

INVESTIMENTOS DIRETOS EM ATIVOS DE REAL ESTATE PARA RENDA SE COMPORTAM DO MESMO MODO QUE A ALOCAÇÃO VIA FUNDOS DE INVESTIMENTO?

Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar

1. Introdução

A literatura técnica a respeito dos benefícios da diversificação de carteiras de investimento por meio da alocação em ativos do real estate é farta. Em sintonia com esse juízo, no ambiente da gestão de portfólios de investidores profissionais como Fundos de Pensão, Fundos Soberanos e Family Offices, as estratégias de investimento são estruturadas em arranjos que em alguma medida contêm ativos do real estate.

Um dos principais fatores motivadores da alocação dos gestores de grandes portfólios nessa classe de ativos reside na percepção de regularidade na geração de renda e na estabilidade de valor do real estate, o que *per se* tende a promover equilíbrio e harmonia ao desempenho sistêmico do portfólio.

Diante deste contexto, emerge para investidores o importante tema se os investimentos diretos em empreendimentos do real estate se comportam de modo equivalente aos investimentos realizados por meio dos instrumentos gerados por fundos de investimento especializados, como cotas de FIIs e títulos de investimento lastreados em ativos e recebíveis imobiliários.

Desse modo, a questão que exploramos nesta Carta diz respeito à clarificação se no ambiente do Real Estate brasileiro, considerando-se o longo prazo, o desempenho de investimentos diretos no setor de real estate é similar, ou com que grau de correspondência o é, ao investimento por meio de veículos originados em Fundos de Investimento especialistas no mercado imobiliário, que denotaria em maior ou menor medida a existência de um “fator comum” em ambas as formas de aporte no real estate.

Ou seja, o que se pretende é examinar se os rendimentos gerados e as respectivas flutuações (o binômio risco-retorno) dos formatos de investimento são similares no longo prazo e propiciam benefícios equivalentes às carteiras de investidores do tipo *buy-and-hold*. Adicionalmente, analisaremos os impactos que o comportamento das taxas de juros de curto prazo provoca no desempenho dos investimentos de maior liquidez em veículos ancorados em empreendimentos do real estate.

A condição de liquidez dos instrumentos de investimento lastreados em empreendimentos de real estate é basilar no âmbito desta análise, pois significa

agilidade e velocidade na mudança de posição no portfólio, que é inalcançável nos investimentos diretos em imóveis para renda, uma vez que nas transações envolvendo cotas de Fundos de Investimento Imobiliário, por exemplo, os custos, prazos e dificuldade das diligências ficam relativamente atenuadas.

De outro lado, os movimentos de entrada e saída do investimento em real estate canalizado por meio de fundos podem acontecer em pequenas proporções (as cotas) associadas a pequenas parcelas indivisíveis do ativo, ou seja, tanto a aquisição quanto a alienação podem se dar em pequenas frações e não necessariamente em bloco¹, como o é nas transações envolvendo posições de investimento direto em imóveis.

Como consequência de uma melhor condição de liquidez para ativos do real estate, por meio de securitização, do alargamento da base de investidores e do incremento do volume de transações deve-se esperar maior amplitude na flutuação do Total Return de curto prazo dos ativos? E no longo uma convergência em relação aos investimentos diretos?

1. Renda e Volatilidade dos Investimentos em FIIs

Para identificação dos parâmetros de remuneração dos investimentos em real estate por meio de fundos foram utilizados 12 dos mais expressivos FIIs², com predominância da composição do portfólio em edifícios corporativos nas classes AAA, AA e A, todos inclusos na composição do IFIX, elencados no quadro 1 em seguida apresentado.

A maior parte dos edifícios do portfólio conjunto dos 12 fundos está localizada nos principais enclaves geográficos da cidade de São Paulo. A dimensão do conjunto, 79 edifícios perfazendo cerca de 887 mil metros quadrados de Área Bruta Locável (ABL) e envolvendo um Patrimônio Líquido (PL) de aproximadamente R\$ 14,9 bilhões de reais, permite tomar conclusões com significância estatística uma vez que representam cerca de 27% e 18% do número de edifícios e da ABL do segmento, respectivamente.

Ou seja, os parâmetros de desempenho médio dos fundos dessa amostra expressam com aderência o desempenho médio dos investimentos indiretos, via Fundos de

¹ O que evidentemente confere ao real estate subjacente um grau de liquidez incomparável com a do investimento direto em imóveis e alavanca sobremaneira tanto a base de investidores quanto o volume de transações em um dado intervalo de tempo.

² A base de dados relativa à composição e desempenho, Total Return, pagamento de proventos e rentabilidade dos Fundos foi gentilmente fornecida pelo Arthur Vieira de Moraes do Clube do FII.

Investimento, no segmento de edifícios corporativos de alto padrão no mercado de São Paulo dos últimos anos.

Contudo, é importante perceber no quadro 1 que os Fundos têm horizontes operacionais distintos, sendo alguns com mais de 14 anos de vida no mercado, enquanto outros giram a 4 anos ou menos. As análises compreendem transações das cotas e pagamento de proventos desde as respectivas entradas no mercado até junho de 2024.

Adiante nesta Carta, os indicadores de desempenho médio do conjunto serão ponderados pelos prazos de funcionamento de cada FII de modo a contemplar na parametrização, inclusive, os ciclos verificados no mercado desde a entrada do primeiro fundo no mercado (FII EC8).

Quadro 1

Fundos de Investimento Imobiliário com predominância no Portfólio de Edifícios de Escritórios Corporativos							
	Fundo	PL (R\$ milhões)	Ativos	ABL (m2)	PL/ABL (R\$ mil)	ABL/ativo (m2)	período (meses)
1	FII EC1	2.608	6	77.167	33,80	12.861	48
2	FII EC2	2.439	9	144.735	16,85	16.082	163
3	FII EC3	2.278	7	117.813	19,34	16.830	156
4	FII EC4	1.812	15	166.945	10,85	11.130	185
5	FII EC5	1.242	2	91.790	13,53	45.895	15
6	FII EC6	1.215	3	64.400	18,87	21.467	61
7	FII EC7	898	10	88.427	10,16	8.843	56
8	FII EC8	758	9	42.728	17,74	4.748	247
9	FII EC9	542	2	12.736	42,56	6.368	163
10	FII EC10	414	5	35.583	11,63	7.117	58
11	FII EC11	407	2	22.989	17,70	11.495	45
12	FII EC12	318	9	20.932	15,19	2.326	49
total	12	14.931	79	886.245	16,85	11.218	

No gráfico 1 que segue, pode ser observado o indicador Total Return de cada FII em contraposição ao rendimento do Certificado de Depósito Interbancário (CDI)³, líquido depois de impostos, que seria alcançado para os investimentos no mesmo horizonte, desde a entrada do FII na B3 até junho de 2024, de ponta a ponta, recebendo os proventos mensais e vendendo-se as cotas ao final do período a valor de mercado (junho-24).

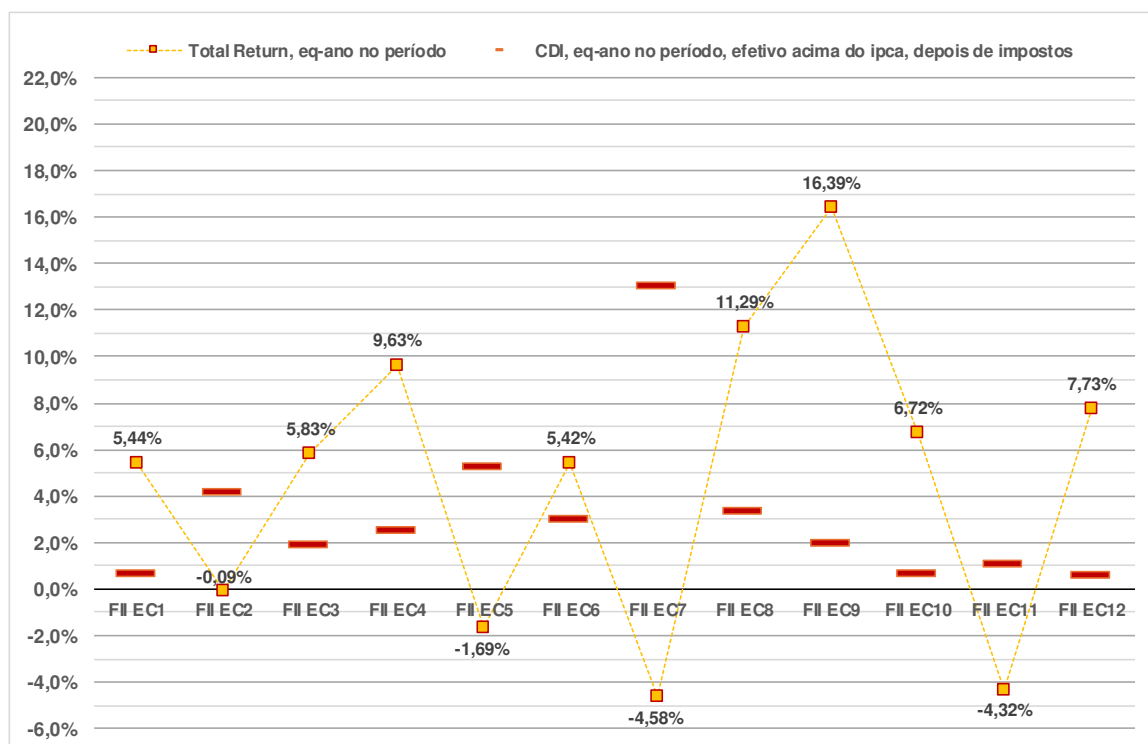
Deve se ter em mente que o cálculo do Total Return, compreende o pagamento de

³ Aqui considerado como a risk free rate da economia.

dividendos e a flutuação de valor da cota negociada na B3, sendo que a distribuição de dividendos é isenta de tributação e, sobre o eventual ganho de capital por meio da valorização da cota, ao contrário, incide tributação.

Também é importante elucidar que, em todos os Fundos, a contribuição, considerando todo o intervalo, o impacto da renda gerada no Total Return foi superior ao desempenho do valor da cota no mercado (ver gráfico 2); entendo que como consequência da depressão nos valores médios dos alugueis corporativos que vigem no mercado paulistano desde 2015/2016⁴.

Gráfico 1

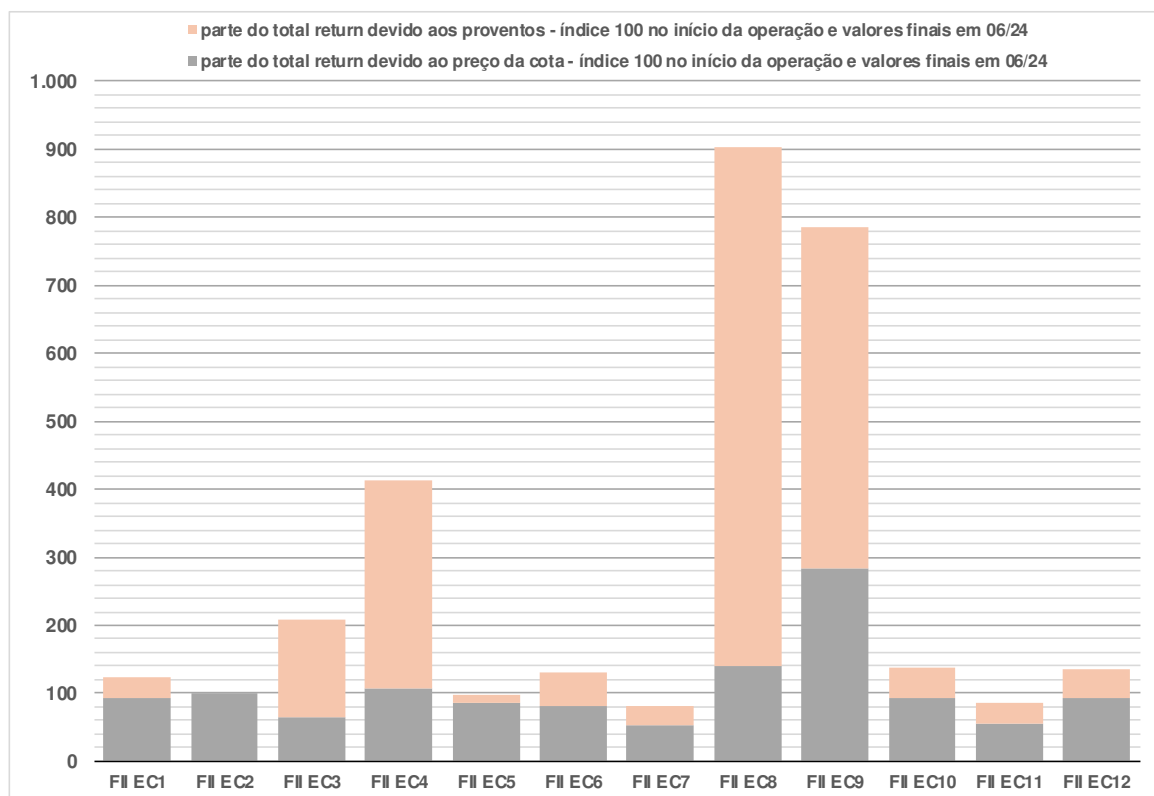


O Total Return de todos do Fundos pode ser lido no gráfico como equivalente ano efetivo acima do ipca, uma vez que em todos os casos a renda entregue mensalmente ao longo do período, e partir da qual a rentabilidade mês a mês é computada no Total

⁴ O valor das cotas no mercado é pressionado pelos eventos ligados não somente à inserção do ativo em seu conjunto competitivo, como também às flutuações das taxas referencias de juros, de modo que a busca da manutenção da rentabilidade em um certo patamar se ajusta pela (des)valorização da cotas nas transações.

Return, foi o componente que lhe permitiu alcançar o patamar de remuneração identificado, principalmente nos Fundos mais jovens.

Gráfico 2



Na tabela 2 estão apresentados, além do Total Return medido ao longo de todo o ciclo operacional dos Fundos, as médias mensais e aquelas obtidas em ciclos de 12 meses para cada Fundo da amostra. Também consta na tabela a rentabilidade mensal média de cada FII no período.

Ainda que se verifique grande dispersão no desempenho individual de cada FII, o que era de se esperar tendo em vista os diferentes momentos de entrada no mercado, as particularidades da inserção e a qualidade de cada portfólio, o comportamento das taxas de juros e por fim, mas não menos importante, a competência da gestão, os parâmetros estatísticos do conjunto mostram que não se percebe flutuação expressiva conforme se altera o horizonte de medição do indicador, seja no todo do ciclo, seja mensal ou anualmente.

A princípio poderia se entender como tendência predominante no curto prazo uma maior volatilidade do indicador Total Return, considerando-se a liquidez que as cotas podem alcançar na B3, a exemplo do que se verifica nas transações com ações.

Essa tendência não se confirma na série histórica analisada, ao contrário, o menor coeficiente de variação (relação entre o desvio padrão e a média) se encontra nas medidas processadas no horizonte mensal (ver tabela abaixo)

Uma explicação plausível para essa ocorrência é que o investidor médio em FII é menos sensível às flutuações de curto prazo do que o investidor médio do mercado de capitais, e, mais, muitos contam com a renda mensal como complemento ao seu orçamento.

Tabela 2

taxas efetivas, acima do ipca, equivalente-ano, antes de impostos				
Fundo	Total Return			Rentabilidade
	no período total	medida mensal	medida 12 meses	média mensal
FII EC1	5,44%	6,49%	9,42%	0,64
FII EC2	-0,09%	3,52%	0,11%	0,00
FII EC3	5,83%	7,28%	7,31%	0,93
FII EC4	9,63%	11,34%	11,53%	1,65
FII EC5	-1,69%	0,90%	-9,40%	0,78
FII EC6	5,42%	7,42%	5,08%	0,83
FII EC7	-4,58%	-2,43%	-1,75%	0,49
FII EC8	11,29%	14,18%	15,88%	3,10
FII EC9	16,39%	17,75%	17,44%	3,08
FII EC10	6,72%	8,57%	9,08%	0,78
FII EC11	-4,32%	-2,95%	-3,60%	0,68
FII EC12	7,73%	8,77%	7,02%	0,91
média da amostra	4,81%	6,74%	5,68%	1,16
desvio padrão	6,40%	6,24%	8,01%	0,98
mínimo	-4,58%	-2,95%	-9,40%	0,00
máximo	16,39%	17,75%	17,44%	3,10

Na tabela 3, ponderamos os indicadores pela importância relativa de cada Fundo quanto ao prazo de operação, PL e ABL. Assim, os indicadores dos Fundos mais longevos, de maior PL e de maior ABL assumem maior expressão na síntese dos parâmetros estatísticos do segmento conforme o horizonte da medição.

Tabela 3

taxas efetivas, acima do ipca, equivalente-ano, antes de impostos			
Conjunto dos 12 fundos ponderados pelo PL, ABL e período operacional	Total Return		
	no período total	média mensal	média 12 meses
média	8,99%	9,00%	9,38%
desvio padrão	8,66%	8,78%	8,58%
mínimo	-4,58%	-2,95%	-9,40%
máximo	16,39%	17,75%	17,44%

Esta síntese de desempenho ponderada de modo equivalente pelo prazo, PL e ABL será utilizada para comparação com investimento direto em ativos de real estate equivalente.

2. O desempenho do investimento direto em edifícios corporativos nos últimos 20 anos

O contraponto ao desempenho do investimento setorial paramétrico sintetizado na tabela 3 foi processado por meio de um portfólio protótipo a partir do qual se simula o desempenho do investimento direto em edifícios corporativo de alto padrão em São Paulo nos últimos 20 anos, ciclo envolvendo o segundo semestre de 2005 ao primeiro de 2024.

O protótipo espelha um portfólio de alto padrão de 10.000 m² de ABL e cuja inserção de mercado respeita as médias anuais das taxas de ocupação no período para o segmento na cidade de São Paulo⁵. Similarmente, os preços de locação estão referenciados nas médias anuais dos preços pedidos para edifícios classes AAA, AA e A.

Os contratos estão padronizados com ciclos de 3 anos, de modo que os firmados em uma certa data têm valores de alugueis ajustados pelo ipca anualmente e a mercado na renovação trienal.

As contas de gestão, impostos sobre a receita e o recolhimento para o Fundo para Reposição de Ativos perfazem 26,73% da receita operacional bruta e o custo dos vazios é calculado com base em um custo de condomínio e impostos de 40 R\$ por m²

⁵ Foi utilizada a base de dados da plataforma CRE Tool da Buildings para identificação dos alugueis e taxas de ocupação no horizonte da análise.

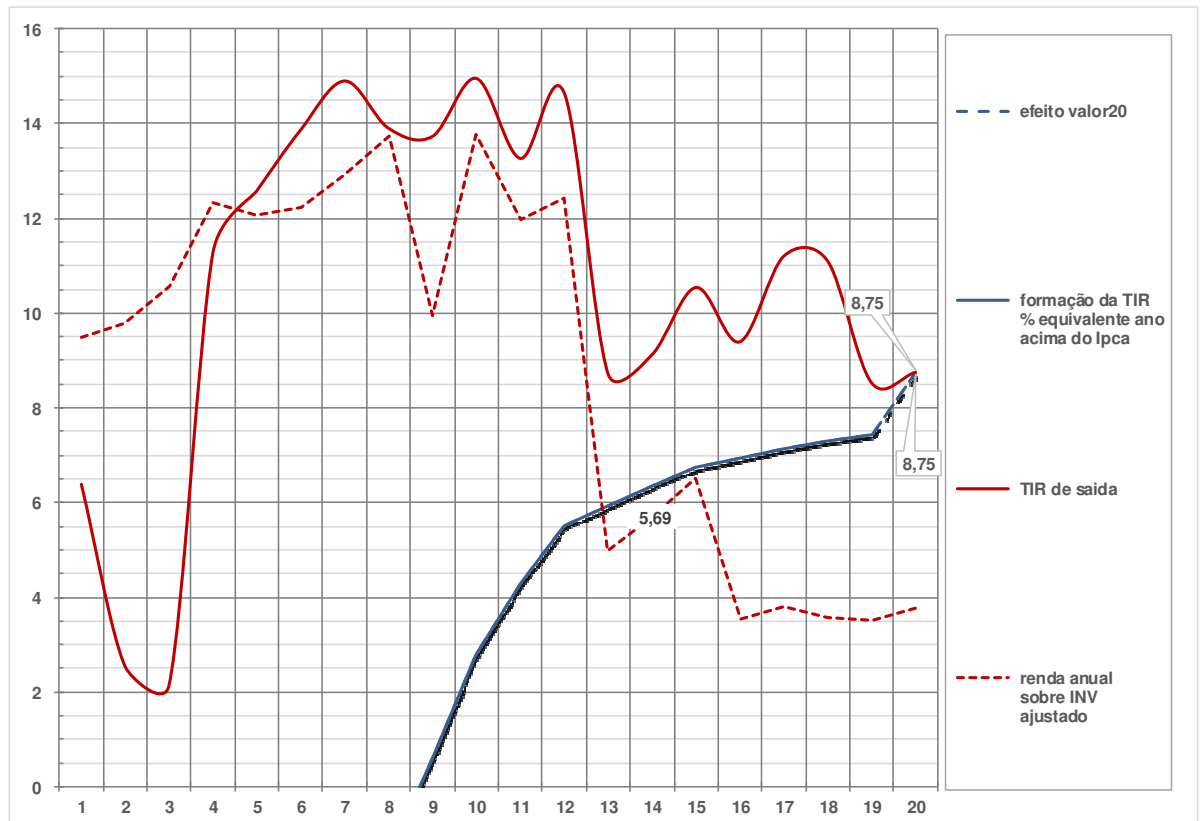
de ABL disponível.

No gráfico 3 e na tabela 4 a seguir, identifica-se uma família de taxas de retorno (TIR) alcançadas de acordo com o momento da saída do investimento, do ano 1 (2006) ao 20º (2024), a partir da entrada em 2005.

O valor do investimento em 2005 foi arbitrado considerando-se a expectativa de geração de renda naquela data, tomando como base os patamares de aluguéis e penetração de mercado vigentes, além da marcação de uma taxa de atratividade a partir de múltiplo da taxa referencial de juros à época.

Os valores de saída arbitrados ano a ano também obedecem ao procedimento de valuation ao longo do período, descrito anteriormente. No gráfico, estão dispostas as TIR de saída do ano 1 ao 20, a formação da taxa de ponta a ponta e a rentabilidade anual sobre o valor de mercado do edifício.

Gráfico 3



A curva das taxas evidencia com clareza ciclos de expansão e retração ocorridos respectivamente no mercado paulistano de edifícios corporativos de 2007 a 2013⁶ e de 2015 em diante.

Tabela 4

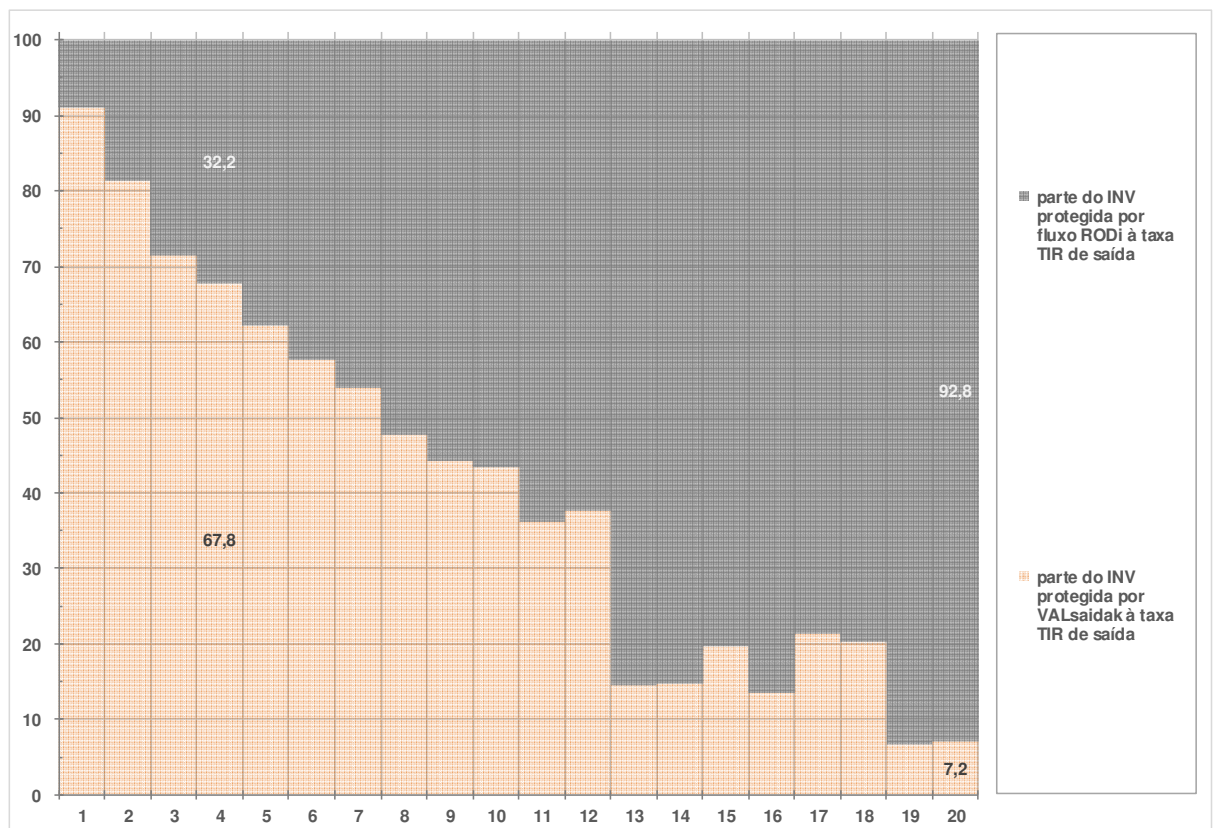
taxas (%) no conceito de equivalente anual					
valores em R\$ mil da base, pelo IPca					
ano sai	resultado operacional disponível RODi	taxa de recuperação da capacidade de investimento acumulada (%)	valor arbitrado para saída do investimento	TIR para saída do investimento em cada ano-k	renda anual sobre INV ajustado pelo IpcA (%)
1	2.939	9,50	29.973	6,38%	9,50
2	3.025	19,28	26.494	2,55%	9,78
3	3.274	29,86	23.548	2,15%	10,58
4	3.818	42,20	32.158	11,26%	12,34
5	3.733	54,27	34.721	12,58%	12,07
6	3.780	66,49	38.888	13,86%	12,22
7	3.999	79,41	44.143	14,88%	12,93
8	4.245	93,13	41.743	13,89%	13,72
9	3.080	103,09	43.522	13,72%	9,96
10	4.260	116,86	53.966	14,94%	13,77
11	3.708	128,85	44.016	13,25%	11,99
12	3.843	141,27	59.751	14,63%	12,42
13	1.536	146,23	13.401	8,71%	4,96
14	1.761	151,93	15.572	9,12%	5,69
15	2.011	158,43	27.385	10,53%	6,50
16	1.092	161,96	17.653	9,39%	3,53
17	1.173	165,75	39.940	11,19%	3,79
18	1.104	169,32	41.637	11,09%	3,57
19	1.083	172,82	9.659	8,53%	3,50
20	1.162	176,57	11.859	8,75%	3,76
média da amostra	2.731		32.501	10,57%	8,83
desvio padrão	1.216		14.201	3,74%	3,93
mínimo	1.083		9.659	2,15%	3,50
máximo	4.260		59.751	14,94%	13,77

⁶ Ver comportamento da ocupação e de valores de locação em Carta do NRE 70-22 [Microsoft Word - CartaNRE70-4-22 \(realestate.br\)](https://www.realestate.br)

Na tabela 4 um ponto importante a destacar refere-se à arbitragem dos múltiplos da taxa referencial para calibragem da taxa de atratividade setorial ao longo dos anos.

Os múltiplos aplicados sobre taxas nominais do CDI depois de impostos para arbitragem da taxa de atratividade setorial flutuaram entre 1,25 a 1,85⁷, conforme o patamar da taxa referencial de juros vigente no final do primeiro semestre de cada ano, respeitando a dinâmica de utilizar menores múltiplos quando a taxa referencial está mais elevada e maiores múltiplos quando a taxa referencial se encontra em níveis historicamente mais baixos. Em complemento, no gráfico 4, visualiza-se as participações relativas da renda e do valor de saída do investimento na sua remuneração global.

Gráfico 4



⁷ Intervalo calibrado a partir das simulações processadas na Carta do NRE 67-22 [Microsoft Word - CartaNRE67-1-22 \(realestate.br\)](#).

Resta evidente que, no longo prazo, a renda protege com maior intensidade o investimento e, de outro lado, no curto prazo, o valor de saída tem maior relevância na proteção, ou garantia da remuneração em um certo patamar.

Como síntese podemos elencar os seguintes destaques:

- Das tabelas 3 e 4 verifica-se que o investimento direto por meio do protótipo oferece um pouco mais de equilíbrio ao binômio média das taxas de retorno x desvio padrão;
- O protótipo usufruiu de uma onda de expansão do mercado de edifícios corporativos de alto padrão que a maior parte dos Fundos analisados não desfrutou; com exceção do FII EC8 que tem mais de 20 anos de operação e apresentou indicadores semelhantes aos do protótipo;
- Há que se considerar no horizonte analisado a ocorrência de dois anos de pandemia que impactaram expectativas e posicionamento da taxa básica de juros pela autoridade monetária, repercutindo de modo desordenado na dinâmica de arbitragem e valuation no setor de real estate;
- Ainda que se verifiquem movimentos especulativos com as cotas dos Fundos, estes são menos agressivos do que os registrados no restante do mercado de capitais;
- A maior liquidez dos investimentos em real estate abrigados nos Fundos lhes confere, no curto prazo, uma maior possibilidade de flutuação nos resultados, a depender por óbvio da propensão maior ou menor do investidor em se vestir de especulador;
- No longo prazo, é possível perceber a tendência de convergência dos dois formatos, direto e indireto, desde que a urgência em comprar ou vender não seja predominante nas transações.