



VALORIZAÇÃO DO PATRIMÔNIO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO COM PORTFOLIOS DE REAL ESTATE

Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar

1. A performance da gestão de fundos de investimento em geral é avaliada com base nos balanços contábeis que expressam a sua evolução patrimonial. A depender da extensão dos prazos de maturação dos investimentos pode ocorrer que a performance de um gestor seja avaliada com um certo viés, devido ao descasamento entre os ciclos de maturação dos investimentos realizados pelo fundo e os prazos dentro dos quais os balanços são construídos. Este mecanismo de avaliação de performance pode ser inibidor de investimentos com largo horizonte de maturação, e que frequentemente devem estar presentes em portfólios diversificados para assegurar uma certa estabilidade sistêmica.

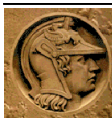
Este é inequivocamente um problema com que se deparam gestores de portfólios formados com investimentos no segmento de real estate, sejam concentrados no segmento ou mais diversificados envolvendo outros ativos.

No desenvolvimento de empreendimentos de base imobiliária não é comum realizar valuation periodicamente conforme os investimentos na implantação vão transcorrendo, o mais usual é que a valuation do empreendimento ocorra somente ao final do ciclo de implantação, com o empreendimento pronto para operar.

Deste modo, ao longo de todo o ciclo de implantação do empreendimento, que em geral é mais extenso do que os períodos de apuração contábil legalmente estipulados, possivelmente se verifica um desequilíbrio no balanço à medida em que o fundo transfere recursos para o empreendimento em implantação, mas ainda não é tangível a contrapartida do investimento realizado de modo a poder ser lançada como ativo, visto que o empreendimento ainda não está apto a gerar renda.

Esta condição é especialmente aguda em fundos de investimento pouco maduros. Esta é possivelmente a razão para que em mercados de fundos de investimento em real estate mais evoluídos, como é o caso dos REITs americanos, se privilegie a alocação de recursos em empreendimentos prontos e em operação, em detrimento das inversões no desenvolvimento de novos empreendimentos.

Aqui instruímos procedimentos que permitem estimar uma curva para apropriar a disponível em www.realestate.br



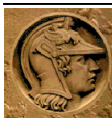
agregação de mais-valia de empreendimentos de real estate ao longo de seu ciclo de implantação, de modo que poderá haver uma compensação no balanço dos fundos de investimento que os abrigam quando da apropriação continuada da mais-valia, desde o momento em que ocorrem as parcelas do investimento e não somente ao término da implantação com o empreendimento pronto. A apropriação da mais-valia ao longo do ciclo implantação se subordina às seguintes premissas:

- A mais-valia total a ser apropriada consiste na diferença entre o valor da oportunidade do investimento VOI_0^1 , no início do ciclo operacional do empreendimento, quando o mesmo estiver pronto e habilitado a gerar renda e a somatória dos investimentos até a conclusão da implantação;
- A formação desta mais-valia não é um evento instantâneo que ocorre ao final da implantação ou no início do ciclo operacional, ao contrário, ocorre, sim, à medida que o fluxo de investimentos na implantação vai transcorrendo;
- Cada parcela de investimento $[I_k]$, do fluxo de investimentos, contribui para a formação da mais-valia total e está relacionada à sua participação individual no total do investimento previsto para o empreendimento;
- Cada curva a ser considerada para apropriação da mais valia total e, associada a cada parcela $[I_k]$ do fluxo de investimento, será obtida com base em duas curvas de referência, denominadas de curva de apropriação lenta (**AL**) e curva de apropriação acelerada (**AA**).

As duas curvas de referencia consideradas, devido à sua forma, permitem apropriar valores distintos em cada mês do ciclo de implantação; em geral a curva (**AL**) permite apropriar menores valores do investimento no início do ciclo, acelerando a apropriação da mais-valia das parcelas de investimentos mais próximas da conclusão do empreendimento, de outro lado, a curva (**AA**) acelera a apropriação no início do fluxo de investimento e, apropria mais lentamente as últimas parcelas de investimento.

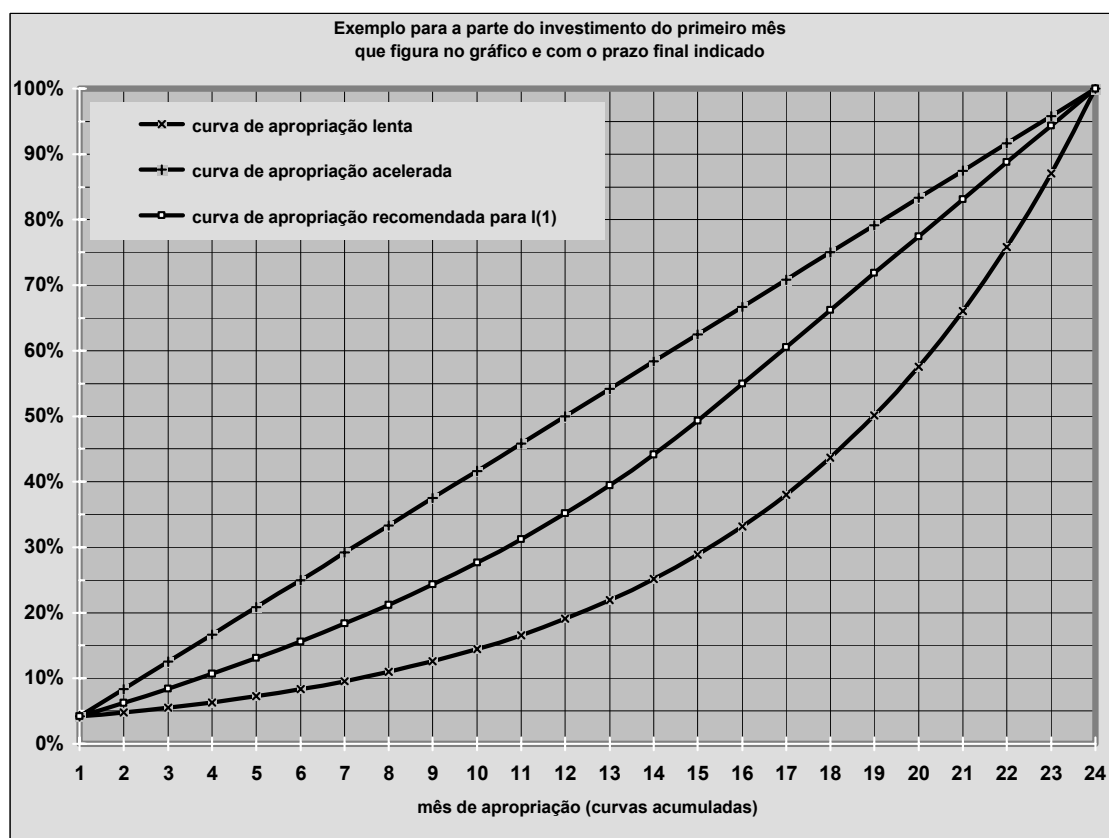
Com o intuito de favorecer a segurança do procedimento de apropriação da mais-valia ao longo do ciclo de implantação de empreendimentos de real estate, adotamos o princípio de em cada mês apropriar de acordo com a curva que oferece o menor valor a ser contabilizado.

¹ Valor arbitrado para o empreendimento, no conceito de Valor da Oportunidade de Investimento e se caracteriza pelo preço que um investidor não aparente poderia pagar pelo empreendimento pronto para operar para que, no cenário referencial para o ciclo operacional, sua taxa de retorno fosse igual à taxa de atratividade setorial.



No gráfico1 ilustramos com um exemplo, as curvas de referência, de apropriação lenta e acelerada, e a que se recomenda para apropriação da mais-valia gerada pelo primeiro investimento de um fluxo de 24 meses associado à implantação de um empreendimento de real estate qualquer.

gráfico 1



2. Em seguida é apresentada uma simulação da apropriação da mais-valia ao longo da implantação de um edifício de escritórios para locação protótipo da classe AAA², na cidade de São Paulo, abrigado num Fundo de Investimento Imobiliário

² Conforme tratado em Rocha-Lima e Alencar, Real Estate Economia & Mercados, V.2, N.2, p. 73-114, jul-dez 2005.



(FII).

Formatamos o empreendimento protótipo cujo cenário referencial de comportamento respeita os parâmetros prevalentes do mercado da cidade de São Paulo, relacionados com custos de implantação (terreno, contas de projeto, despesas legais, planejamento, contas de gerenciamento e obras) e da geração de receita de locação (preços mensais / m² de Área Bruta Rentável (ABR), taxa de ocupação, custo dos vazios e, fundo para reposição de ativos).

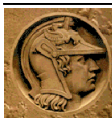
Os parâmetros para os custos de implantação, lançados no cenário referencial, perfazem 6.000 R\$ out-06 /m² de ABR do edifício, distribuídos ao longo do ciclo de implantação, que abrange um prazo de 24 meses, conforme três patamares de 20%, 50% e 30%, respectivamente do custo paramétrico total, desde a primeira parcela de investimento até a última parcela do fluxo.

O cenário referencial traçado para o ciclo operacional de 20 anos de locação compreende os parâmetros indicados nos quadros 1 e 2.

No quadro1 estão as variáveis para medida da receita esperada das locações. O cenário contempla um ciclo conservador de re-organização do mercado, bem como uma inserção de mercado do edifício também conservador.

Os preços necessários para validar os investimentos no mercado atual de edifícios AAA, pelas taxas de atratividade que marcam esses negócios no mercado brasileiro consideramos como possíveis de praticar somente a cinco anos da base 2006, tendo em vista que ainda se verificam estoques elevados no mercado (perto de 25% de vazios) e que sua absorção só pode ocorrer como decorrente de uma curva crescente do comportamento da economia brasileira, o que, para 2006, já está comprometido.

Adiante, o cenário ainda não permite fazer projeções de crescimento sustentado. Ainda mais, admitimos que o edifício protótipo seja submetido a uma curva de inserção de mercado, na qual só após dois anos se atinge um comportamento equivalente à média de mercado.



quadro 1

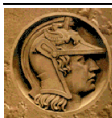
EDIFÍCIO AAA - PROTÓTIPO						
CENÁRIO PARA O CICLO OPERACIONAL						
PREÇOS DE LOCAÇÃO						
[preços mensais / m2 ABR, em R\$ out-06]						
	ANO1	ANO2	ANO3	ANO4	ANO5 E REGIME	FATOR DE PERTURBAÇÃO DA RECEITA
COMPORTAMENTO DO SEGMENTO DE MERCADO	68,00	72,00	75,00	77,00	80,00	
NÍVEL DE PREÇOS DO PROTÓTIPO	0,850	0,950	1,000	1,000	1,000	
PREÇOS ARBITRADOS PARA O PROTÓTIPO	57,80	68,40	75,00	77,00	80,00	- 8% + 4%

No quadro2 estão os parâmetros relacionados com a inserção de mercado de um edifício protótipo AAA.

quadro 2

EDIFÍCIO AAA - PROTÓTIPO						
CENÁRIO PARA O CICLO OPERACIONAL						
PERFIL DE OCUPAÇÃO, CUSTOS E FRA						
[taxa de ocupação = área locada / ABR]						
	ANO1	ANO2	ANO3	ANO4	ANO5 E REGIME	FATOR DE PERTURBAÇÃO ARBITRADO
	CENÁRIO DETERMINÍSTICO COM PERTURBAÇÕES					
COMPORTAMENTO DO SEGMENTO DE MERCADO	65%	80%	85%	87%	90%	
TAXA DE OCUPAÇÃO ARBITRADA	75%	85%	95%	100%	100%	- 9 pontos + 0 pontos
INSERÇÃO DE MERCADO CORRESPONDENTE	1,154	1,063	1,118	1,150	1,112	
CUSTOS DOS VAZIOS (R\$/m2 ABR/mês)	12,80					- 5% + 10%
RECOLHIMENTO DE FRA (% DA RECEITA)	3,5%					

Notamos que: a todas variáveis do cenário estão associadas fronteiras de distorção. Levando em conta essas fronteiras, e considerando amostras de laboratório, formadas a partir da exploração de múltiplos cenários com perturbações disponível em www.realestate.br

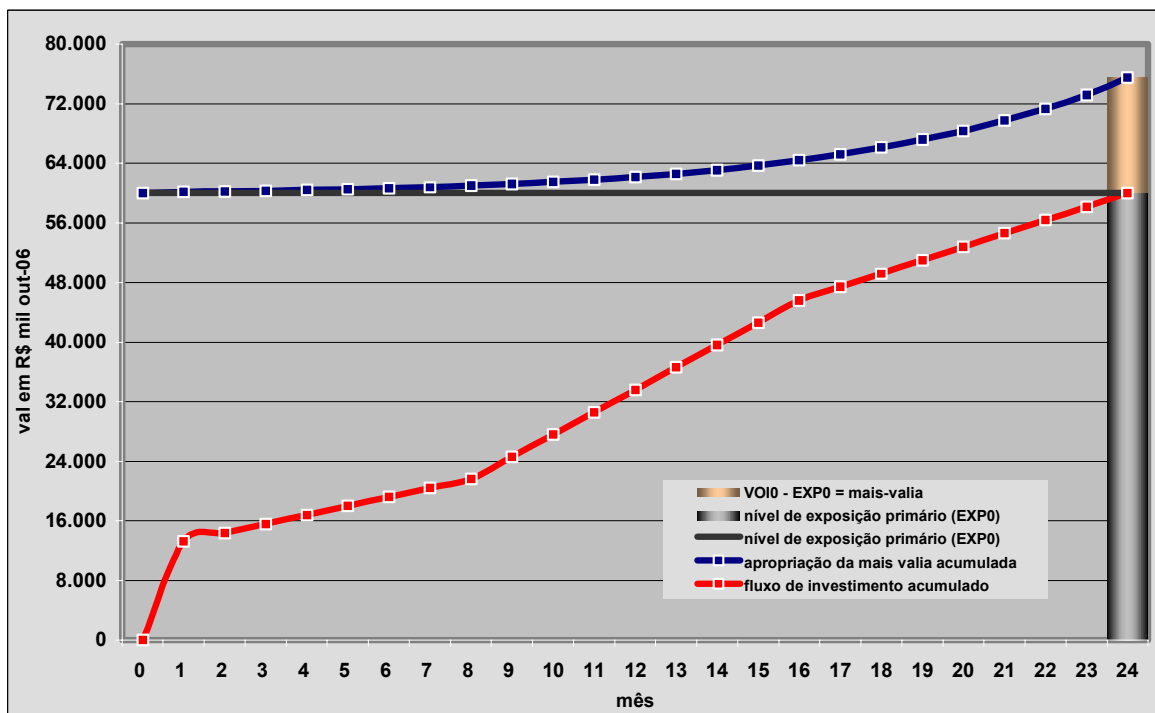


de comportamento dos preços de locação, taxa de ocupação, custos dos vazios e taxa de inflação medida pelo índice geral de preços, arbitramos um VOI0 protegido³ a partir do qual se reconhece a mais-valia total do investimento a ser apurada ao término da implantação do empreendimento.

3. Assim, a mais-valia total apurada ao final da implantação no edifício protótipo AAA, com 10.000 m² de ABR, de acordo com as arbitragens realizadas, alcança o valor de 15.600 R\$ mil out-06.

No gráfico2 em seguida é possível visualizar não só a curva de investimento acumulado e, o respectivo nível de exposição primário (EXP0) que resulta deste fluxo de investimentos, mas também a curva de apropriação da mais-valia para o edifício protótipo AAA, bem como o seu valor total com o edifício pronto para operar.

gráfico 2

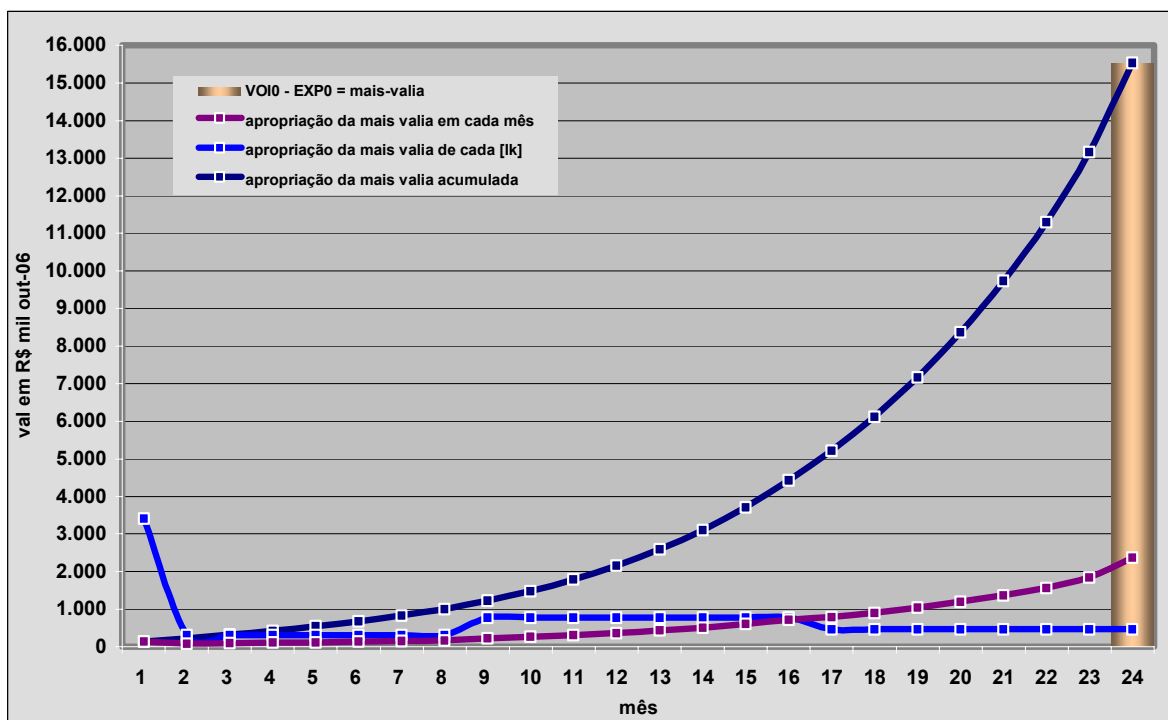


³ Dado pela fronteira inferior do intervalo de confiança para a média de comportamento extraída da amostra de laboratório e equivalente a 7.560 R\$ out-06/ m² de ABR.



No gráfico4 abaixo estão identificadas além da curva acumulada de apropriação da mais-valia total do protótipo, a curva de apropriação da mais-valia em cada mês e, também a curva de apropriação da mais-valia de cada parcela de investimento.

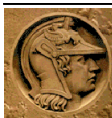
gráfico 3



Para qualquer parcela de investimento, a curva de apropriação recomendada como sendo a de menor incremento tem uma conformação (AL) até o mês 15 e, a partir daí, há parcelas de investimento cuja respectiva mais-valia associada passa a ser apropriada de acordo com uma conformação (AA). A mais-valia associada à última parcela de investimento, que coincide com o término da implantação do edifício, é apropriada instantaneamente.

4. Observa-se no gráfico4 que o maior valor de apropriação associado a uma parcela de investimento refere-se, justamente, à primeira, isto ocorre devido à expressiva participação da aquisição do terreno no desembolso total para implantação do empreendimento.

Também fica evidenciado a partir da análise dos gráfico3 e 4, que o procedimento para apropriação aqui recomendado traz uma premissa de segurança no que se refere disponível em www.realestate.br



aos valores que vão sendo apropriados mês a mês relativamente aos montantes de investimento realizados no período, se não vejamos: considerando-se os 24 meses de implantação do protótipo formatado, ao final do primeiro trimestre terá sido realizado o equivalente a 26% do total do investimento programado de 60.000 R\$ mil de out-06 e será possível apropriar, de acordo com a curva de menor incremento adotada, o equivalente a 2,07% da mais-valia total de 15.600 R\$ mil out-06. Ao final do primeiro semestre da implantação, quando 32% do total do investimento estiver realizado, será possível apropriar 4,04% da mais-valia total. Após 1 ano do início da implantação do edifício, terão sido realizados investimentos equivalentes a 56% do total programado, sendo neste momento possível apropriar cerca de 14% da mais-valia total. Com o terceiro semestre de implantação transcorrido, quando terão sido despendidos cerca de 82% do total de investimento programado, a curva de apropriação recomendada permitirá que se aproprie aproximadamente 40% da mais-valia total arbitrada e, ao final do trimestre seguinte estes números serão 88% e 54% respectivamente. Evidentemente que com o edifício pronto ao final do ciclo de implantação, e com a valuation do mesmo realizada, é possível incorporar no balanço do fundo 100% da mais-valia gerada.