
**ENTENDER AS ANÁLISES QUE
ACOMPANHAM AS OFERTAS DE INVESTIMENTO EM FII**

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

1. Nos anos 2005, quando sofremos a onda especulativa resultante da avaliação de empresas de real estate, para abertura de capital, o NRE-POLI divulgou críticas aos processos distorcidos de valuation das companhias, com a publicação de diversos artigos e cartas do núcleo ilustrando os exageros cometidos.
2. Nesta conjuntura, passado o ciclo de emulação, também com grandes distorções de valuation, dos fundos imobiliários de ativos financeiros, verificamos o surgimento de uma marola, esperando que não se traduza em onda, na qual ofertas de fundos imobiliários de ativos para renda vêm apoiadas por distorções de indicadores da qualidade do investimento, como aquelas que comentamos neste artigo. Para que fiquem claros os conceitos, vamos utilizar um exemplo, cuja função é ajudar a esclarecer onde e por qual razão as distorções surgem e se sustentam.
3. As análises que acompanham as ofertas devem estar suportadas por um cenário referencial de comportamento esperado do desempenho do portfólio destinado à renda. Alguns elementos que devem figurar em cenários de longo prazo podem ser lançados no conceito de prognósticos, mas a maioria figura como arbitragens de comportamento, seja do

mercado, como da inserção dos empreendimentos investidos.

Neste artigo, usamos o exemplo do empreendimento mais típico e mais simples: edifício de escritórios destinado à renda. Daqui em diante o que está descrito se refere a esse tipo de negócio.

Do cenário referencial deve constar a expectativa de aluguéis adiante, podendo figurar como prognóstico, descrito por meio da extensão de curvas de tendência, obtidas por meio de análises de correlação com dados progressos do mercado, mas a oferta futura dentro do mercado competitivo e a demanda, estarão presas a variáveis suscetíveis de arbitragem. O que mais frequentemente se verifica nos cenários é pura arbitragem¹ e, como se trata disso, é impositivo que as variáveis de comportamento sejam conservadoras na sua essência, sendo ainda mandatório que se avaliem riscos de o mercado fugir para uma condição mais estressada.

Com respeito a outras variáveis, é obrigatório que sejam atreladas às relações contratuais que comandam os negócios de locação de imóveis, resultando: i. na necessidade de incluir um deflator na receita, para espelhar que o preço dos aluguéis é ajustado uma vez a cada doze meses, o que provoca perda inflacionária quando medimos a qualidade do investimento em moeda da base e ii. na recomendação de incluir outro deflator no fluxo da receita para espelhar uma configuração de custos na recolocação de locações ao final dos contratos. Perigoso será arbitrar que

¹ aquilo que o analista do gestor do FII pensa sobre o andamento de uma certa variável adiante

os aluguéis do mercado venham a subir acima da inflação, por provocar distorções relevantes na análise da qualidade do investimento.

É adequado preservar viés conservador para a formatação do cenário referencial e o exemplo mostra quanto é inadequado induzir investimentos com base em arbitragens sem fundamento, especialmente sobre a curva de mercado adiante. Notar que a imposição de uma curva de mercado agressiva no curto prazo provoca distorções mais severas nos indicadores da qualidade do investimento, do que as arbitragens nos médio e longo prazos.

Adiante vamos contrapor o cenário referencial conservador, no qual apoiamos a | AQI | (análise da qualidade do investimento) neste artigo com cenários contendo arbitragens muito agressivas (CAMA).

4. O cenário do exemplo está no quadro 1

quadro 1

cenário referencial		
valores em moeda da base, pelo Ijca		
(1)	valor de aquisição dos imóveis para renda	300.000
(2)	primeira parte do pagamento à vista	100.000
(3)	segunda parte para pagamento à vista no cenário referencial (*)	100.000
(4)	parte financiada carência até o mês 36 e pagamento SAC em 48 meses	100.000
(5)	contas da aquisição capitalizadas no PL	12.000
(6)	contas flat do financiamento, refinanciadas	2.000
(7)	PL final do FII	314.000
(8)	contas da distribuição, à taxa de 4,65%	+ 14.601
(9)	investimento nas cotas do FII	328.601
(10)	aluguel mensal ao gross acquisition cap rate de 9,00%	2.162 (**)
(11)	taxa de administração e despesas operacionais cobradas mensalmente 1,20% anual sobre o PL	
(12)	cobertura para recolocações de contratos diluído no fluxo da receita mensal 1,72%	

(*) nos cenários CAMA exploramos outras datas para pagamento

(**) nos cenários CAMA exploramos aluguéis crescendo acima do Ijca

Neste quadro 1:

- (1-4) Indica a forma de pagamento. Parte do mercado se move sob a estratégia de partir a forma de pagamento na aquisição do portfolio, porque serve para entregar um RODi (resultado operacional disponível, distribuído mensalmente ao investidor) mais agressivo no ciclo curto. No cenário referencial consideramos a segunda

parte do pagamento (3) à vista, com o objetivo de explorar o efeito do prazo em cenários de transações mais agressivas.

- (3*) Exploramos adiante cenários CAMA², em que o diferimento de parte do preço serve para mostrar uma renda anual elevada em ciclo curto. O conceito elegante de seller's finance embarca uma remuneração da parcela a prazo dentro do preço, mas não deixa para o investidor a análise de como seria a renda em ciclo longo no caso de que a parcela fosse paga à vista descontada. Nos cenários CAMA essa discussão não interessa, porque traria uma renda mais baixa no ciclo curto, mesmo que de melhor qualidade no ciclo longo, considerando um natural desconto na parcela contra a antecipação da data do pagamento. Nosso cenário referencial considera o pagamento da parcela à vista e ilustramos adiante outras hipóteses de pagamento desta parcela (3).
- (4) A parte financiada provoca um efeito semelhante ao seller's finance. Nosso cenário referencial considera a tomada de crédito a uma taxa de juros inferior ao caprate referencial de locação (linha 10), de modo que, na carência (36 meses) a renda é mais elevada, depois derrubada no período de capitalização do fundo para fazer frente ao pagamento do principal (48 meses adiante).
- (5-6) As contas da transação-despesas e impostos- são capitalizadas no

² neste artigo, denominamos de CAMA os cenários manipulados, que servem para angariar investimentos, por meio de indicadores "inteligentes", em situações nas quais o investidor tem pouca condição de enxergar o efeito da arbitragem.

custo contábil do imóvel, como as contas flat na dívida que são refinanciadas nesse cenário.

- (8-9) As contas da distribuição são pagas pelos investidores e não se incorporam ao PL do Fundo, mas é correto mostrar a | AQI | levando em conta o investimento de R\$ 328.601 mil, em vez de somente o valor patrimonial do FII, ou mesmo o valor de aquisição do portfólio. Esses abatimentos figurariam como procedimentos CAMA. Notar que, na prática, adiante o FII reportará a relação entre o RODi e o valor patrimonial, porque desconhece qual investidor entrou na subscrição primária ou adquiriu a cota secundariamente na B3, o que leva à única alternativa de reportar a renda considerando a relação desta forma.
- (10) Nosso cenário admite a aquisição feita ao gross acquisition cap rate de 9,00% anual equivalente, para aluguéis pagos mensalmente. Contratualmente os contratos de locação giram em Ipca ou Igpmm, aplicando-se aos preços ajuste pelo índice inflacionário contratado, uma vez a cada doze meses, pelo prazo do contrato, sendo possível ajustar o valor do aluguel fora desse patamar, para mais ou para menos, a cada três anos³. Isso significa que, havendo movimentos no mercado que levam o preço do aluguel para cima, os contratos só desfrutam dessa condição a cada três anos, havendo o risco de que os aluguéis refluem a depender da onda do mercado. Como anotar eventual evolução de aluguéis na | AQI | será fruto de

³ excluem-se os contratos atípicos, que carregam regras próprias de ajuste de aluguéis
as Cartas do NRE-POLI estão disponíveis em www.realestate.br

arbitragem, não é adequado que o cenário referencial leve em conta efeitos dessa ordem. Isso mascara a qualidade do investimento, sem a menor segurança que dê sustentação à arbitragem de evolução. Em cenários CAMA, frequentemente é indicada uma evolução, verificando-se casos em que se aplicam ajustes em ritmo mais curto do que os três anos regradados por lei.

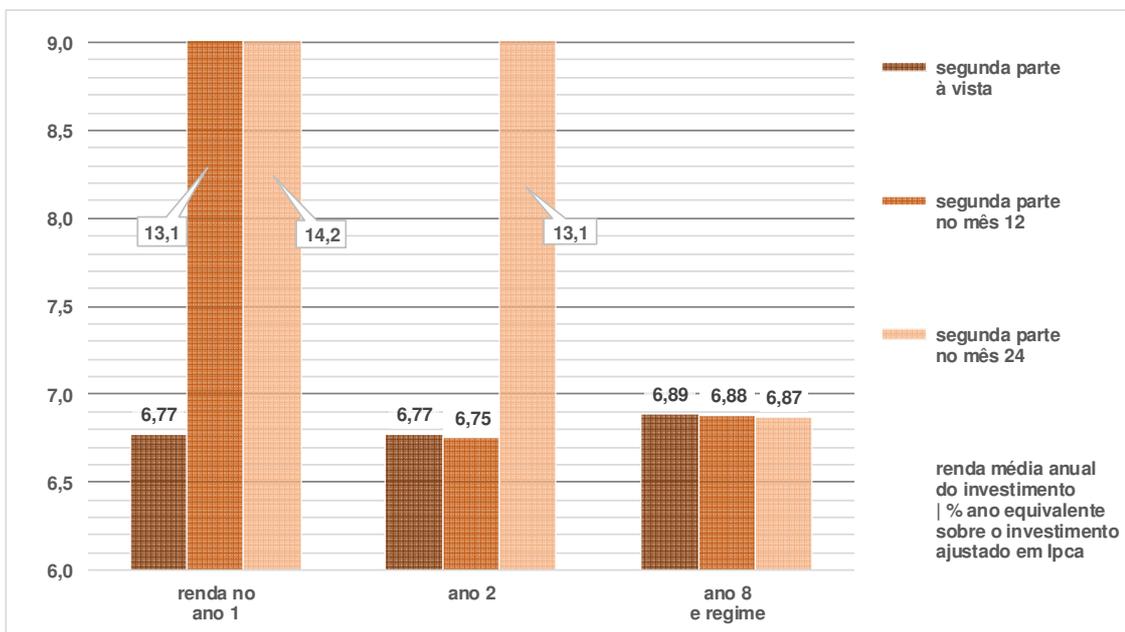
- (10) Ainda quanto ao fluxo da receita, importante considerar um deflator pela perda inflacionária resultante do ciclo de reajuste inflacionário do preço ser de doze meses. No exemplo, consideramos taxa de inflação de 4,0% anual equivalente para esse cálculo.
- (12) Trata-se de uma exigência na $|AQI|$, porque não é razoável anotar no cenário referencial um regime de 100% de ocupação em todo o ciclo de vida do investimento. O recomendável é que esse fator redutor seja diluído no fluxo da receita e que seja indicada a sua base de cálculo⁴.

5. O confronto entre o cenário referencial conservador e cenários CAMA.

5.1. O efeito do pagamento da segunda parte do preço (linha 3 do quadro 1), está ilustrado no gráfico 1.

⁴ neste exemplo consideramos: (i) 20% de renovação dos inquilinos a cada 36 meses; (ii) 4 meses entre vazios e carência; (iii) 1,50 aluguéis de corretagem e (iv) valor dos custos de ocupação equivalentes a 40% do aluguel.

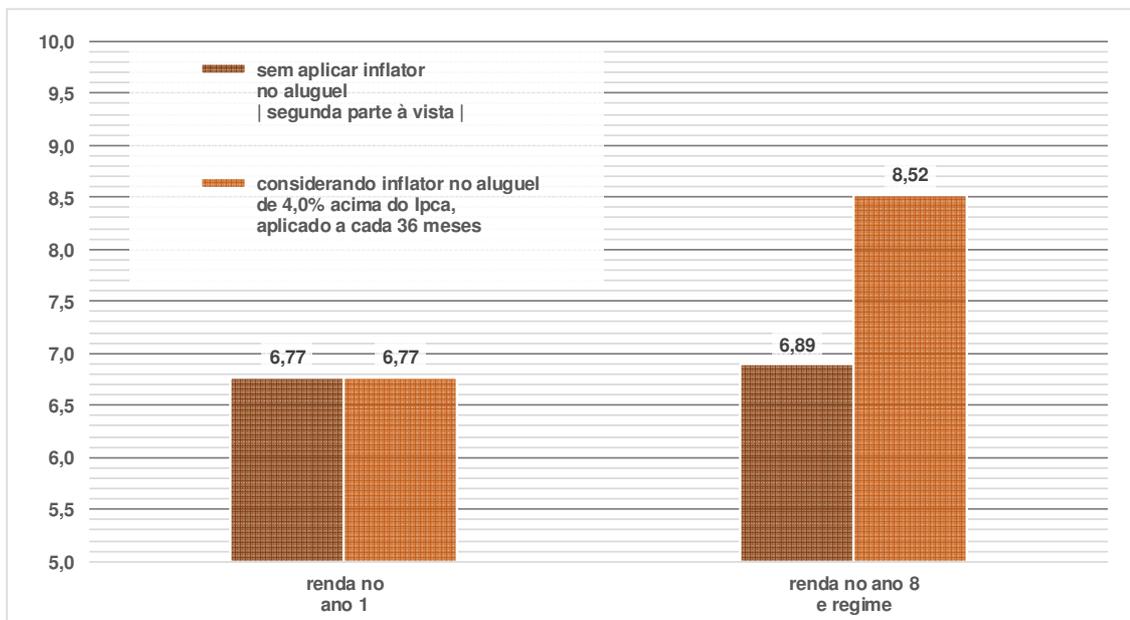
gráfico 1 renda anual do investimento nas cotas do FII. Como a distribuição de resultado é mensal, a renda está descrita em taxa anual equivalente e como se admite preços dos aluguéis ajustados exclusivamente por variação inflacionária, a renda permanece estabilizada em regime, considerando o valor do investimento ajustado pela inflação. Ou seja, não é renda sobre o valor nominal do investimento, que seria um critério CAMA de expor o indicador de qualidade na | AQI |.



(*) nos cenários CAMA (pagamentos em 12 e 24 meses) consideramos que a parcela é paga com ajuste inflacionário.

5.2. No gráfico 2 ilustramos o efeito de se aplicar um inflator anual de 4% acima da inflação sobre o preço dos aluguéis, mas a cada 36 meses, que é o período regulamentar legal de disputa entre proprietários e inquilinos para a revisão dos aluguéis.

gráfico 2 renda anual do investimento nas cotas do FII, com e sem inflator, considerando o pagamento da segunda parcela à vista.

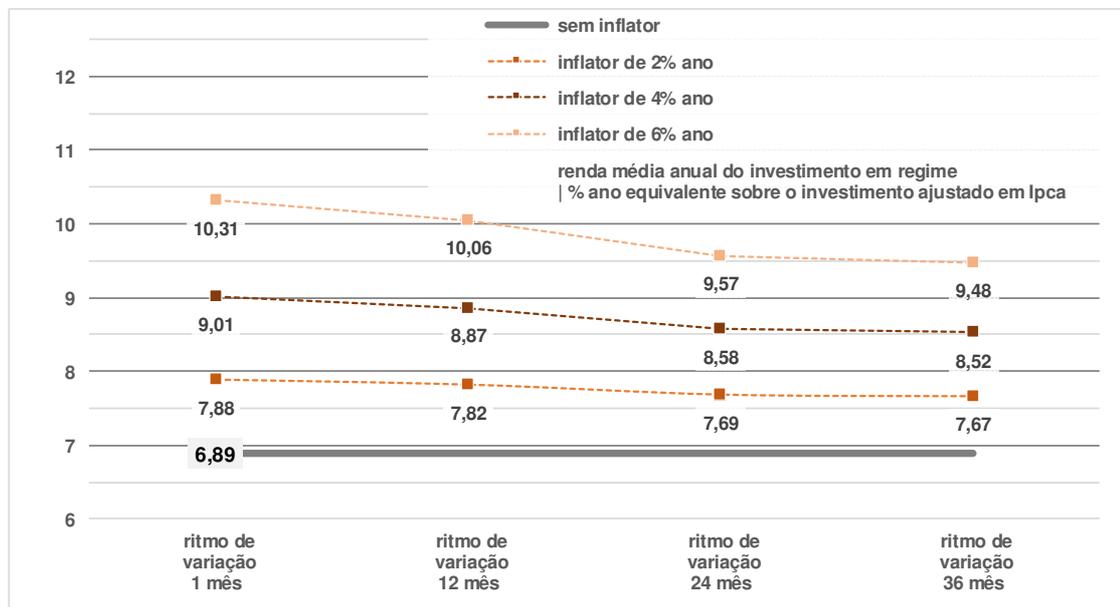


(*) esse efeito é o que mais mascara a qualidade do investimento na | AQI |, porque provoca uma distorção permanente no longo prazo. Notar que montamos a | AQI | de referência somente até o mês final de liquidação da dívida (parte (4) do quadro 1). Adiante, a renda anual permaneceria crescendo se aplicarmos o inflator perenemente, como costuma ser ilustrado nos cenários CAMA.

5.3. Esse inflator de 4% anual, cujo efeito está espelhado no gráfico 2,

representa uma hipótese aberta, já que sempre será efeito de arbitragem do analista, no desenho dos cenários CAMA. No gráfico 3 mostramos o que acontece com a expectativa de renda na | AQI | se os cenários CAMA considerarem impactos mais curtos do que 36 meses e outros patamares de inflator dos preços de aluguel do mercado, replicados para o portfólio do FII.

gráfico 3 renda no ano 8 e regime, interrompendo a | AQI | na data da liquidação da dívida tomada na aquisição, considerando diferentes inflatores com aplicação recorrente nos cenários CAMA e sob diferentes periodicidades.



(*) os investidores em FII não tendem a ler taxa de retorno do investimento, admitindo que ela é equivalente à renda anual recorrente. Sabe-se que isso está errado, mas é inequívoco que a

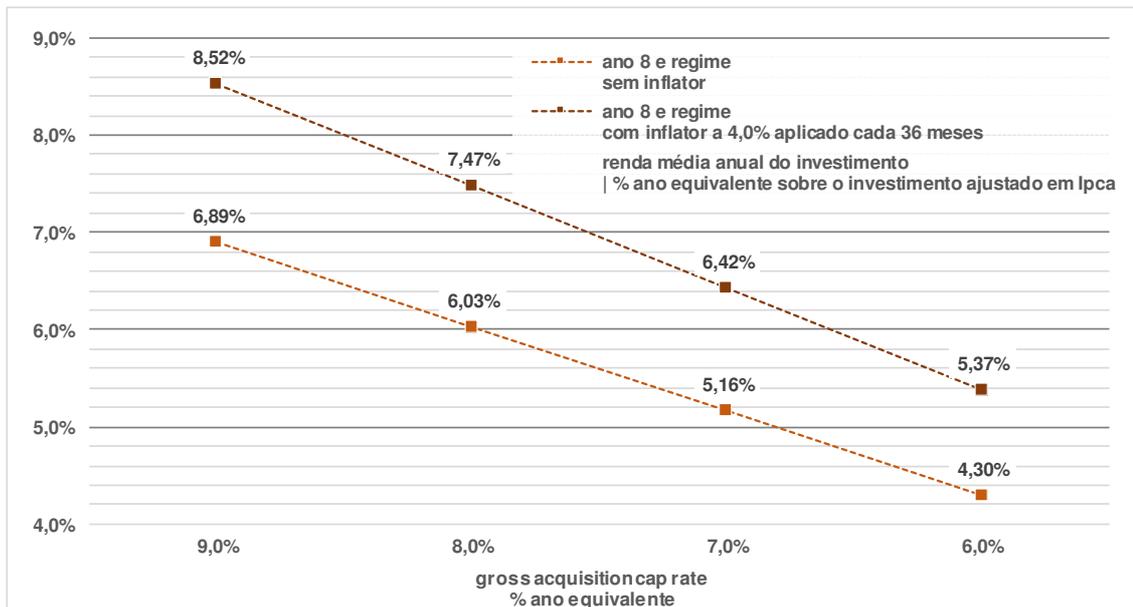
esta é a leitura dos investidores e mesmo de alguns analistas. Nos casos de ritmo de variação abaixo dos 36 meses, que só aparecem em cenários CAMA, porque estão fora das regras dos contratos, a medida de TIR varia mais agressivamente.

6. Por último o confronto do parâmetro de aquisição do nosso exemplo e alguns movimentos reconhecidos de recentes aquisições de imóveis de escritórios para renda em localizações e de qualidade privilegiadas.

Nosso parâmetro para identificação do aluguel possível de ser praticado é um gross acquisition cap rate de 9% equivalente anual. Verificamos transações marcadas até perto de 6%, particularmente em imóveis classificados como A+ (edifícios) em localizações também A+, na cidade de São Paulo. Nestes casos, a indução ao investimento é mais complexa e pode exigir acentuar arbitragens CAMA, para indicar uma renda esperada em patamar competitivo com as ofertas disponíveis no mercado.

O gráfico 4 ilumina estas situações, indicando que haverá necessidade de muita agressividade na arbitragem de crescimento dos aluguéis de mercado adiante para levar a renda esperada a um patamar competitivo. O atributo para transmitir emoção pelo investimento nesses casos é a edificação ser um "trophy building", qualificação que alguns empreendedores conferem aos seus edifícios, referindo-se a se situar acima dos A+ do mercado, não importando a renda produzida pelo investimento. O prazer de deter a propriedade superando a razão de buscar renda adequada.

gráfico 4 renda no ano 8 e regime, para diferentes patamares de gross acquisition cap rate (gacr).



(*) aqui, para ilustração, usamos o impacto em ciclo de 36 meses, único aceitável, e a razão de 4% anual equivalente. No patamar de gacr de 9%, a renda anual esperada em regime é 6,89% sem inflator, e para atingir esse nível de renda com inflator, devemos levar o gacr para acima de 7%.

(**) notar a sensibilidade exaltada dessas curvas. Ou seja, o investimento será adequado somente se a compra do imóvel respeitar gacr elevados. Não há colocação emocional quanto à qualidade do edifício que supra comprar acima da valuation baseada no fluxo da receita livre de locações.