



---

## ÉTICA NA OFERTA DE INVESTIMENTOS EM REAL ESTATE

---

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

### Observações sobre o mercado

- i. A atividade de consultoria em real estate me leva a avaliar diversos prospectos privados de oferta de investimento. Eles cobrem desde participação em incorporações, até investimentos em empreendimentos para renda, solitários ou abrigados em fundos de investimento, ou ainda instrumentos que vestem a securitização de portfólios imobiliários, como CRIs no Brasil e diferentes meios nos mercados internacionais. Nesta carta comento sobre a estrutura das informações apresentadas, na maioria das vezes com único acento em marketing, e o que seria recomendável e mesmo mandatário que figurasse nestes prospectos, tendo em vista a ética das ofertas. Quanto aos prospectos para ofertas de distribuição pública, regrados por legislação, esta é uma questão da CVM no Brasil e de entidades equivalentes em outros mercados, escapando do âmbito deste texto.
- ii. Parafraseando o Prof. Damodaran no seu "dark side of valuation", podemos dizer que é interessante observar o "dark side of presentation", concentrado nos apelos de marketing, frequentemente mais destacados do que os cenários de análise e as resultantes expectativas de desempenho, por meio das quais se medem indicadores da qualidade e especialmente dos riscos dos investimentos ofertados. Tenho exemplos recentes de prospectos de oferta de investimento em fundos privados para aplicação em imóveis para renda em países de economias de primeira grandeza que trazem um único indicador econômico, ao fazer referência passageira à meta de renda regular, e mesmo assim sem apresentar qualquer fundamento. Dúvidas sobre ética vestem ofertas nas economias evoluídas, realçando um viés frequentemente encontrado nas ofertas do mercado brasileiro. Parece que se trata de um fenômeno mundial.
- iii. Ofertas de investimento no ambiente do real estate tendem a explorar a falsa sensação de segurança marcada: (a) pela imagem de solidez do edifício e (b) pelos movimentos de preços do mercado, que, mesmo em ondas, tendem a flutuar em ciclos longos. Já explorei esta questão nas cartas 27-12 e 29-12 ("Money Illusion" -

Diferentes Aspectos das Ilusões Sobre Valor). Aparentemente, a ideia de proteção ao investimento representada pelo edifício tende a confortar o investidor na sua análise de riscos e isso induz a que prospectos de oferta acentuem imagens e desprezem números. Quantas vezes, até onde as lembranças nos levam, já se viu ofertas de imóveis sob o dístico "tijolo moeda forte"? Ora se destaca em uma forte campanha institucional na mídia paulista: "Tijolo moeda forte. Ontem, hoje e sempre".

Voltando à money illusion: preço não é valor, nem valor justo. Preço acima do valor paga o imóvel mais a ansiedade de comprar. Como ansiedade não é lastro de investimento, o valor justo de um imóvel tende a estar protegido, mas o excesso até um preço acima desse valor não. Como se reconhece o valor justo em análise de investimentos? Por meio das expectativas de renda e não impondo valorização pela emoção, a beleza plástica ou a localização privilegiada do imóvel.

iv. Para não deixar que os conceitos discutidos nesta carta escapem para um discurso genérico, daqui em diante considero que as ofertas de investimento exploradas correspondem a comprar edifícios de escritórios para locação, por meio de fundos estruturados.

## 1. A função dos prospectos de oferta de investimento

Prospectos cumprem a função de fazer propaganda ou devem representar suporte para o investidor reconhecer a lógica do investimento: lastro (segurança), qualidade e riscos?

- A contrapartida do investimento em real estate, diretamente ou por meio de estruturas de investimento coletivo (Reits e Fundos) deve ser o valor do portfólio. O valor representa a proteção do investimento - seu lastro de segurança.

Nos investimentos securitizados nem sempre o valor do portfólio está replicado no meio de securitização. Como exemplo, no passado recente do mercado brasileiro espalhava-se a ideia de que certos FIIs estavam "baratos", porque se fazia o cálculo do valor de mercado<sup>1</sup> dividido pela ABL do imóvel segregado no fundo, resultando um valor baixo, quando comparado com preço de mercado de edifícios equivalentes, ou até com os custos para reprodução. Entretanto esta imagem é inadequada, porque o cotista só desfrutará da mais valia do edifício contra o investimento na cota, quando essa mais valia vier a repercutir no valor dos alugueis e, em seguida, na renda distribuída

<sup>1</sup> equity market capitalization = número de cotas emitidas multiplicado pelo valor de transação da cota na Bovespa

pelo FII. Ou seja, um edifício alugado por um preço baixo gera um fluxo de renda que, à taxa de atratividade prevalente no mercado, pode levar à precificação das cotas abaixo do valor do lastro medido até como valor justo. Nos investimentos securitizados com bloqueio patrimonial<sup>2</sup>, o valor do lastro é medido pelo valor do fluxo de recebíveis, com âncora na exploração do imóvel. Fundos com regras operacionais que facilitem a movimentação do portfólio pelo administrador são capazes de arbitrar mercado<sup>3</sup>.

- A qualidade do investimento é representada pela expectativa de renda, majoritariamente identificada pela remuneração derivada da sua exploração (receitas contra custos operacionais e de gestão). Colateralmente pode-se ilustrar "saltos" de renda que poderão ocorrer no caso de ser possível desmobilizar o investimento (os imóveis do portfólio) com mais valia. Aumento de valor dependerá de crescimento da renda de exploração, ou de onda no mercado, caso em que o valor não aumenta, mas somente o preço de transação, pelo agregado da ansiedade especulativa. Em alguns segmentos do mercado e em conjunturas particulares, um potencial crescimento da renda pode ser explorado com algum fundamento, ainda que sob argumentos precários, porque não há como inferir na análise preditiva a reação dos agentes do mercado à carência de oferta que pode levar renda para cima. Entretanto, movimentos especulativos não podem ser fundamentados.
- Os riscos do investimento, na maioria não mitigáveis, existem porque podem ocorrer quebras de renda, derivadas de pressões de oferta no mercado, ou porque pode haver um freio de demanda derivado de efeitos da economia, com repercussão no real estate<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> Vários FIIs no Brasil têm como portfólio um único imóvel. Estes é que foram objeto da especulação do valor do imóvel contra o valor da cota. Porém, na sua maioria, não há como vender o imóvel e resgatar as cotas com lucro, porque o regimento e as próprias instruções CVM dificultam ou até embargam esta ação.

<sup>3</sup> Vender e comprar, por arbitragem de preços de transação de mercado contra valor do fluxo de recebíveis, permite alavancar o investimento conservador (renda recorrente de locação) por meio de exploração de possibilidades especulativas no mercado. Enquanto a maioria dos FIIs brasileiros apresenta empecilhos para movimentar o portfólio, nos Reits e nos Fundos dedicados nas economias evoluídas este é um procedimento comum, tendo em vista, inclusive, a dispersão dos seus portfólios de investimento.

<sup>4</sup> Exemplo é a conjuntura no Brasil, em que a recessão econômica anula a demanda de escritórios corporativos fazendo ainda aumentar a oferta pela redução da atividade econômica, que encolhe as companhias.

Prospectos devem oferecer sustentação ao racional do investimento: expectativas de renda e taxa de retorno, além de informações acessórias, como a formação da taxa de retorno, payback e duration do investimento, valor do lastro e sua relação com o investimento e, principalmente, os riscos de quebra de qualidade e sua repercussão. Fotos e imagens, o passado da economia e do investimento ofertado, currículo dos administradores e suas realizações não conferem qualidade ao investimento, sendo agentes para emular as emoções na direção do investimento - competitividade do portfolio e capacidade gerencial na sua gestão. Os prospectos não devem servir de propaganda, mas compreender informação qualificada, inclusive quanto às técnicas de análise e à sua profundidade, como ainda exposição dos riscos e seu impacto, sem lugar para cenários otimistas.

## **2. O que costuma aparecer nos prospectos e ofusca a análise dos investimentos**

Imagens de edifícios do portfolio ou prospectados<sup>5</sup>, currículos e passado de glórias do fundo ofertado, ou de outros do mesmo administrador, significam propaganda, não informação sobre a qualidade, segurança e riscos do investimento ofertado.

- Informação começa por geração de renda.

Renda é expectativa e deve ser analisada sob risco, não como certeza de desempenho. Renda deriva de receitas, despesas e fundo de reserva no conceito de FRA<sup>6</sup>.

Na captação de recursos para um novo fundo, ainda sem investimentos, é evidente que a geração de receita representa uma expectativa que deve ser associada à penetração do edifício no seu mercado competitivo.

---

<sup>5</sup> É interessante verificar prospectos que mostram edifícios existentes para ilustrar como podem ser as oportunidades de investimento. Ou ainda verificar a preocupação com as imagens de imóveis do portfolio, cuja imponência nunca é o fator que qualifica o investimento, mas sim o preço de aquisição contra o valor de mercado e a renda de exploração esperada adiante.

<sup>6</sup> Fundo para Reposição de Ativos, que, na análise e na operação de fundos, serve para cobrir as diferentes exigências de investimentos para atualização e adequação funcional do edifício, objetivando manter a sua competitividade de mercado, que é a primeira garantia necessária para traçar as expectativas de receita.

Vejam os exemplos, em que a ética da exposição de informação do prospecto deve ser criticada: "leio em um prospecto para investimento no estrangeiro com expectativa de vida de 7 anos, que a renda média esperada no ciclo está entre 4,5% e 5,5% anuais nominais". O administrador pretende investir, arrendar e vender o portfólio de edifícios ao final do ciclo. Significado deste intervalo de 4,5% e 5,5% em análise da qualidade do investimento:

- i. se a taxa de ocupação for 100% durante os 7 anos (cenário que só se admite em hipótese de build to suit), para a renda média saltar de 4,5% para 5,5% a variação de expectativa de aluguel deverá ser de 20%;
- ii. considerando uma taxa de ocupação de 80% no ano-1, 90% no ano-2 e 100% nos demais, o valor dos aluguéis para alcançar 5,5% deve ser 19% mais alto do que a expectativa para gerar 4,5%;
- iii. para taxa de ocupação oscilando entre 90% e 100% do ano-3 até o ano-7, com 90% de confiabilidade pode-se dizer que, para chegar à renda de 4,5%, a expectativa de aluguéis deve ser 6,9% superior àquela que se utiliza no cenário com 100% de taxa de ocupação e 27,6% maior para alcançar a renda média de 5,5%;
- iv. para obter 4,5% com taxa de ocupação do item ii, os aluguéis deverão estar 17,5% acima da expectativa com taxa de ocupação 100% em todo o ciclo. Ou seja, lendo pela segurança, para a renda média de 4,5% há necessidade de incrementar 17,5% nos aluguéis esperados para fazer proteção entre 100% de taxa de ocupação e a curva do item ii, antes de discutir riscos de comportamento no ciclo [ ano-3 até ano-7 ].

Diante desses intervalos, é razoável admitir que um prospecto cite como meta de renda alcançar a média 4,5% até 5,5% anual, sem fundamentar e discutir riscos de inserção de mercado do edifício e a evolução do mercado?

- Para o investidor interessa a taxa de retorno.

Ao investidor deve ser apresentada a configuração completa do seu investimento, que compreende, investir, receber renda e, decorrido um certo prazo, desinvestir. Para avaliar a taxa de retorno, na saída da posição de investimento deve-se considerar o valor do ativo, por meio de técnica adequada de valuation. A consideração de risco desse valor de saída deve ter destaque, tendo em vista que se trata de uma arbitragem de valor para uma data sempre muito distante do ponto de investimento.

No exemplo do prospecto já citado:

- i. se o valor de saída (venda do edifício, descontados os custos de venda e

desmontagem do fundo) for igual ao valor investido pelo cotista, a taxa de retorno será 4,47% para a hipótese de aluguel que referenda a renda média anual de 4,5%<sup>7</sup>;

ii. entretanto, a esta taxa de retorno, o fluxo da renda remunera 26,4% do investimento. Portanto, 73,6% do investimento é remunerado pela venda da posição de investimento sete anos depois da entrada, ao valor arbitrado na valuation. Grande risco, porque a arbitragem de valor para uma posição tão distante tem grande influência no indicador da qualidade do investimento<sup>8</sup>;

iii. o mesmo prospecto indica a meta de taxa de retorno entre 12 e 14% equivalente anual no horizonte de sete anos. Para que venha a ocorrer, o imóvel deverá valorizar neste período de sete anos 77% para 12% e 108% para 14%. Qual será a fundamentação otimista do cenário utilizado pelo originador do fundo de investimento para arbitrar esta saída especulativa? A questão é ética, porque as valorizações necessárias deveriam estar esclarecidas e, evidentemente, fundamentadas;

iv. na conformação [ aluguel + valor de saída ] que resulta na taxa de retorno 12% ao ano e renda média anual de 4,5%, o fluxo da renda é responsável por remunerar 20% do investimento, sendo os demais 80% suportados pelo valor do imóvel, de valor 77% maior ao final dos sete anos.

▪ Nos fundos em operação.

Nos fundos fechados já operacionais e listados, a precificação do valor da cota resulta da percepção daqueles que estão no mercado secundário, de modo que não se trata de discutir prospecto de oferta. Nos fundos fechados, a precificação para os novos investidores consta das ofertas sucessivas de captação<sup>9</sup>.

Nesses prospectos:

i. o futuro não é extensão do desempenho passado. Para edifícios corporativos arrendados (foco deste texto), o desempenho adiante é função das pressões de mercado esperadas pela conjuntura da oferta competitiva e o estado da

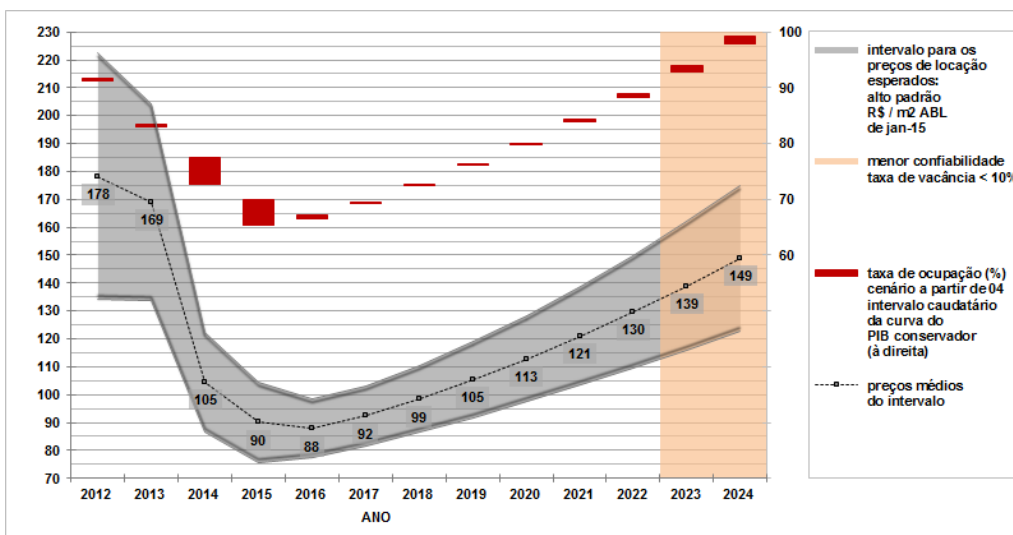
<sup>7</sup> A pequena diferença é provocada pelas rendas mais baixas dos dois primeiros anos, com taxa de ocupação inferior a 100%

<sup>8</sup> Esse risco é o que serve para descartar a perigosa premissa do tijolo moeda forte.

<sup>9</sup> Nos grandes fundos de real estate é uma ocorrência comum, tendo em vista a velocidade lenta na aplicação dos recursos captados. Os processos de busca de oportunidades de investimento, análise, negociação, diligência, compra e locação, sugerem ser prudente captar recursos em tranches, para não deixar recursos inertes internados nos fundos por longos períodos.

economia. Como exemplo, replicamos no gráfico 1 o gráfico 9 da Carta 38-14, fazendo um ajuste na expectativa de evolução do PIB-Brasileiro para o que ora se admite para 2015 (recessão) e 2016 (fraquíssima recuperação), com recuperação modesta até 2018, cenário mais conservador do que o adotado na Carta 38-14 (ver gráfico 4 da carta).

gráfico 1



equivalente ao quadro 9 da Carta 38-14, ajustado

Um investimento praticado em 2012, baseado na taxa de atratividade 8% anual:

- i. se precificado em cenário espelho (futuro será equivalente ao presente), para um valor de saída arbitrado igual ao da entrada, teria taxa de retorno de 8% equivalente anual. A mecânica de precificar pela via do cap-rate, largamente utilizada no ambiente do real estate, induz esta resposta, ao mesmo tempo que mascara a imposição de manutenção do valor de mercado do ativo;
- ii. ocorrendo o cenário esperado para o mercado de edifícios corporativos classe A em São Paulo, refletido no gráfico, e considerando taxa de ocupação de 100% pelo ciclo de 10 anos, a taxa de retorno a ser alcançada pelo investidor será de 4,8% equivalente anual, se for possível sair do investimento pelo preço da entrada (improvável), ou de 2,4% equivalente anual se a saída merecer o mesmo critério de precificação da entrada, à mesma taxa de atratividade.

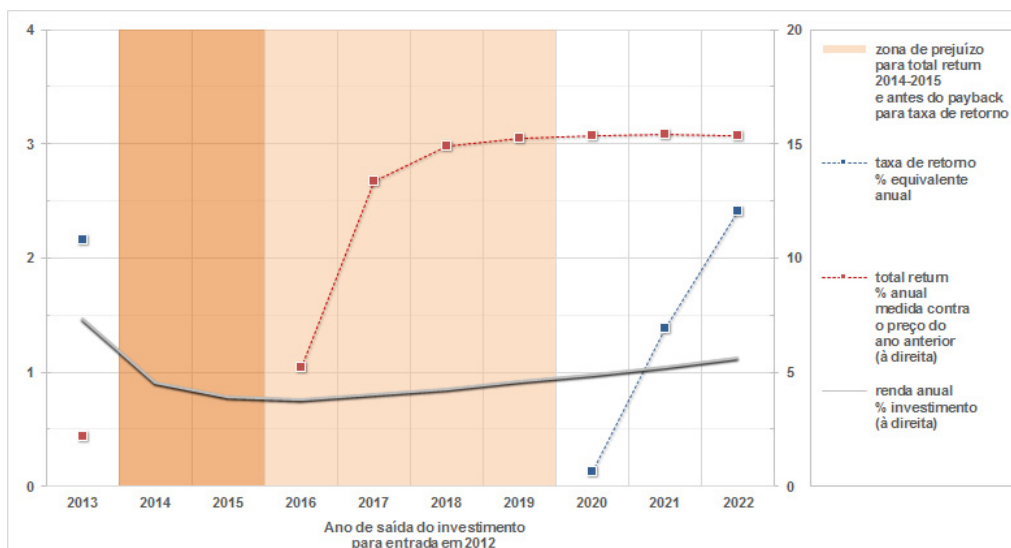


Ou seja, quando o investidor "mergulha na onda descendente" no real estate, trazer para o futuro a imagem do passado comprometerá a qualidade do investimento, sem meio de mitigação.

Os prospectos de fundos em andamento costumam ilustrar desempenho (quando convém) por meio do indicador "total return", que é enganador:

- i. nesse procedimento, o indicador mede, em ciclo anual, a taxa de retorno de um investidor hipotético considerando um valor investido "virtual" no início do ano, a renda de exploração produzida dentro do ano e um valor de saída "virtual", sendo a entrada e a saída aos valores de mercado das cotas do fundo. Ou seja, associa renda efetivamente auferida com variação de valor do ativo, que é virtual para o investidor que permanece na posição de investimento, que entrou antes do ano referido, ou que não vai sair no final do ano;
- ii. como exemplo, usemos a curva do gráfico 1, admitindo que o investidor entrou em 2012, precificado à taxa de atratividade 8% ano e que, utilizando esta mesma taxa, o mercado mantém o procedimento de precificação nos anos seguintes. As medidas estão no gráfico 2.

gráfico 2



No gráfico 2:

- i. a medida de total return em 2014 e 2015 resulta negativa. Isso porque a
- as Cartas do NRE-POLI estão disponíveis em [www.realestate.br](http://www.realestate.br)



precificação com alugueis para baixo (curva descendente no gráfico 1) provoca uma desvalorização maior do que a renda auferida no ano;

ii. a renda anual sobre o investimento original (final de 2012) cai até 2016, acompanhando a curva de alugueis, e retoma adiante;

iii. só haverá taxa de retorno para saída em 2013, ou após 2020, mesmo assim em patamares muito baixos. Permanecendo investido por 10 anos, a taxa de retorno para preço de saída balizado no mesmo critério de precificação será 2,4% anual equivalente, já citado;

iv. o exemplo serve para mostrar como o investidor pode se iludir fazendo a leitura do total return anual: 0,1% de taxa de retorno verificada até o ano 2020, é totalmente dissociado do total return nos últimos três anos, no patamar de 15% anual.

### **3. O que é adequado aparecer nos prospectos para não ofuscar a análise dos investimentos**

Em síntese prospectos de oferta de investimento em propriedades para exploração de renda devem cuidar de ilustrar:

- relação entre investimento e o valor medido no conceito de fair value, e perspectivas de variação do valor ao longo de um horizonte longo, tendo em vista que o foco do investidor não tende a ser especulativo, mas conservador - retenção do investimento por prazo longo, tendo como expectativa uma curva de renda harmônica. Valor contra investimento mostra a segurança do lastro;
- expectativa de renda adiante [ +receitas<sup>10</sup> - despesas operacionais - fra ];
- taxa de retorno para diferentes posições de saída do investimento, em marcas anuais até o ano 20 da base;
- formação da taxa de retorno, payback primário e duration;
- taxa de recuperação anual do investimento e taxa de recuperação anual da capacidade de investimento à taxa de retorno;

---

<sup>10</sup> Receitas pela curva de alugueis do mercado. Em algumas economias evoluídas, mesmo com alugueis para baixo a legislação manda pagar os valores contratados, de modo que contratos longos servem de hedge contra a onda descendente. No Brasil sabemos que não - os contratos acabam sendo renegociados, como acontece na conjuntura atual.

- indicação da importância do valor de saída do investimento na formação da taxa de retorno, ilustrando quanto do montante investido retorna por meio do fluxo da renda, para quebrar a leitura incorreta de que a propriedade é que protege o investimento, quando é o fluxo da renda que o faz;
- sendo que todos estes indicadores devem ser relidos em cenários estressados de comportamento, com a utilização de técnicas adequadas para arbitragem de fronteiras de stress e as medidas tomadas em amostras que permitam ilustrar os riscos do investimento.

É interessante mostrar os atributos de localização e físicos dos imóveis do portfólio, com o objetivo de explorar a sua condição de competitividade, seja no momento do investimento, como, à frente, passiva das tendências de evolução na sua inserção de mercado, resultantes do desenvolvimento urbano esperado na zona de influência.

É interessante mostrar a capacidade gerencial dos originadores das oportunidades de investimento, bem como dos gestores do portfólio, uma vez que comprar produtos competitivos por preços adequados e manter o regime de revitalização continuada do portfólio, perpetrando investimentos, ou até por meio de reciclagem (vender e comprar), são atos que dependem de competência gerencial qualificada.

---

### **No site do NRE-POLI postamos a questão:**

Na sua maioria, os prospectos de oferta de investimento em real estate que v. conhece no mercado brasileiro têm foco na análise crítica do investimento, ou são enfáticos principalmente como instrumentos de propaganda? Sim ou não para análise crítica preponderando versus o marketing?

*Responda e conheça como o mercado vê este tema.*