

## **FUNDOS IMOBILIÁRIOS TÊM FUTURO NO BRASIL ?**

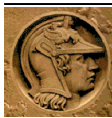
Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

1. Fundos de Investimento Imobiliário (FII) no Brasil são condomínios de investimento, cujo propósito é aplicar recursos em produtos ou empreendimentos imobiliários, como em alguns dos seus derivativos. A maioria dos FII existentes respeita a tendência internacional, objetivando investimento imobiliário para renda de longo prazo gerada por imóveis comerciais. Assim, os FII são focados em: i. oferecer ao investidor (cotista do fundo) um ambiente de investimento ancorado em ativos com expectativa de estabilidade de valor no longo termo e ii. aplicar recursos em produtos capazes de produzir renda mensal regular no longo prazo.

Originalmente os FII estavam autorizados a manter portfólios de imóveis, tendo sido recentemente ampliado o espectro para derivativos, desde participações em SPES desenvolvedoras de negócios imobiliários até, por exemplo, recebíveis embarcados em CRIs. Essa ampliação de objetivos descaracteriza o FII como um ambiente de investimento equivalente aos que estão presentes em economias de primeira grandeza. Ainda que a extensão das opções de composição do portfólio possa ser entendida como um meio de facilitar o deslanche desse mercado, que está travado, é necessário compreender que, sob essa configuração difusa, o ambiente de investimento perde a identidade com as aplicações em imóveis comerciais, que é a sustentação do sucesso de sistemas equivalentes nas economias mais avançadas, desde a norte-americana, passando pelos países mais importantes da Europa, até o Japão.

2. **Nobre e pobre.** Quanto à estratégia de montagem do portfólio de imóveis comerciais para renda, o FII pode ser nobre ou pobre.

Um portfólio nobre é constituído por um conjunto de propriedades, com um foco em um segmento do mercado (hotéis, escritórios, shopping-centers), de modo que os distúrbios particulares de comportamento de uma unidade do portfólio possam ser diluídos no conjunto, mantendo a segurança do investidor e um regime harmônico de geração de renda mensal. Um portfólio nobre permite a operação do FII sob estratégia de revitalização contínua dos ativos (compras e vendas). Portfólios

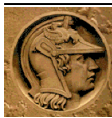


dispersos permitem aos gestores vender imóveis quando a apreciação do seu valor no mercado está além da capacidade de geração de renda, valorizando as cotas do FII, quando essa venda resulta na compra de mais área rentável (ABL) nos padrões médios de comportamento do conjunto.

Portfolio pobre acontece quando o FII serve unicamente para partilhar o investimento em um determinado imóvel, ou em um pequeno conjunto de imóveis, de sorte que o investidor fica exposto às suas perturbações de comportamento, sem hedge. Os FII no Brasil são pobres na sua maioria, ressaltando que pobre não se refere à qualidade implícita do imóvel, mas à estratégia de investimento do FII. Os originadores de FII têm optado por usar o instrumento da forma mais primária, servindo para criar a oportunidade de que pequenos e médios investidores tenham acesso à aplicação de recursos em imóveis de grande expressão, cujo desempenho no mercado (manutenção de valor e geração de renda) supera a baixa qualidade dos investimentos em pequenos imóveis de escritórios, que seria o limite que as pequenas e médias poupanças poderiam acessar, aplicando diretamente em imóveis comerciais. Analisando as estratégias de investimento em imóveis de forma global, a cota de um FII de portfolio concentrado já é um investimento de melhor qualidade do que a aplicação em um pequeno imóvel, mas o investimento em um FII de portfolio mais amplo é, do ponto de vista do investimento conservador, muito mais adequada.

**3. Poupanças em Imóveis.** Os recursos mais conservadores disponíveis para investimento na economia brasileira têm sido tradicionalmente derivados para produtos imobiliários, especialmente comerciais, destinados à locação. Essa tendência se explica seguindo duas premissas: i. os imóveis são bens cuja sustentação de valor é alta, o que confere segurança ao investimento, quando lido segundo o seu lastro e ii. os empreendimentos destinados à locação são capazes de produzir renda mensal em regime harmônico. Ou seja, além da geração regular de renda, o investimento não provoca surpresas de flutuação abrupta de valor, que exigem a administração de compras e vendas continuadas, para preservar o lastro do investimento, sendo possível manter o ativo por um ciclo longo, isento da pressão de aferir seu valor continuamente. Ao investimento no imóvel se confere um atributo de confiabilidade: a segurança representada pelo lastro dos recursos aplicados. De outro lado, a condição de geração de renda contínua em regime harmônico permite ao investidor um melhor planejamento do uso dos resultados do seu investimento.

A imagem de renda conservadora contra a renda agressiva dos investimentos em ações, excluindo-se os aspectos de partilhamento e liquidez é uma fantasia criada nos mercados e pouco contestada. Vejamos nos gráficos 1 e 2 adiante a seguinte



comparação: um investimento em imóvel comercial, cuja renda bruta mensal é equivalente a 0,797% (10% ao ano), ajustada pelo Ipca-ibge em ciclos de 12 meses, sobre a qual o investidor paga 27,5% de imposto de renda, contra o investimento em uma carteira IBovespa, da qual o investidor retira o mesmo montante líquido que retira com o imóvel, pagando 15% de imposto de renda. O gráfico 1 mostra a evolução do Ipca-ibge, associado à evolução do valor do imóvel no ciclo (imagem muito conservadora), contra a evolução do índice IBovespa - o IBovespa descola fortemente do Ipca-ibge. Entretanto, quando levamos em conta a renda retirada (portanto uma parte não se reaplica na carteira IBovespa) e o imposto de renda, verificamos que a aplicação no imóvel nesses 10 anos, foi melhor do que a aplicação em ações.

gráfico 1

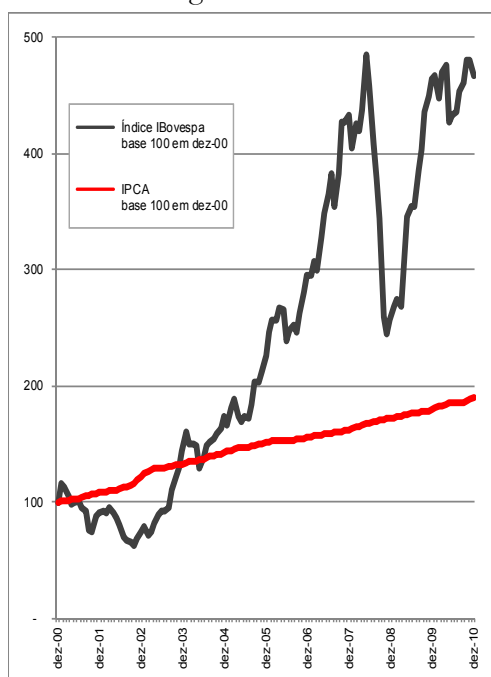
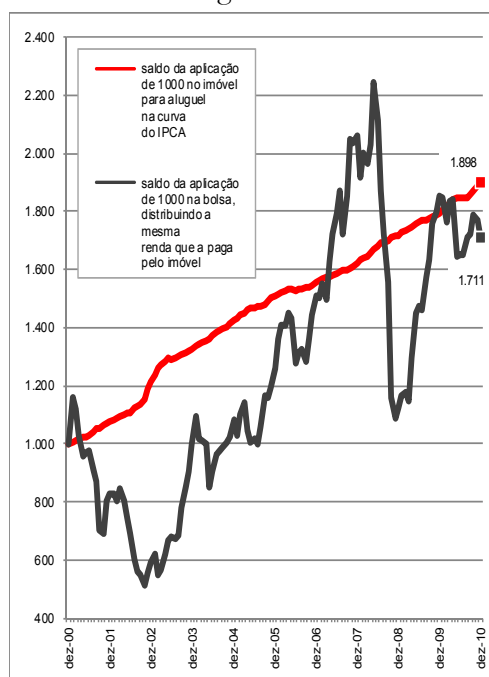


gráfico 2



#### 4. O modelo eficaz para FII.

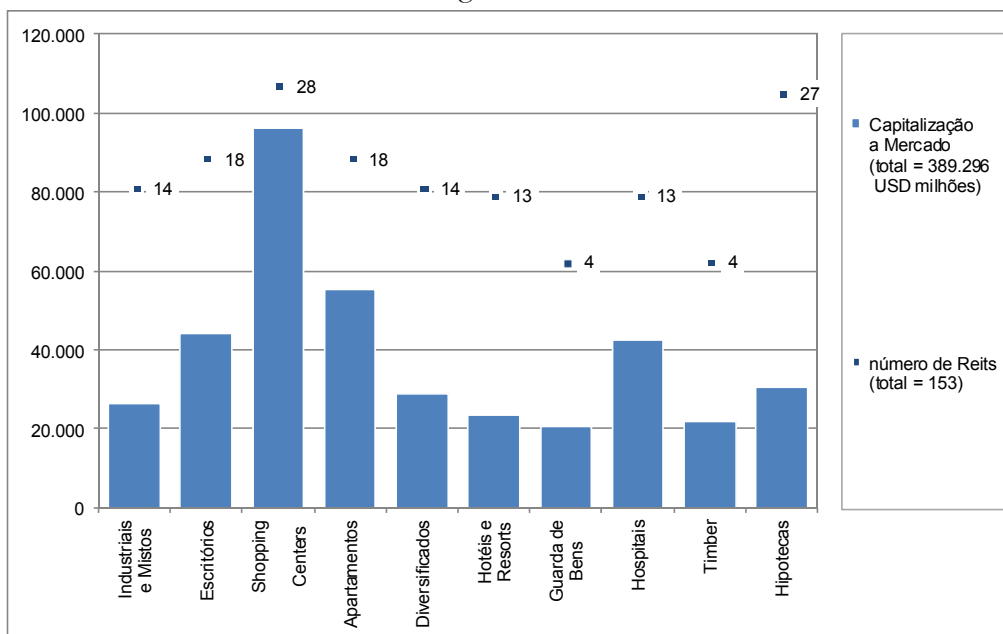
As economias de primeira grandeza autorizam a constituição de REIT (Real Estate Investment Trust) como ambiente de investimento para aplicação em imóveis comerciais destinados à geração de renda de longo prazo. Um REIT é uma sociedade, não um fundo, incentivada fiscalmente para abrigar um portfólio de imóveis para renda, desde que mantenha determinadas características de aplicação dos seus recursos e de dispersão de investidores, sempre

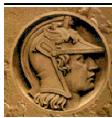


que distribua renda equivalente a, pelo menos, 90% do seu resultado operacional. As regras não são as mesmas em cada país, mas o modelo norte-americano, que é o mais antigo (anos 70), tem servido de paradigma para a construção da legislação nos diferentes países. O investidor no REIT aplica em uma ação que paga dividendos regulares, em um molde semelhante à cota do FII, ressalvado que o Brasil usa o modelo de condomínio de investimento (fundo) sob gestão de um administrador especializado, enquanto o modelo privilegiado no mundo moderno é o de empresa, que emite ações, muitas delas negociadas em bolsa, como podem ser as cotas de FII no Brasil.

Os REITs norte-americanos negociados em bolsa (há muitos privados), cuja expressão é a mais relevante e cujo mercado é o mais experimentado nesse tipo de investimento, apresentam o perfil mostrado no gráfico 3: são 153 “fundos”, com uma capitalização em dezembro de 2010 de mais de USD 389 bilhões. Os que detêm hipotecas são 27 (semelhantes aos FII que detêm CRI no Brasil), representando 7,8% do mercado. Os que detêm imóveis são 126, cuja capitalização de mercado (EMC) está em USD 359 bilhões, dentre os quais os diversificados abrigam 8% dos recursos investidos, sendo os 92% aplicados nitidamente segundo certa especialidade de propriedades (escritórios, shoppings, hospitais, etc.).

gráfico 3





**5. A expressão dos mercados.** Vemos que o mercado brasileiro com seus FII, diferentemente dos REIT, toma um caminho de usar esse mecanismo como um veículo para partilhar o investimento em um imóvel, ou em um pequeno conjunto de imóveis. Não se apresenta a alternativa de fazer dos FII um poderoso instrumento aglutinador de poupanças e fomentador do mercado de imóveis comerciais, como acontece com os REIT. Ou seja, temos o instrumento que pode ser usado de modo nobre e o usamos no conceito mais pobre, fazendo do FII um veículo para fazer funding para determinados projetos ou para desmobilizações convenientes. Exemplos: o imóvel sede regional da Caixa no Rio de Janeiro, que foi desmobilizado pela instituição por meio de um FII, que, por sua vez, aluga o imóvel para a Caixa ou o FII que detém uma parcela do Shopping 13 em São Paulo, criado para completar o funding do empreendimento.

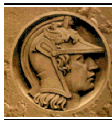
O quadro 4 mostra o reflexo das diferentes estratégias: a nobre e a pobre. O REIT médio no mercado norte-americano tem um valor de mercado de USD 2.848 milhões, enquanto os cotados em bolsa no Brasil BRL 196 milhões. Para o nosso volume de mercado de BRL 9.781 milhões, já fizemos 114 FII enquanto os 126 REIT cotados em bolsa apresentam um EMC 62 vezes maior, para uma média 56 vezes maior.

quadro 4

posições de dezembro-2010	número de REITs	Valor pela cotação de mercado (EMC)	Valor de Mercado médio por FII ou REIT
		USD ou BRL milhões	
<b>REITs negociados em bolsa (public) no mercado norte-americano (*)</b>	<b>126</b>	<b>358.909</b>	<b>2.848</b>
<b>Fundos de Investimento Imobiliário registrados na CVM</b>	<b>114</b>	<b>9.781</b>	<b>86</b>
<b>Fundos de Investimento Imobiliário negociados na Bovespa</b>	<b>38</b>	<b>7.433</b>	<b>196</b>

(\*) inclui somente os que têm portfolios de imóveis  
= 92,2% do conjunto

**6. A expressão dos portfolios.** Exemplos eloquentes de REIT com estruturas nobres de portfolio estão no quadro 5. O Simon Properties (shopping centers)



isoladamente tem portfolio 2,4 vezes maior do que toda a ABL registrada na Abrasce no Brasil. Dentre os maiores REIT de escritórios, Boston Properties cotado em bolsa e Equity Offices privado, detêm portfolios que somam mais do que o total da área locada na Av. Faria Lima em São Paulo.

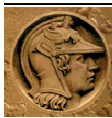
quadro 5

posições de junho-2011	imóveis do portfolio	ABL disponível para locação m2	ABL média por propriedade m2
<b>REIT - Simon Properties ( shopping centers )</b>	<b>340</b>	<b>23.225.760</b>	<b>68.311</b>
<b>Shopping Centers registrados na Abrasce</b>	415	9.700.000	23.373
<b>REIT - Boston Properties ( escritórios )</b>	<b>143</b>	<b>3.565.355</b>	<b>24.933</b>
<b>Equity Offices Properties ( privatizado em 2007 )</b>	<b>400</b>	<b>5.481.279</b>	<b>13.703</b>

**7. A questão no Brasil é** “a quem cabe inverter essa tendência de fazer pequenas estruturas para partilhar o investimento até em parte de um edifício, caminhando para um mercado mais avançado, no qual os FII representem um verdadeiro canal de investimento em imóveis comerciais?”.

FII com estruturas nobres podem fomentar a implantação de imóveis comerciais, de galpões, escritórios e até hospitais, usando os recursos conservadores disponíveis na economia e que ora estão abrigados em investimentos medíocres e de alto risco, como as pequenas salas de escritórios que não param de “pipocar” e se vender aceleradamente no mercado de São Paulo. O quadro 6 ilustra quanto de recursos novos é possível esperar que apareçam no mercado, usando a posição dos REIT norte-americanos como benchmark.

Não há um indicador que mostre quanto de poupança está internada em imóveis comerciais no Brasil, sejam os recursos de maior expressão (fundos de pensão em edifícios de escritórios e grandes investidores em lajes de escritórios), quanto os de média capacidade de investimento (pequenas salas de escritórios), mas é razoável admitir que esta capacidade de investimento seria aproveitada de forma mais



adequada se estivesse internada em grandes FII, entregando aos investidores rendas mais sadias e menores problemas de gestão. Comparando: índice de vazio para um pequeno investimento em uma sala de escritório é 0 ou 100% e o investidor é passivo do que ocorre com a ocupação das demais salas do edifício e de como os demais proprietários administram seus imóveis, para avaliar quanto a sua propriedade sustenta o valor investido; enquanto o índice de vazios de um portfolio pode não ser zero, mas acompanha os movimentos macroeconômicos do setor, com flutuação em uma faixa estreita que, sem a ocorrência de bolhas, tende a se estabilizar em patamar com teto perto dos 10%.

quadro 6

posições de dezembro-2010	Valor pela cotação de mercado (EMC)	PIB referencial de 2010	EMC / PIB
USD ou BRL milhões			
<b>REITs negociados em bolsa (public) no mercado norte-americano (*)</b>	<b>358.909</b>	<b>14.660.400</b>	<b>2,45%</b>
<b>Fundos de Investimento Imobiliário registrados na CVM</b>	9.781	3.674.964	<b>0,27%</b>
<b>Fundos de Investimento Imobiliário usando o benchmark da economia norte-americana</b>	89.969	3.674.964	<b>2,45%</b>
<b>Potencial de crescimento usando o benchmark da economia norte-americana</b>	80.188	equivale a cerca de 1000 edifícios de escritórios de tamanho médio	

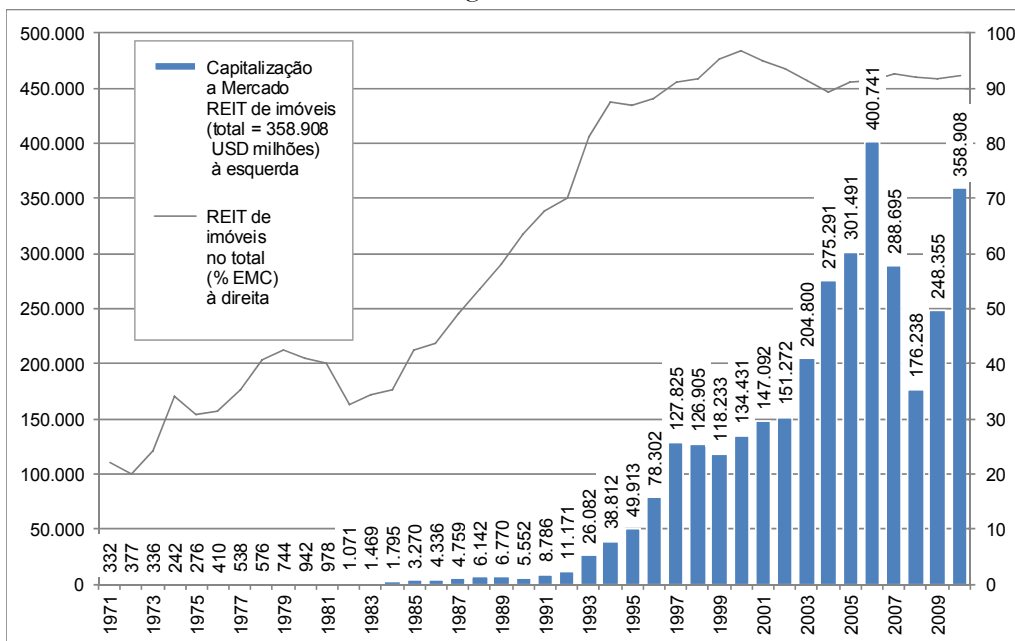
Canalizar as poupanças disponíveis para instrumentos de investimento modernos e mais protegidos é papel do mercado de capitais, ou do mercado imobiliário? Verificamos modestos movimentos de administradores dentro do mercado de capitais (corretoras de valores e bancos de investimento) para fomentar FII com propósito de fazer uma carteira de investimentos em imóveis comerciais, cujo volume de operações é inexpressivo diante das dimensões do mercado. Ao mesmo tempo, vimos que vendas de ações (em Ipo e follow on) de empresas patrimoniais especializadas (BR-Properties, Iguatemi, BR-Malls, etc.), cujo foco é o mesmo que um FII, sem as vantagens tributárias e sob custos de gerenciamento mais elevados do que os de um fundo, foram colocadas em volume mais expressivo do



que as captações engendradas pelos fundos que se propõem a fazer portfólios de imóveis.

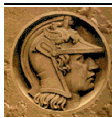
Especulo se a diferença não está na marca da especialização? Os REIT no mercado norte-americano ficaram paralisados e inexpressivos durante mais de 20 anos, porque a legislação só permitia que fossem administrados por gestores financeiros. Com a mudança da legislação, o mercado disparou a partir de 1993. Os REIT também se apresentaram como uma alternativa de securitização de mortgages, fazendo papel inexpressivo no mercado, até que se transformaram em ambientes de exploração de propriedades comerciais, como se percebe no gráfico 7 (a participação dos REIT de imóveis no mercado vai da média de 34% até 1985, crescendo rapidamente a partir daí para apresentar a média de 92% nos últimos 10 anos, mesmo com a crise de 2007-2009).

gráfico 7



No Brasil é evidente que falta a marca da especialização, conferida pelos empreendedores, haja vista a capacidade de até marcas novas (BR-Properties, BR-Malls, por exemplo) de buscar grandes massas de investimento em ações, contra a pouca expressão dos FII focados na formação de portfólios, mesmo considerando as vantagens tributárias das rendas das cotas de FII contra as rendas geradas em sociedades empresariais. Enquanto empreendedores se preocuparem em lançar pequenas salas comerciais pelos métodos tradicionais e não entenderem que podem





juntar todos os seus lançamentos em um FII e oferecer ao mercado um verdadeiro produto de investimento e não uma posição imobiliária medíocre, não vejo como os FII podem sair dessa posição de fundos pobres para migrar para um padrão de inserção de mercado equivalente aos mercados das economias de primeira grandeza.

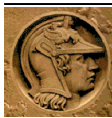
O mercado brasileiro tem se comportado como se a ação dos empreendedores imobiliários na economia seja a de entregar produtos de destino final, de modo que as companhias desenvolvedoras de real estate não se posicionam como fornecedores de canais de investimento. De outro lado, os agentes do mercado de capitais reservam para si o papel de oferecer qualquer tipo de investimento, mesmo o ancorado em imóveis, o que se realça quando a legislação defere a administração dos FII exclusivamente a entidades financeiras.

Mas, não há especialização no mercado de capitais indicando que existam muitas “entidades financeiras focadas em real estate”, cuja visibilidade possa conferir marca aos FII de grandes portfólios. O que é possível fazer é colocar produtos de investimento prometendo buscar parcerias, ou aquisição de empreendimentos de marcas, a serem escolhidas adiante. Isso não confere confiança ao investidor na captação, ficando ele mais confortável em comprar uma imagem de produto, mas com localização definida e marca de qualidade identificada (o empreendedor).

Somente se os empreendedores entenderem que vender investimento em imóveis comerciais significa ir além de entregar o imóvel na especificação e pelo preço contratados, na data combinada, havendo uma responsabilidade implícita de oferecer um produto de investimento qualificado para proteger a aplicação e produzir renda harmônica, o mercado pode evoluir para a formação de parcerias entre empreendedores e agentes do mercado de capitais para a montagem de FIIs com perfil de investimento moderno, à semelhança dos REIT dos mercados evoluídos. O atraso brasileiro (mais um) vai fazer com que o produto FII não cumpra o papel mais nobre para o qual foi concebido, ficando restrito a se apresentar como um meio de vender prédios em pedaços, seja para “desestocar problemas”, ou então para construir soluções inteligentes de funding ou de desmobilização, caso a caso, prédio a prédio, ou pedaço a pedaço de prédios.

**8. Investimento comparado.** Ilustro esta carta com uma comparação de investimento em um FII de perfil de portfólio que gera renda com muita flutuação, por ter parte de seu patrimônio aplicado em um hotel, cuja renda é sazonalizada, com a aplicação em um imóvel de escritórios, diretamente e por meio de um FII somente com esse imóvel e a aplicação benchmark no índice IBovespa: gráfico 8.

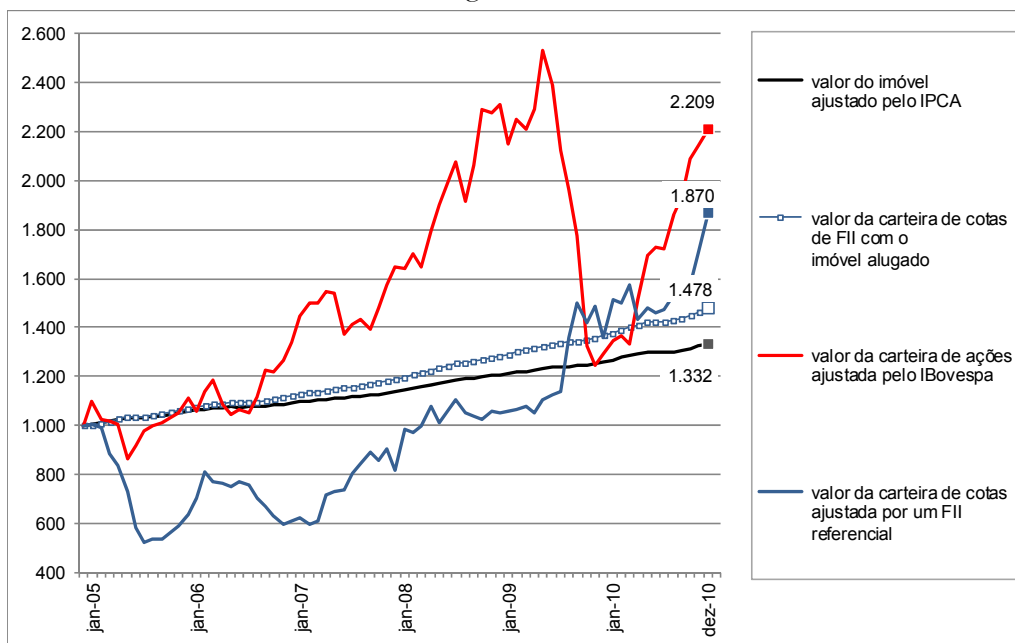
O critério de comparação é:



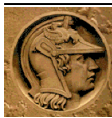
i. o investidor investe BRL 1.000 em dezembro de 2004 em um imóvel à renda anual de 10% (0,797% mês equivalente, nominal); ii. a cada 12 meses o aluguel se ajusta seguindo a variação do Ipc-a-ibge; iii. o investidor recebe a renda mensalmente e paga 27,5% de imposto de renda; iv. o imóvel valoriza seguindo a curva do Ipc-a-ibge, de modo que, além do fluxo da renda nos 6 anos, o investidor termina o ciclo em dezembro de 2010 com um patrimônio de BRL 1.332;

v. esse mesmo investidor aplica em uma cota de FII, na mesma data, o mesmo montante e recebe a renda mensal equivalente à renda líquida do imóvel; vi. com o excesso de renda (os custos de administração do FII são menores do que os 27,5% de imposto de renda e no FII não há incidência de imposto de renda) o investidor compra novas cotas do FII ao valor de mercado, que é o valor original ajustado pelo Ipc-a-ibge; vii. nesse caso chega ao final com um patrimônio em cotas do FII de BRL 1.478;

gráfico 8



viii. essa mesma aplicação, feita em um FII do mercado brasileiro que tem no seu portfolio unidades de escritórios AAA alugadas e um hotel 5 estrelas produz uma renda mais errática - quando a renda líquida é menor do que a oferecida pelo imóvel tradicional o investidor vende cotas ao valor de mercado observado na bolsa nesse ciclo e quando há excesso de renda ele compra cotas; ix. nesse caso, chega ao final



do ciclo com um patrimônio em cotas do FII de BRL 1.870;

x. para benchmark, a aplicação no IBovespa, comprando e vendendo quando a renda excede ou falta, relativamente à produzida pelo imóvel e considerando o imposto de renda de 15%, teria feito o patrimônio chegar a BRL 2.209 no final do ciclo.

---

No site do Núcleo de Real Estate da POLI ([www.realestate.br](http://www.realestate.br)) estará postada a questão:

Tendo em vista os comentários da Carta NRE-Poli-24-11, v. acredita que os Fundos de Investimento Imobiliário, replicando a rotina atual para a sua estruturação, têm apelo de mercado para se transformar em um instrumento de poupança importante para abrigar recursos conservadores de pequeno porte, hoje aplicados em imóveis comerciais para renda, ou os investidores continuarão a ancorar seus recursos em pequenos imóveis comerciais para locação direta?

Deixe sua opinião registrada e reconheça como o mercado vê o assunto.