas em expressão que pode ser desprezada para a finalidade da discussão proposta nesta Carta.

quadro2

perfil do comportamento em regime, usando parâmetros no cenário referencial   total anual				
valores em R\$ mil da base, pelo Ipca				
	FII com portfolio de imóveis alugados		FII com portfolio de CRIs	
receita bruta de locações   receita bruta dos CRIs <b>na média dos 20 anos</b>	8.465	100,00%	8.773	100,00%
impostos sobre a receita	-	0,00%		
despesas e desvios	(526)	-6,21%		
contas de gestão da propriedade	(508)	-6,00%		
<b>NOI derivado para o FII na média anual</b>	<b>7.431</b>	<b>87,79%</b>	<b>8.773</b>	
despesas operacionais dentro do FII	(216)	-2,55%	(216)	-2,46%
administração e gestão do FII	(450)	-5,32%	(450)	-5,13%
<b>Recursos livres</b>	<b>6.765</b>	<b>79,92%</b>	<b>8.107</b>	<b>92,41%</b>
Amortização de cotas	-		5.000	56,99%
Resultado Operacional Disponível - RODi	6.765		3.107	35,42%

#### 4. Entrar e sair do investimento no FII-Imóvel

Nas análises de investimentos em ativos de base imobiliária no real estate (imóveis para renda), diretamente ou por meio de FII, a boa técnica recomenda usar 20 anos de vida do empreendimento, que compreende o ciclo operacional, sucedido pelo período virtual de exaustão. Esse período virtual permite explorar o valor do imóvel ao final do ciclo operacional e a curva de depreciação<sup>3</sup>.

4.1. Mas isso não significa que a recomendação é reter o investimento por 20 anos. O prazo de investimento é decisão do investidor<sup>4</sup>. Desse modo, qualquer análise deve medir indicadores de saída dentro dos 20 anos.

Para estudar adequadamente a qualidade de um investimento, é necessário analisar o ciclo completo: | *investir*, obter *renda* pelo período de retenção do investimento e

<sup>3</sup> Vide doutrina largamente exposta em documentos emitidos pelo NRE-Poli.

<sup>4</sup> Esta ressalva também está largamente exposta pelo NRE-Poli. Alguns autores confundem a imposição dos 20 anos com a necessidade de que o investidor tenha, como única opção, manter o prazo. Também estão expostas as críticas a se fazer análise usando o ciclo operacional de 10 anos, por se tratar de um erro.

*sair* |. Analisar somente a renda regular falseia a análise da qualidade <sup>5</sup>.

É necessário indicar a TIR de saída para cada ano do ciclo operacional.

Nesse procedimento, importante ressaltar que, quando se faz a medida, a variável aberta de maior risco é o valor de saída.

Para tanto, convém explorar duas raízes de precificação do ativo: (i) sair pelo valor patrimonial ou (ii) sair pelo caprate prevalente de mercado, na hipótese de que o privilégio de análise seja a geração de renda recorrente evidenciada <sup>6</sup>.

Usar a saída pelo valor patrimonial é mais confiável, particularmente porque, na análise, é adequado considerar a depreciação do imóvel e não explorar qualquer movimento de onda de valorização. Se vier ocorrer alguma onda, poderá induzir a decisão de saída, na medida em que o investidor venha a perceber que o valor do ativo está acima do seu valor justo.

Esse raciocínio, qualquer que seja o critério para impor o valor de saída, exige medir a TIR de entrada de quem vai tomar o ativo. Essa TIR precisa cobrir uma lógica de investimento, senão, não haverá saída, porque o investidor não encontrará liquidez para o seu ativo.

Vejamos no gráfico 5 o que acontece com o investimento no FII-Imóvel se a saída for analisada a valor patrimonial.

No gráfico 5 está ilustrado que o investidor que entraria, comprando as cotas do FII-Imóvel a valor patrimonial, saindo no ano-20 obteria uma TIR mais elevada do que a TIR de saída do investidor que entrou na base. Então, a expectativa do investidor que analisa o investimento (na base) é que a sua TIR seja superior àquela medida com saída a valor patrimonial – investimento seguro e de risco baixo. Se a saída se verificar

<sup>5</sup> Usemos dois exemplos simples: (i) investir 1.000, para obter uma renda periódica anual de 100(10% ano), com valor de saída 600 (forte depreciação) depois de 5 anos, contra (ii) investir 1.000, para obter renda periódica de 80 (8% ano), inferior à do investimento (i), com valor de saída igual ao de entrada (depreciação zero) depois de 5 anos. A TIR de (i) será 2,4% equivalente ano e a de (ii) 8,0% e essa medida é que deve conduzir a decisão de investimento, admitindo padrões de risco equivalentes. Se acentuarmos as diferenças, considerando o valor de saída de (i) igual a 500, a sua TIR seria zero, ou seja, renda real zero, com renda anual 10% ano.

<sup>6</sup> Notar que falamos de cotas de FII. Desta forma, a discussão está presa a como os investidores tendem a fazer a valuation e esse procedimento inadequado de precificar pelo caprate é utilizado. Pode ser aceito para investimentos a curto prazo, mas é inadequado para a análise no longo prazo, tendo em vista tratar-se de investimento em real estate.

pela precificação da cota ao caprate de 6% ano, as curvas de TIR do investidor na base e do que entra no ano-k estão no gráfico 6.

gráfico 5

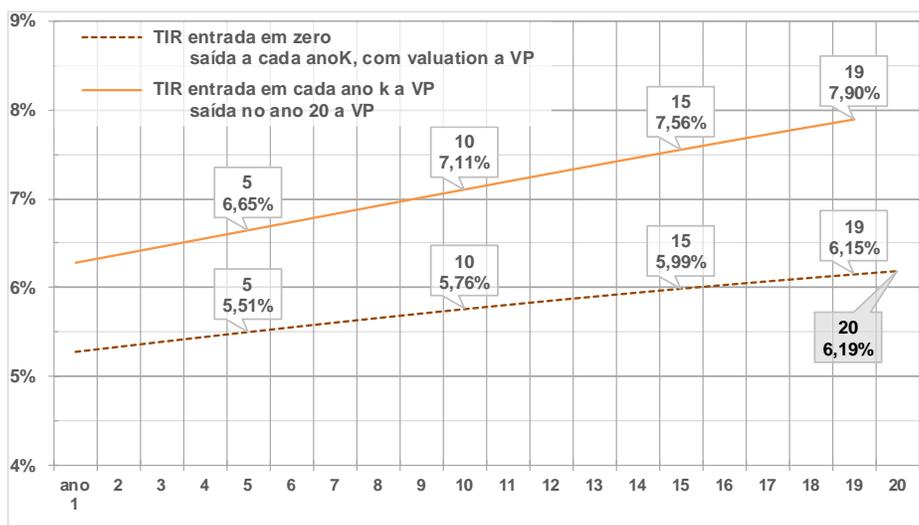
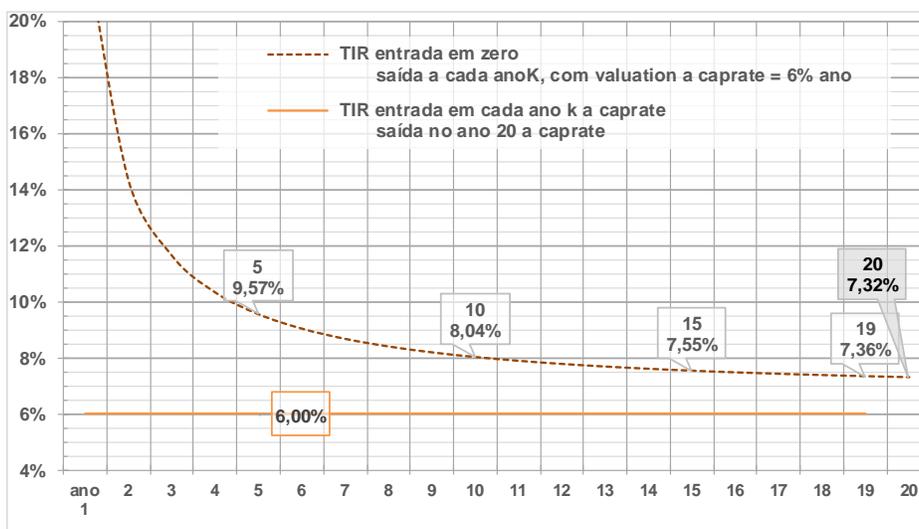


gráfico 6



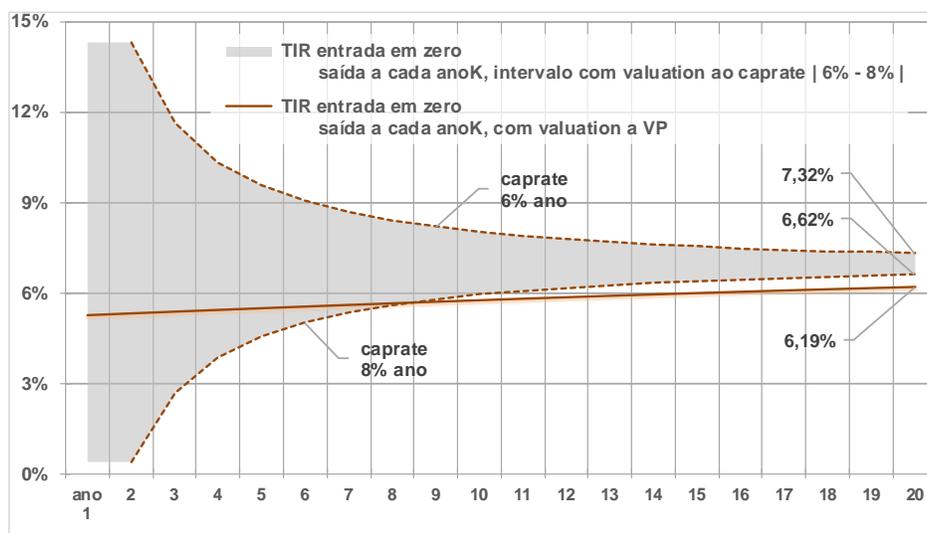
Notar no gráfico 6: como a precificação da cota é a 6% ano, é evidente que o investidor que entra sempre terá como TIR essa taxa.

Analisando os dois gráficos, o investidor que entra na base estará munido de informação sobre o intervalo dentro do qual poderá esperar a sua TIR de saída, a depender de o momento de mercado adiante.

Para melhorar a informação, deve-se indicar uma faixa de valor, fazendo variar o caprate prevalente no mercado à época da saída, de modo a estender a informação sobre a segurança do investimento na base.

No gráfico 7, mostramos a curva de TIR saindo a valor patrimonial e a faixa de TIR saindo a um intervalo de caprate de mercado, se esse for o vetor de precificação. Como se percebe, é elevado o grau de sensibilidade para o caprate prevalente de mercado, quando a orientação de precificação não é o valor patrimonial. Isso indica que a leitura da qualidade de investimentos em real estate, quando fundamentada em indicadores de curto prazo, pode oferecer orientação falseada, uma vez que a característica do real estate é de segurança no longo prazo. O gráfico 7 realça essa segurança e mostra os riscos do caprate elevado na precificação somente nos prazos mais curtos. Como é característica do real estate, a retenção do investimento por prazo longo é indutora de segurança.

gráfico 7



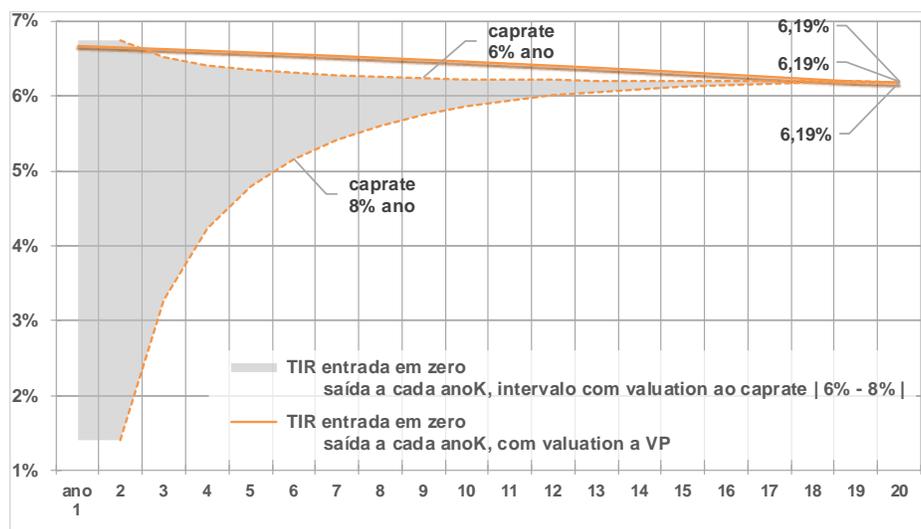
## 5. Entrar e sair do investimento no FII-Cri

Para análise de longo prazo do investimento em cotas do FII-Cri replicamos o formato do gráfico 7, no gráfico 8.

Esse gráfico 8 permite a leitura de que o investimento só se sustenta se a saída for precificada dentro do ciclo operacional a um caprate baixo, ou se for precificada a valor patrimonial, pois a evidência é que:

- (i) diferentemente de no FII-Imóvel, em que a TIR de saída a VP está pouco dentro do intervalo | 6% - 8% | e, no longo prazo, abaixo do intervalo;
- (ii) no FII-Cri a TIR de saída a VP está sempre acima do intervalo | 6% - 8% |, indicando o risco de se fazer esse investimento para longo prazo.

gráfico 8



Isso quer dizer que a segurança de o investimento em real estate é mais alta quando o portfólio é composto de imóveis do que de derivativos de crédito. Essa conclusão é tomada dentro de um cenário referencial, admitindo que o retorno dos investimentos nos dois tipos de Fii tem estabilidade, seja quanto aos valores de renda no FII-Imóvel, quanto como ao cumprimento dos pagamentos do portfólio de CRI, uma vez que o objetivo desta Carta é fazer a comparação entre dois formatos de investimento entendidos como competitivos, mas que não o são - são diferentes, mas comparáveis sob os aspectos mostrados nesta Carta. A análise de investimentos particulares deve ser feita dentro de cada cenário, especialmente promovendo a adequada análise de riscos.