

16ª Conferência Internacional da LARES

São Paulo - Brasil
29 e 30 de setembro de 2016



Análise da Qualidade das Informações Disponibilizadas pelos Gestores de Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil

Náthalie Brito¹, Cláudio Tavares Alencar²

¹ Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, Rua José Gonçalves, 180 – Vila Andrade – São Paulo – SP – CEP: 05727-250, Brasil, natgbrito@gmail.com

² Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, claudio.alencar@poli.usp.br

RESUMO

No Brasil, à semelhança do mercado americano, muitos investidores têm migrado das compras de escritórios e flats, para a aplicação em Fundos de Investimentos Imobiliários (FII) e outros produtos de investimentos resultado da securitização de portfólios. Apesar de ter a grande vantagem da agilidade de investimento e desinvestimento em contrapartida à imobilização decorrente do investimento direto no imóvel, a falta de conhecimento com relação ao comportamento de mercado, aliada ao desconhecimento dos critérios de avaliação e indicadores de qualidade desse tipo de investimento, acaba por contribuir para a geração de expectativas “descoladas” do desempenho potencial do portfólio, podendo inibir a aplicação de capital pelos pequenos e médios investidores, os quais constituem a maior parcela no contexto dos FIIs. Além disso, as informações apresentadas pelos FIIs nos informes periódicos carecem de padronização quanto à metodologia de construção e apresentação, o que dificulta a análise comparativa para a tomada de decisão. Em alguns casos, a informação chega a ser superficial ou até mesmo insuficiente, influenciando no processo de compra e venda de cotas desse produto de investimento e consequentemente distorções nos valores de mercado dos ativos. Tendo em vista o contexto ora exposto, pretende-se neste artigo, analisar os relatórios mensais de sete gestores diferentes com o objetivo de identificar as disparidades encontradas na forma de apresentação e formatação dos indicadores divulgados, bem como relatar as lacunas de informações encontradas. A disponibilização de informações consistentes, aliada ao conhecimento do investidor, além de contribuir para a estabilidade do mercado - aumentando o grau de confiança dos investidores - contribui para aumentar o volume de recursos aglutinados e consequentemente fomentar o desenvolvimento do segmento de EEL a nível nacional, gerando empregos e estimulando a economia como um todo.

Palavras-chave: Fundos de Investimento, Edifícios de Escritórios, Informação. Decisão. Processo de Investimento.

16ª Conferência Internacional da LARES

São Paulo - Brasil
29 e 30 de setembro de 2016



Quality Analysis of Information available by Real Estate Investment Funds Managers in Brazil

ABSTRACT

In Brazil, as in the American market, many investors have migrated from buying offices and flats for the application in Real Estate Investment Funds and others types of investments that are results of the securitization portfolios. Despite the great advantage in agility of investment and disinvestment in contrast to immobilization resulting from direct investment in the property, the lack of knowledge regarding the market behavior, coupled with the lack of evaluation criteria and quality indicators related to this investment, contributes to the generation of expectations far away from reality and this may inhibit capital investment by small and medium investors, which make up the largest share in the context of FIIs. Furthermore, the information submitted by FIIs in periodic reports there is no standardization in methodology of construction and presentation, which become difficult to make a comparative analysis for decision making. In some cases, the information comes to be superficial or even insufficient, influencing the process of buying and selling shares of this investment product and consequently distortions in the market values of assets. In view of the now exposed context, it is intended in this article, analyze monthly reports from seven different managers in order to identify the gaps found in the presentation and formatting of the indicators disclosed, and report gaps of information found. The provision of consistent information, together with the investor's knowledge, contributes to market stability, increases the degree of investor confidence, helps to increase the volume of clumped resources and consequently promotes the development of EEL segment at national level, creating jobs and stimulating the economy as a whole.

Key-words: Investment Funds, Office Buildings , Information . Decision. Investment Process .

1. INTRODUÇÃO

Na economia brasileira é comum o investimento em imóveis para a formação de poupanças conservadoras. Investe-se no segmento imobiliário, seja para a proteção do capital, como também para a geração de renda com certo grau de estabilidade e homogeneidade.

Nos Estados Unidos, e ora em outros países, foram criadas companhias com o objetivo de captar recursos para investimento em *real estate* e possibilitar o acesso de pequenos e médios investidores a este setor. Estas associações foram denominadas REITs (Real Estate Investment Trust), sendo criadas as primeiras em 1960 e decorridos alguns anos passaram a gerenciar e operar carteiras de propriedades imobiliárias (PORTO, 2010).

No Brasil, à semelhança do mercado americano, muitos investidores têm migrado das compras de escritórios e flats, para a aplicação em Fundos de Investimentos Imobiliários (FII) e outros produtos de investimentos resultado da securitização de portfólios (Rocha Lima e Gregório, 2006).

Apesar de ter a grande vantagem da agilidade de investimento e desinvestimento em contrapartida à imobilização decorrente do investimento direto no imóvel, a falta de conhecimento com relação ao comportamento de mercado, aliada ao desconhecimento dos critérios de avaliação e indicadores de qualidade desse tipo de investimento, acaba por contribuir para a geração de expectativas “descoladas” do desempenho potencial do portfólio, podendo inibir a aplicação de capital pelos pequenos e médios investidores, os quais constituem a maior parcela no contexto dos FIIs.

Além disso, as informações apresentadas pelos FIIs nos informes periódicos carecem de padronização quanto à metodologia de construção e apresentação, o que dificulta a análise comparativa para a tomada de decisão. Em alguns casos, a informação chega a ser superficial ou até mesmo insuficiente, influenciando no processo de compra e venda de cotas desse produto de investimento e consequentemente distorções nos valores de mercado dos ativos.

Tendo em vista o contexto ora exposto, pretende-se neste artigo, analisar os relatórios mensais de sete gestores diferentes com o objetivo de identificar as disparidades encontradas na forma de apresentação e formatação dos indicadores divulgados, bem como relatar as lacunas de informações encontradas.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1. O Processo de Investimento

Segundo Rocha Lima (1998), as tomadas de decisões no processo de investimento envolvem: (i) sistemas de informação para decidir, (ii) tipologia da informação que dá suporte à decisão, (iii) técnicas para geração do conjunto das informações necessárias para sustentar decisões, que se apoiam na avaliação sobre a qualidade do investimento e seus riscos.

Com relação ao ciclo de investimento, Bernstein e Damodaran (2000) *apud* Mugnaini *et. al* (2008) esclarecem que existem três fases, sendo:

- (i) **Fase 1:** conhecimento da utilidade do investimento, o período de tempo que pode durar, os riscos a serem aceitados e o formato de tributação na qual o investimento está enquadrado;
- (ii) **Fase 2:** diz respeito às práticas de administração de carteiras, as quais envolvem estudos e avaliação das opções de investimento existentes no mercado (ações, títulos, ativos reais, etc); seleção dos ativos que irão compor a carteira; por fim, constituição da carteira propriamente dita por meio de operações financeiras.

- (iii) **Fase 3:** metodologia de avaliação de desempenho da carteira de investimentos baseada no tempo de duração do investimento, nos riscos e no retorno obtido.

A escolha por um determinado investimento, será tanto mais confortável, quanto mais informação estiver disponível sobre o andamento da função (desempenho esperado x riscos), mas não se pode esperar ser possível construir meios de eliminação de riscos”. (Rocha Lima, 1998, p.8).

Qualquer análise de investimentos imobiliários deve ser fundamentada através da coleta prévia de dados, sendo que o sucesso alcançado está diretamente ligado ao nível de informações obtidas a respeito da rentabilidade e dos riscos do produto de investimento, ao mercado, ao sistema de tributação e ao próprio conhecimento do investidor.

Takaoka (2009) esclarece a respeito das imperfeições das informações: falta de clareza, incompleta, fragmentada, com erros e sem fonte de referência para lastrear a decisão de investimento.

Segundo Takaoka (2009), no caso de investimentos capazes de gerar Renda Mensal de Longo Prazo (RMLP), a expectativa dos investidores consideradas no processo decisório, está relacionada com a garantia de obter (Figura 02):

- (i) Renda para obter independência financeira futura e controle da sua própria vida;
- (ii) Renda para manter a qualidade de vida;
- (iii) Renda para suprir as necessidades e aspirações futuras, tendo em vista a possibilidade de perda da renda no presente ocasionada por desemprego ou aposentadoria;
- (iv) A confiança do investidor em manter uma renda homogênea e atualizada;
- (v) A probabilidade de obter uma poupança para emergência, podendo o investimento ser desfeito a qualquer momento, ou seja, deve possuir liquidez.

2.2. Real Estate Investment Trust

Rudge; Amendolara (1997) *apud* Amato (2009, p.33) definem o REIT como sendo “uma corporação que reúne os capitais de muitos investidores para adquirir ou administrar imóveis, formando uma carteira diversificada de imobilizações, e suas ações, frequentemente, são negociadas nas Bolsas de Valores”.

Foi um passo importante, no sentido de imobilizar grandes recursos de maneira coletiva, diminuindo os riscos, aumentando a liquidez e trazendo uma opção de *funding* interessante para os originadores do ativo, responsáveis pela fase de implantação do empreendimento. Do ponto de vista dos pequenos investidores, a diversificação dos riscos igualaria as oportunidades dos pequenos investidores com a de grandes investidores em investimento imobiliário destinado à renda de longo prazo (Rocha Lima Jr., 2001).

Existem três tipos de REIT: (i) equity REITs e (ii) Mortgage REITs e Hybrid REITs. O primeiro é caracterizado por investir em ativos reais, cuja a renda principal é decorrente das locações de suas propriedades. A segunda categoria é caracterizada pela renda através de empréstimo a investidores do setor imobiliário. A terceira categoria caracteriza-se pela combinação dos outros dois: ativo real e dívida.

A divulgação das informações segue padrões regulados que contribui significativamente para a solidez dos investimentos. Santos (2002) *apud* Amato (2009) ressalta que “ nos relatórios publicados pelas empresas americanas é muito comum verificarem-se explicações acerca dos riscos que possivelmente afetarão de forma negativa seus lucros, o que se deve à crescente prática de governança corporativa”. Em países como Europa e Inglaterra, existem leis que obrigam as companhias abertas a divulgarem suas exposições a riscos e como os mesmos são gerenciados (AMATO, 2009).

Como os REIT são estruturas de investimento negociadas no mercado de capital aberto, a maioria dos estudos acerca da qualidade do investimento, utilizam as informações do mercado financeiro para avaliar liquidez, retornos e diversificação dos REIT (Clayton, Mackinnon, 2000). Segundo Ziering et. al (1997) o crescimento e o amadurecimento dos REITs a partir da década de 90, fez com que cada vez mais as informações acerca do mercado imobiliário refletisse no preço das ações.

Nesse sentido, uma forma para avaliar os REITs é utilizar índices do mercado de *real estate*, sendo que este deve ser calculado com base em uma amostra que representa o comportamento médio do mercado, possibilitando a realização de diversos estudos tais como tendências de mercado (Sato, 2008).

2.2.1. FTSE NAREIT Index

O FTSE NAREIT Index é um índice semelhante a um índice do mercado de capitais restrito ao mercado de REIT. Devido às características de liquidez, volume e frequência de transações de divulgação nas transações com REIT, esse índice utiliza preços ao invés de valor para seu cálculo.

A metodologia de cálculo considera a composição do retorno proveniente do preço e da distribuição de dividendos (Yield). O seu cálculo é diário, diferente do NPI que tem uma periodicidade maior. Por ser um índice de preço e não de valor, a volatilidade no curto prazo é maior. Os dados são apurados desde 1972, o que garante uma análise com profundidade do comportamento dos REIT no período de longo prazo, além de estudos de correlação com outros investimentos nos Estados Unidos.

O FTSE NAREIT Index é composto pelos retornos de 165 REIT, cujo valor de mercado total é 871 bilhões de dólares. Uma grande vantagem é que o índice também é calculado para os 50 maiores REIT (FTSE NAREIT Real Estate 50), além de ser disponibilizado por classe de imóvel, permitindo uma leitura do desempenho por setores, auxiliando os investidores na seleção e composição do portfólio de investimento. A informação é disponibilizada diariamente, permitindo o acompanhamento *real time* pelos investidores.

2.3. Edifícios de Escritórios para Locação abrigados em Fundos de Investimento Imobiliário (FII)

Assim como os REIT, os FII surgiram no Brasil com o objetivo de acumular grandes volumes de recursos para investimento no setor de *Real Estate*, caracterizado pelos ativos de alto valor, baixa liquidez e longo período de retorno. Foram regulamentados pela Comissão de Valores Imobiliários (CVM) a partir da década de 90 e hoje totalizam cerca de 60 bilhões (Fundos registrados na CVM) em patrimônio líquido.

Segundo Rocha Lima (2011, p.1), “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”.

As análises que auxiliam no processo decisório devem se basear segundo Rocha Lima (2001): (i) na qualidade do produto com marca de referência do empreendedor; (ii) e na qualidade do investimento, ou seja, preço versus renda gerada. Portanto, os estudos devem oferecer indicadores de valor, renda, e risco de quebra da qualidade, riscos provocados por desvios de comportamento na inserção de mercado do empreendimento (Rocha Lima, 2001).

Os principais rendimentos dos FII são originados por meio da exploração dos empreendimentos de base imobiliária através de contratos de locação, dos juros dos títulos imobiliários investidos e do ganho de capital proveniente da venda dos direitos reais sobre bens e imóveis. Além disso, existe o potencial de valorização das cotas ao longo do tempo, protegendo o capital investido. A

maioria dos FII distribuem renda mensal regularmente, por essa razão atrai pequenos investidores que pretendem garantir um complemento de renda, formatar poupanças para imprevistos e manter o padrão de vida no futuro.

Os FII devem obedecer a um regime de divulgação de informações periódicas, sendo mensais, trimestrais e anuais. As informações acerca de fatos relevantes e decisões de assembleias também devem ser divulgadas nas plataformas eletrônicas da CVM, do administrador e da entidade que administra o mercado no qual as cotas são negociadas. São considerados como fatos relevantes, dentre vários dispostos no artigo 41 da ICVM 472, as alterações no sistema tributário, inadimplência ou desocupação que altere significativamente a distribuição dos rendimentos e a contratação de formador de mercado.

2.3.1. Índice IFIX

O Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX) elaborado pela BM&FBovespa, é um indicador do desempenho médio das cotações dos fundos imobiliários negociados nos mercados de bolsa e de balcão organizado da bolsa de valores. O IFIX é um índice de retorno total de uma carteira teórica de ativos, selecionados pelo critério de liquidez. Os retornos individuais dos ativos são ponderados pelo respectivo valor de mercado para a obtenção do retorno total.

2.3.2. Edifícios de Escritório para Locação: Indicadores de comportamento

(i) Estoques

Segundo Araújo (2005), corresponde ao espaço de escritório tomado em metros quadrados. No mercado de EEL são utilizados como parâmetro: o estoque total, o estoque locado (e não locado), o estoque ocupado (e disponível), o estoque novo e o estoque projetado.

O estoque total reflete a evolução do tamanho total do mercado (Araújo, 2005). A equação 05 a seguir apresenta a metodologia de cálculo do estoque total (ET).

$$ET_t = EL_t + ENL_t \quad (05)$$

Onde:

ET_t = Estoque Total no período t

EL_t = Estoque Locado no período t

ENL_t = Estoque não locado no período t

Outro indicador importante para os agentes que precisam fazer considerações sobre a oferta futura é o estoque novo. A metodologia de cálculo, descrita na equação 06, envolve o estoque projetado do período anterior e a taxa de consecução que é a relação das áreas com “habite-se” e áreas com licenças de construção concedidas.

$$EN_t = EP_{t-1} \cdot tc_t \quad (06)$$

Onde:

EN_t = Estoque Novo no período t

EP_{t-1} = Estoque Projetado no período t-1

tc_t = Taxa de Consecução no período t

Santovito (2004) alerta sobre a consideração da área – útil, privativa ou locável - a ser utilizada no cálculo do estoque. Muitas vezes o critério adotado por uma consultoria, pode não ser o mesmo adotado por outra, o que acaba acarretando diferenças no valor do estoque.

(ii) Absorção Líquida e Taxa de Absorção

A absorção líquida é a diferença entre as áreas efetivamente locadas entre dois períodos consecutivos (Santos, 2006). Este indicador é importante, pois caracteriza o comportamento do mercado frente às ofertas disponíveis, permitindo identificar a dimensão da demanda e a frequência de reposicionamento.

A equação 07 abaixo apresenta o cálculo da absorção líquida.

$$AL_T = EL_{t+1} - EL_t \quad (07)$$

Onde:

AL_t = Absorção Líquida no período t

EL_t = Estoque Locado no início do período t

E_{t+1} = Estoque Locado no período consecutivo t+1

Para o cálculo da taxa de absorção, basta dividir a absorção líquida pelo espaço ofertado no início do período, conforme equação 08 a seguir.

$$Ta = \frac{AL}{ENL_t} \quad (08)$$

Onde:

Ta = Taxa de absorção

O aumento das taxas de absorção significa um aquecimento do mercado e a acomodação da oferta frente à demanda existente (SANTOS, 2006). A absorção líquida tem relação direta com o crescimento das atividades econômicas, que ao criar novas demandas, acabam por impulsionar à oferta de espaços para locação. Segundo Sato (2008), este indicador tem correlação positiva com o comportamento econômico no âmbito da região urbana e nacional.

Para saber a frequência de reposicionamento, basta dividir a taxa de absorção por uma unidade de tempo. Exemplo: taxa de absorção de 50% em um ano

(iii) Taxa de Vacância e Taxa de Ocupação

A vacância é um indicador de equilíbrio do mercado, em torno da qual o mercado oscila buscando o equilíbrio dinâmico entre a oferta e a demanda. A taxa de vacância é utilizada pelos empreendedores/investidores para ajuizar a resposta da provisão (SANTOVITO, 2004).

A taxa de vacância (equação 09) é a relação dos espaços disponíveis para locação e o estoque total em um determinado período. Segundo Santos (2006), este indicador é responsável por inibir ou induzir os investimentos em EEL em uma determinada região.

$$TV_t = \frac{ENL_t}{ET_t} \quad (09)$$

Onde:

TV_t = Taxa de Vacância no período t

ENL_t = Estoque não locado no período t

ET_t = Estoque Total no período t

A taxa de ocupação (to) é a relação entre o estoque ocupado e o estoque total, que pode ser descrita conforme equação 10 a seguir.

$$to_t = 1 - tv_t \quad (10)$$

Onde:

to_t = Taxa de ocupação no período t

2.3.3. Critérios de Diversificação

PORTO (2013) destaca as estratégias de diversificação abaixo para serem levados em consideração para que o portfólio de Edifícios de Escritórios para Locação seja mais equilibrado e possa atender aos requisitos dos investidores.

- (i) **Dispersão quanto à concentração geográfica:** os riscos setoriais e de inserção urbana, bem como a imprevisibilidade das políticas públicas, podem acarretar em dificuldades para a substituição rápida de um ativo e conseqüentemente perda de rentabilidade do portfólio.
- (ii) **Dispersão por classe de imóvel:** a diversificação por categoria ou classe objetiva mitigar o efeito do risco associado a alterações específicas de demanda, que podem dificultar a venda de um determinado ativo, ou até mesmo perda no valor de locação.
- (iii) **Dispersão por fase no ciclo de vida:** para se evitar as flutuações de renda, deve-se considerar a seleção de ativos em diferentes ciclos de vida, bem como analisar com critério os ativos em fase de implantação, tendo em vista os riscos de inserção urbana no início da fase operacional.
- (iv) **Dispersão por locatário:** diminui o risco de inadimplência ou rescisão contratual decorrentes da dificuldade financeira da empresa ocupante.
- (v) **Dispersão quanto à atividade fim do locatário:** está relacionado com os efeitos macroeconômicos sobre as atividades fins das empresas ocupantes. Em momentos de crise, alguns setores podem ser prejudicados, afetando a rentabilidade global do portfólio.
- (vi) **Dispersão temporal:** refere-se aos prazos contratuais, que devem ser avaliados cautelosamente para se evitar que os términos coincidam. No entanto, este critério pode não fazer sentido, em momentos de recessão econômica, quando a alta disponibilidade de imóveis vagos pode dificultar a locação.
- (vii) **Proporção de um ativo na carteira:** é importante avaliar a proporção de um ativo com relação à renda gerada e valor do ativo propriamente dito e o valor global do portfólio. O objetivo é mitigar os efeitos da alta concentração de riscos

2.3.4. Indicadores da Qualidade

Segundo Rocha Lima e Takaoka (2009, p.2) “o foco da análise da qualidade dos investimentos destinados à geração de Renda Mensal de Longo Prazo deve estar na qualidade e segurança da homogeneidade da renda mensal, mantido o poder de compra estabilizado, útil para a manutenção, no longo prazo, das despesas decorrentes das necessidades imediatas e da qualidade de vida”.

Para auxiliar na decisão de investimento, o investidor deve estar municiado de informações de modo a permitir que o mesmo faça uma hierarquização da qualidade e riscos de diferentes oportunidades de investimento.

Porto (2010) complementa que para analisar a qualidade do portfólio, deve-se avaliar ainda o impacto de efeitos adversos na rentabilidade e na capacidade de geração de renda mensal, bem como a implicação destes na desvalorização dos ativos.

a) Valor de Mercado e Índice de Valor

O valor da cota de um FII negociado no mercado da bolsa de valores, representa o valor de mercado e é influenciado por diversos fatores, dentre eles pode-se citar a disponibilidade e a qualidade das informações, bem como o conhecimento e as motivações específicas dos investidores. Diferentemente do valor atribuído ao ativo real, o valor de mercado das cotas dos FII tem uma certa flutuação no curto prazo, o que influencia na análise de risco desse investimento.

Os índices de valor, assim como os índices de preço têm como objetivo avaliar o comportamento médio de um mercado em um dado intervalo de tempo. O atendimento da finalidade a que se

propõe o índice depende da técnica de avaliação proposta, que no caso dos EEL abrigados em Fundos de Investimento Imobiliário trata-se da comparação dos valores das cotas, ou seja, o valor de mercado.

O índice de valor é fundamental para o cálculo do retorno do investimento correspondendo à variação do valor das cotas que pode sofrer valorização ou desvalorização.

b) Taxa Média de Rentabilidade por Período (TRM)

Considera a renda oferecida pelo empreendimento, em operação, relativamente ao valor do mesmo em sua última avaliação.

$$TRM_{q,b} = \frac{\sum_{i=1}^{\text{período}} ROD_{q,i} \cdot Inf_{(i,b)}}{VOI_q \cdot \text{período}} \quad (11)$$

Onde:

$TRM_{q,b}$: taxa média de rentabilidade efetiva do ativo q, no período de análise, calculada no momento b, base de análise medida a partir do início do ciclo operacional.

VOI_q : valor do ativo q na última avaliação.

$ROD_{q,i}$: receita operacional disponível do ativo q, no momento i, que corresponde à receita operacional bruta proveniente do recebimento das locações, descontada das contas operacionais, de gestão e encargos, e após recolhimento do Fundo para Reposição de Ativos (FRA).

período: intervalo de análise

$Inf_{(i,b)} = \frac{Inf_b}{Inf_i}$: inflator para a base b, onde Inf corresponde ao índice de inflação adequado para fazer referência à manutenção do poder de compra da renda.

c) Taxa de Retorno

Este indicador considera a taxa de retorno média do período, como sendo o valor do investimento para aquisição do ativo no ciclo VOI_q e o retorno do fluxo dos $ROD_{q,i}$, agerado ao valor do empreendimento quando da sua desmobilização ($VOI_{q,f}$).

A equação 12 a seguir apresenta a metodologia de cálculo.

$$VOI_q = \frac{VOI_{q,f}^e}{(1 + TRR)^{\text{período}}} + \sum_{i=1}^{\text{período}} \frac{ROD_{q,i}^e}{(1 + TRR)^i} \quad (12)$$

Sendo:

$VOI_{q,f}$: Valor das cotas do FII ao final do período de análise

VOI_q : Valor das cotas do FII no início do período de análise

$ROD_{q,i}$: Somatória das rendas no período de análise

d) Índice Comparativo (IC)

No sentido de comparar esse investimento com uma aplicação em um ativo financeiro livre de risco, pode-se estabelecer um índice que possa referenciar a cada momento a relação entre o Retorno efetivo obtido do FII e o retorno obtido por tal aplicação financeira isenta de riscos, conforme apresentado na equação 13 a seguir.

$$IC = \frac{RTe_p}{RTe_{apl}} \quad (13)$$

e) Grau de Homogeneidade da Renda ajustada à inflação

O grau de homogeneidade da renda ajustada à inflação é um indicador que representa o quão homogêneo é a distribuição da renda para o investidor, considerando a frequência da renda (Takaoka, 2009). A equação 14 a seguir expressa o cálculo desse indicador.

$$GHRa = 1 - \frac{\sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n \left[(ROD_{p,i} \cdot Inf_{(i,b)} - \overline{ROD_p})^2 \right]}{n-1}}}{\sum_{i=1}^n ROD_{p,i} \cdot Inf_{(i,b)}} \cdot \sqrt{n} \quad (14)$$

Onde:

$ROD_{p,i}$: receita operacional disponível no momento i ;

ROD_p : receita operacional média no período de análise.

$$\overline{ROD_p} = \frac{\sum_{i=1}^n ROD_{p,i} \cdot Inf_{(i,b)}}{n}$$

$Inf_{(i,b)} = \frac{IInf_b}{IInf_i}$: inflator para a base b , onde $IInf$ corresponde ao índice de inflação adequado para fazer referência à manutenção do poder de compra da renda.

n : horizonte de análise

Esse indicador tem como referência o comportamento passado. Quanto mais próximo o GHRa de 1 (100%) maior é a homogeneidade da renda. Analogamente, pode-se calcular o GHRa, arbitrando para cenários futuros variáveis de comportamento estressadas para analisar o risco com relação à capacidade de geração de renda do portfólio (Porto, 2010).

3. DADOS

Para a elaboração deste artigo foram analisados sete relatórios gerenciais de diferentes gestores, divulgados mensalmente pelos FIIs e disponibilizados nos sites institucionais ou no próprio site da Bovespa. Os critérios para a seleção dos FIIs dentro de uma amostra atribuída a uma única instituição financeira foram:

- (i) Objeto alvo do FII ser predominantemente EEL
- (ii) Maior diversificação
- (iii) Maior valor de mercado

Quando possível, procurou-se selecionar dois FIIs de um mesmo gestor, sendo um de gestão ativa e o outro de gestão passiva, com o objetivo de avaliar o padrão das informações divulgadas em cada um dos FIIs de acordo com a sua estratégia. Os FIIs selecionados estão descritos na Tabela 01 a seguir.

Tabela 01: Fundos de Investimento Imobiliário selecionados para o estudo.

Fundo	Estratégia de Gestão	Instituição Financeira	Critério de seleção
BRCR11	Ativa	BTG Pactual	Maior Valor de Mercado
HGRE	Ativa	Credit Suisse	Maior diversificação
RDES	Ativa	BB Gestão de Recursos	Objeto alvo do FII
FFCI	Ativa	Rio Bravo	Maior Valor de Mercado
HGJH	Passiva	Credit Suisse	Maior Valor de Mercado
ONEF11	Passiva	Rio Bravo	Maior Valor de Mercado
FPAB	Passiva	Coin	Maior Valor de Mercado
PRSV	Passiva	Latour	Objeto alvo do FII
VL0L11	Passiva	RB Capital	Objeto alvo do FII
TBOF	Passiva	BTG Pactual	Maior Valor de Mercado

4. METODOLOGIA

Os relatórios analisados foram do mês de maio de 2016. Primeiramente foram identificadas as informações dos 10 FIIs, sendo:

- a. Informações sobre a composição do portfólio
- b. Informações operacionais
- c. Informações de mercado

Na sequência foi avaliado o grau de maturidade das sete instituições financeiras que detêm e gerenciam tais portfólios, através da análise crítica das informações disponibilizadas e da verificação e comparação dos indicadores utilizados com aqueles conceituados na literatura.

5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

a) Informações sobre a composição do portfólio

Foram avaliadas as informações acerca da estrutura de diversificação de portfólio, considerando os seguintes critérios de dispersão, conforme apresentado na literatura:

- (i) Localização
- (ii) Classe do imóvel
- (iii) Fase do ciclo de vida
- (iv) Concentração de locatários
- (v) Atividade fim do locatário
- (vi) Prazos contratuais
- (vii) Proporção de um ativo na carteira

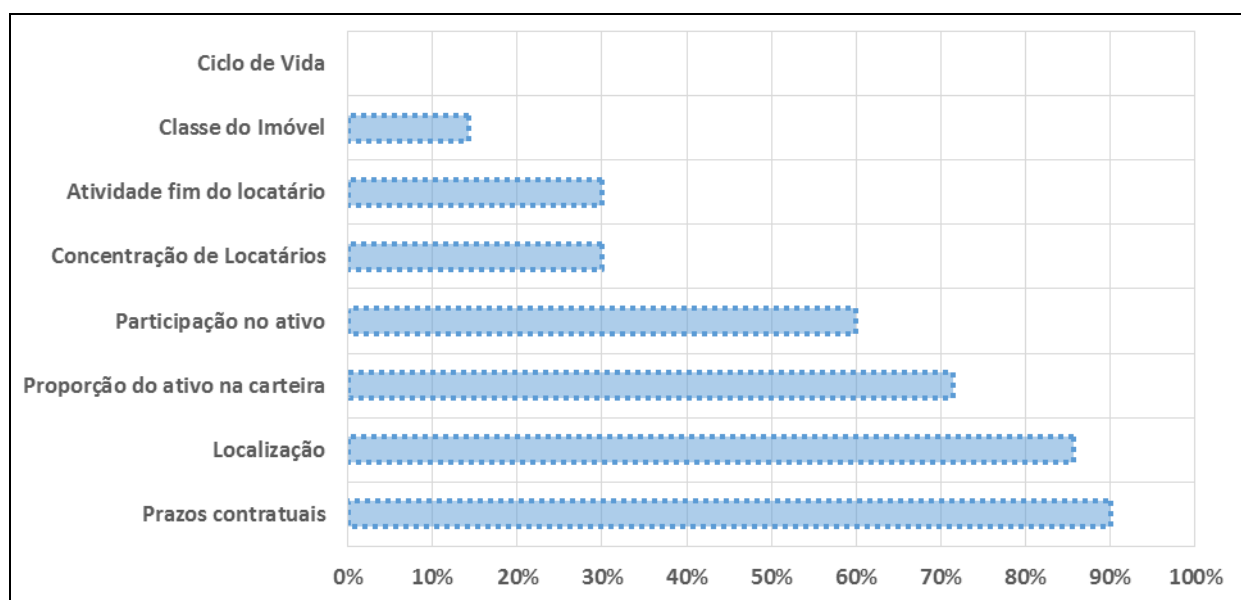
No Brasil, os FII são essencialmente pobres em relação à estratégia de investimento, ou seja, a captação de recursos é destinada a um único imóvel ou um conjunto pequeno de imóveis, aumentando a exposição ao risco do investidor em decorrência de distúrbios de comportamento de mercado. Os FIIs que possuem estratégia de gestão ativa, são aqueles que possuem a maior quantidade de imóveis, devido as ações de mobilização e desmobilização de ativos. A Tabela xx a seguir apresenta as informações que aparecem nos relatórios de cada um dos FIIs analisados, bem como a quantidade de ativos que compõe o portfólio.

Tabela 02: Informações a respeito da estrutura de diversificação dos relatórios analisados

FII	Qtde de ativos	Localização	Classe do Imóvel	Ciclo de Vida	Concentração de Locatários	Atividade fim do locatário	Prazos contratuais	Proporção do ativo na carteira	Participação no ativo
HGRE	23								
BRCR11	10								
FFCI	8								
RDES	4								
HGJH	2								
FPAB	2								
PRSV	2								
ONEF11	1	N/A	N/A	N/A				N/A	
VLOL	1	N/A	N/A	N/A				N/A	
TBOF	1	N/A	N/A	N/A				N/A	

Foi analisada a frequência de aparecimento das informações acerca da dispersão do portfólio, cujo resultado encontra-se no gráfico 01 a seguir.

Gráfico 01: Frequência das informações de dispersão do portfólio



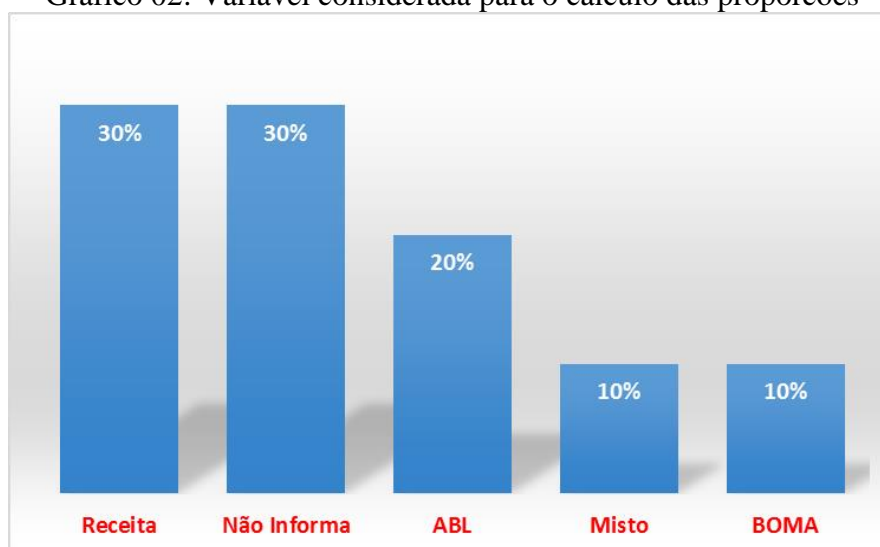
Para os FIIs que possuem um único ativo – ONEF11, VLOL e TBOF – alguns indicadores de dispersão não são aplicados, como por exemplo, localização, classe do imóvel, fase do ciclo de vida e proporção do ativo na carteira, apesar de importante a divulgação dessas informações para que o investidor avalie os fatores de risco intrínsecos às características do imóvel.

Verifica-se que as informações de dispersão acerca dos prazos contratuais- vencimentos e renovações – são as que mais se apresentam nos relatórios analisados, sendo em 90% do total. Na sequência, a dispersão do portfólio em função da localização é informada em 85% dos relatórios e a proporção do ativo na carteira em aproximadamente 70%. As informações acerca do fase do ciclo de vida na qual encontra-se o empreendimento não é informada em nenhum dos relatórios. Essa deficiência na informação, impossibilita a análise no impacto na geração de renda e os riscos de inserção urbana para o caso de imóveis na fase de implantação. A classe do imóvel e a atividade fim do locatário também são critérios de dispersão pouco explorados nos relatórios. Essa lacuna na informação com relação à dispersão do portfólio, acaba impactando na análise da qualidade do investidor, pois ele deixa de contar com indicadores que evidenciam alguns fatores de risco em função de alguns critérios de concentração.

A forma de apresentação do indicador de dispersão é predominantemente por gráfico. Em alguns relatórios a informação está fragmentada e pouco evidenciada, sendo pouco absorvida por investidores desprevenidos e desinformados.

No entanto, para configurar ainda mais a falta de qualidade e a falta de padronização da informação, as metodologias para calcular as proporções dos ativos em função dos critérios de dispersão, ora se definem como sendo a receita contratada, ora como a área locável ou BOMA, e com certa frequência, a variável sequer é informada. Esta variação da informação pode ser vista no gráfico 02.

Gráfico 02: Variável considerada para o cálculo das proporções



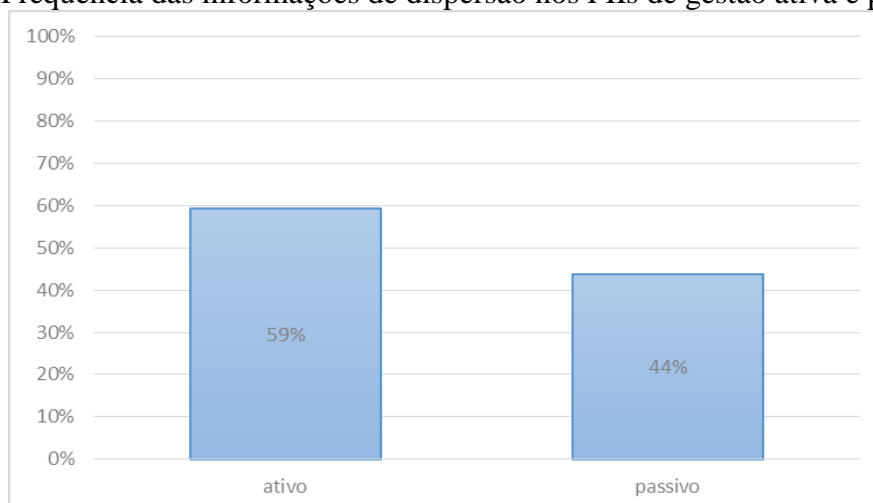
Para evidenciar melhor o risco da alta concentração do portfólio e permitir alguns estudos de impacto utilizando cenários estressados, os relatórios poderiam utilizar a variável de rentabilidade para o cálculo da dispersão. A concentração do portfólio em função da receita ou da ABL não indica os efeitos de uma eventual perturbação no cenário, diretamente na distribuição de renda ou no valor de mercado do FII.

Além dos critérios de dispersão identificados na literatura, algumas práticas do mercado, como por exemplo informar a concentração do portfólio segundo o critério de índice de reajuste, é frequentemente percebido nos relatórios. Abaixo, alguns outros critérios identificados em menor escala nos relatórios:

- (i) Tipologia dos contratos: informa a concentração de contratos típicos e atípicos (BTS)
- (ii) Preço de locação/m²: informa a concentração em determinadas faixas de valor de locação;
- (iii) Região: informa a concentração da localização dos imóveis em uma mesma cidade

As informações acerca da composição do portfólio, bem como sua diversificação, aparecem com mais volume nos FIIs de gestão ativa, como pode ser observado no gráfico 03 a seguir.

Os FIIs passivos, que possuem o objetivo de explorar um ou dois imóveis, não tratam a informação com relação à estrutura de diversificação do portfólio com profundidade, impossibilitando o investidor de se municiar com informações de qualidade acerca dos riscos.

Gráfico 03: Frequência das informações de dispersão nos FIIs de gestão ativa e passiva

b) Indicadores Operacionais

Os indicadores operacionais divulgados pelos FII, encontram-se na tabela 03 a seguir.

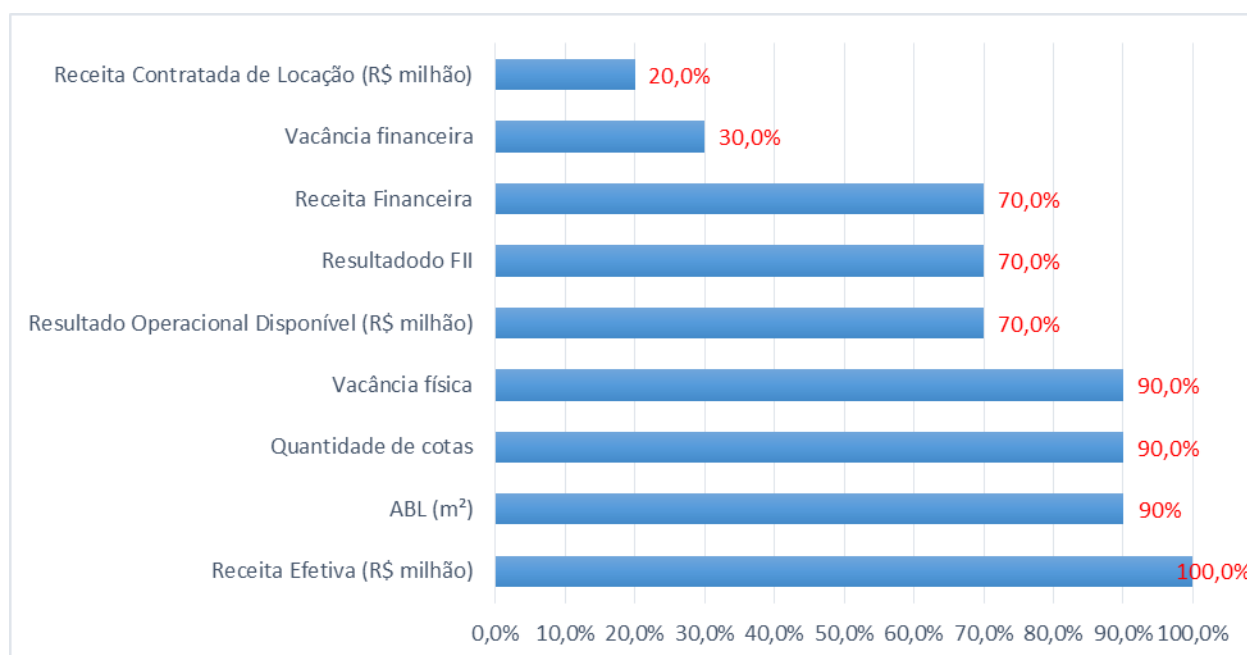
Tabela 03: Indicadores Operacionais dos FIIs analisados

Indicadores de Mercado	BRCR11	HGJH11	ONEF11	FPAB	PRSV	RDES	VL0L	FFCI	HGRE	TBOF
ABL (m²)	229.252	<i>NI</i>	6.015	35.810	17.357	14.928	9.708	15.193	158.000	56.531
Quantidade de cotas	19.224.537	165.000	91.100	750.000	<i>NI</i>	742.000	1.784.828	138.509.272	738.310	10.050.000
Receita Contratada de Locação (R\$ milhão)	18.026	<i>NI</i>	<i>NI</i>	<i>NI</i>	<i>NI</i>	<i>NI</i>	<i>NI</i>	<i>NI</i>	7.355	<i>NI</i>
Receita Imobiliária Efetiva (R\$ milhão)	17.556	1.437	398	2.116	891	383	870	1.669	7.272	3.813
Vacância física	19,70%	12,50%	10%	15,06%	<i>NI</i>	47,80%	0%	9,90%	22,5%	35%
Vacância financeira	15,40%	<i>NI</i>	<i>NI</i>	<i>NI</i>	<i>NI</i>	<i>NI</i>	0%	<i>NI</i>	17%	<i>NI</i>
Resultado do FII	20.624	1.303	<i>NI</i>	1863	<i>NI</i>	162	809	<i>NI</i>	7952	2154
Receitas Financeiras	11.452	29	<i>NI</i>	35	<i>NI</i>	21	6	<i>NI</i>	2.133	55
Resultado Operacional Disponível (R\$ milhão)	10.604	1.274	<i>NI</i>	1828	<i>NI</i>	141	803	<i>NI</i>	5819	2099

NI – Não informa

A frequência com que as informações acerca do desempenho operacional aparecem nos relatórios analisados encontra-se no gráfico 04 a seguir.

Gráfico 04: Frequência de aparecimento das informações nos relatórios analisados



A **Área Bruta Locável (ABL)** é a área geradora de receita. Esta informação permite que o investidor tenha conhecimento sobre a dimensão do portfólio e o potencial de geração de renda, além de ser utilizado na formação de indicadores relativos, como será visto adiante. Somente o HGJH11 não apresenta esta informação em seu relatório. O FII ONEF11 utiliza o critério BOMA, levando em consideração não somente a área exclusiva da unidade autônoma, mas também os espaços que servem de suporte geral do condomínio.

Com relação à **quantidade de cotas**, esta informação só não é evidenciada no relatório mensal do FII PRSV.

Tanto a informação de área, quanto à informação com relação ao número de cotas podem ser retirados de outras fontes, como por exemplo do prospecto ou no site dos próprios empreendimentos. No entanto, a fragmentação da informação dificulta o processo de composição de indicadores que são utilizados para orientar o investidor, demandando tempo excessivo de análise e adiando muitas vezes a decisão de investir.

A **Receita Contratada de Locação** é uma medida não contábil que corresponde ao valor total dos contratos de locação vigentes no mês de referência, desconsiderando descontos, carências, multas e outros ajustes que impactam a receita contábil de locação. Este indicador é informado nos FIIs BRGR11 e HGRE, ambos de gestão ativa, enquanto que a **Receita Imobiliária Efetiva** é disponibilizada em todos os FIIs, através do Demonstrativo de Resultados do portfólio. A comparação entre a receita contratada de locação e a receita imobiliária efetivamente revertida em caixa no mês resulta em um indicador da proporção de descontos e carências negociados pelo gestor do portfólio. Quando comparado com portfólios de outros gestores, pode indicar um nível de eficiência gerencial diferenciado, que pode auxiliar no processo decisório. Para o BRGR11 e o HGRE, o percentual da receita contratada de locação que não é revertida em caixa, representa pouco mais de 2% e 1% respectivamente, impactando na mesma proporção o resultado operacional do portfólio.

Os indicadores de vacância refletem o percentual de desocupação do portfólio, que acarreta em perda de resultado operacional. Pode ser representado pela vacância física em metros quadrados, ou diretamente pela vacância financeira em reais. A **taxa de vacância física** é a porcentagem de área vaga, calculada em relação ao estoque total. Trata-se do desempenho operacional do portfólio e pode ser comparado com a taxa de vacância do mercado para avaliar a qualidade. A informação pode ser um indicador global, ou específica para cada ativo, indicando os empreendimentos cuja a performance está abaixo do mercado em uma determinada região. A

taxa de vacância financeira é o percentual estimado que representa a potencial locação mensal de áreas vagas sobre a locação total mensal do portfólio somada à potencial locação mensal das áreas vagas. Em outras palavras, trata-se da receita que o portfólio deixa de ganhar por conta da vacância física dos empreendimentos. O BRCR11, apesar de não informar no relatório a evolução deste indicador, é o que disponibiliza as informações de vacância física e financeira do portfólio mais completa, disponibilizando inclusive os indicadores por ativo. Outro FII que indica a vacância financeira é o HGRE, apresentando a evolução do indicador desde o início de sua operação. Já o PRSV, apesar de divulgar informações sobre os contratos de locação vigente, não informa as taxas de vacância física e financeira do portfólio. Os demais FIIs analisados apresentam apenas a informação de vacância física, sendo que os FIIs HGJH, ONEF11 e o FPAB apresentam a evolução da vacância no mínimo dos últimos 12 meses. O ONEF11 e o FFCI, ambos do mesmo gestor, compara a taxa de vacância física com a taxa de vacância do mercado na região onde está localizado o empreendimento, tornando mais rica a informação para o investidor. O FPAB, além de informar sobre a vacância dos últimos 12 meses, disponibiliza a taxa de vacância projetada para os próximos 12 meses, em função dos termos de contratos previstos, considerando a hipótese de renovação dos contratos que estão a vencer. Utilizando a ABL, a receita imobiliária efetiva e a vacância física do portfólio, é possível calcular a receita efetiva por metro quadrado ocupado, gerando um indicador de receita média de locação, conforme fórmula 15 a seguir.

$$RML = \frac{RT}{ABL \times (1 - Tv)} \quad (15)$$

Onde:

RML = Receita Média de Locação (R\$/m²)

RT = Receita Total efetiva de locação (R\$)

Tv = Taxa de Vacância física do portfólio (%)

A Tabela 04 a seguir apresenta a RML de cada um dos FIIs analisados.

Tabela 04: Receita Média de Locação (R\$/m²) dos FIIs analisados

FII	RML
FFCI	122
TBOF	104
BRCR11	95
VLLOL	84
ONEF11	74
FPAB	70
HGRE	59
RDES	49

O relatório gerencial do HGRE ainda apresenta o indicador de valor médio de locação por metro quadrado, somente dos edifícios do universo *corporate*, possibilitando que o investidor compare com o valor médio do mercado.

A diferença entre o total de receita gerada pelo FII, incluindo as receitas financeiras, e o total das despesas operacionais e administrativas é o **Resultado do FII** e é o ponto de partida para a distribuição de rendimentos aos investidores. O ONEF11, o FFCI e o PRSV não disponibilizam esse indicador no relatório mensal, tendo que o investidor procurar esta informação no demonstrativo de resultados que é divulgado separadamente pelo administrador do FII. Para

avaliar o resultado apenas dos Edifícios de Escritórios para Locação, deve-se descontar as receitas financeiras proveniente de aplicações em outros ativos, por exemplo, renda fixa, LCI e cotas de outros FIIs, obtendo o indicador de **Resultado Operacional Disponível**. A parcela das receitas financeiras que compõe o resultado do FII é importante para a avaliação de riscos. Quanto menor a proporção das receitas financeiras na composição do resultado, maior o impacto de variações de comportamento no mercado imobiliário na distribuição de rendimentos ao investidor. Os FIIs de gestão ativa, normalmente são os que possuem uma receita financeira maior, originada algumas vezes pela venda de ativos no portfólio. Os gestores podem optar por não distribuir o resultado da venda imediatamente aos investidores e aplicar o volume financeiro em ativos de investimento de maior rentabilidade, com o objetivo de manter a rentabilidade e a distribuição homogênea aos investidores. A tabela 05 abaixo apresenta o percentual das receitas financeiras dos FIIs no resultado total. O BR CR11, RDES e HGRE são FIIs de gestão ativa.

Tabela 05: Resultado total e receita financeira dos FIIs analisados

Indicadores Operacionais	BR CR11	HGJH11	FPAB	RDES	VL OL	HGRE	TBOF
Resultado do FII	20.624	1.303	1863	162	809	7952	2154
Receitas Financeiras	11.452	29	35	21	6	2.133	55
% Receita financeira no resultado	56%	2,2%	1,88%	12,96%	0,74%	26,82%	2,55%

A proporção da receita imobiliária efetiva que gera resultado, é um indicador operacional interessante para comparar a eficiência dos ativos. Outros indicadores, apesar de evidenciados nos relatórios, podem ser formatados para a comparação, como por exemplo: ROD/Cotas e ROD/ABL ocupada. A tabela 06 apresenta os indicadores mencionados.

Tabela 06: Indicadores de Resultado Operacional Disponível dos FIIs analisados

Indicadores Operacionais	BR CR11	HGJH11	FPAB	RDES	VL OL	HGRE	TBOF
Receita Imobiliária Efetiva (R\$ milhão)	17.556	1.437	2.116	383	870	7.272	3.813
R\$ / m ² ocupado	95	-	70	49	90	59	104
Vacância física	19,70%	12,50%	15,06%	47,80%	0%	22,5%	35%
Resultado Operacional Disponível (R\$ milhão)	10.604	1.274	1828	141	803	5819	2099
% Receita efetiva	60%	89%	86%	37%	92%	80%	55%
ROD/COTAS	0,55	7,72	2,44	0,19	0,45	7,88	0,21
ROD /ABL	37,14	0,00	43,36	4,93	82,72	28,54	24,13

O percentual da receita imobiliária efetiva que compõe o resultado operacional disponível está relacionado com a taxa de vacância do portfólio. Quanto maior a taxa de vacância, maior as despesas operacionais dos imóveis vagos, e portanto, menor o percentual que compõe o resultado operacional. O VL OL possui taxa de vacância 0% e o % da receita efetiva de 92%, enquanto que o RDES, possui 47,80% de taxa de vacância e 37% da receita efetiva compõe o resultado. O resultado operacional disponível em função da área bruta locável efetivamente ocupada, está relacionada também com a taxa de vacância, mas outro fator que influencia no indicador é a receita por metro quadrado ocupado. Isto é o que reflete nos FIIs HGRE e TBOF que apesar do último possuir taxa de vacância bem maior – 35% - possui uma receita de locação por metro quadrado de área ocupada 76% maior que o primeiro. Certamente, para avaliar com

profundidade os indicadores de desempenho operacional, o ideal é que sejam coletados e analisados uma séria maior de indicadores, no mínimo de doze meses.

c) Indicadores de Desempenho de Mercado

A Tabela 07 a seguir apresenta os indicadores de desempenho de mercado divulgados nos relatórios mensais dos FIIs analisados.

Tabela 07: Indicadores de desempenho de mercado dos FIIs analisados

Indicadores de Mercado	BRCR11	HGJH11	ONEF11	FPAB	PRSV	RDES	VLLOL	FFCI	HGRE	TBOF
Valor de Mercado/cota - R\$	105,82	1164	818	290	590	61,79	69	1,47	1209	62,75
Valor de Mercado - R\$ mil	2.034.340	192.060	74.519	217.500	NI	45.848	123.153	203.608	892.600	630.637
Distribuição mensal/cota - R\$	1,01	7,80	4,00	2,35	3,38	0,21	0,45	0,01	10,10	0,21
Rentabilidade mensal (só rendimento)	0,95%	0,67%	0,49%	0,81%	0,57%	0,34%	0,65%	0,76%	0,84%	0,33%
Rentabilidade anualizada (só rendimento)	15,02%	9,58%	5,90%	NI	NI	8,53%	8,91%	9,50%	10,21%	NI
Rentabilidade mensal (ganho de capital)	-0,35%	NI	-0,23%	0,03%	NI	-1,20%	7,81%	2,11%	NI	NI
Rentabilidade anualizada (ganho de capital)	-2,32%	8,77%	15,78%	NI	NI	-11,88%	17,54%	-2,92%	-10,44%	NI
Rentabilidade total mensal (rend + cota)	0,6%	NI	0,26%	NI	NI	-0,86%	8,46%	2,87%	NI	NI
Rentabilidade total anualizada	12,70%	18,40%	21,68%	NI	NI	-3,35%	26,45%	6,58%	-0,25%	NI
Benchmarking	Ibovespa	CDI líquido	CDI líquido	NI	NI	IFIX/Ibovespa	NI	CDI líquido	CDI líquido	NI

Com relação aos destaques de mercado, o preço das cotas e o valor total de mercado resultado da integralização de suas cotas é uma informação presente em quase todos os relatórios, com exceção do PRSV, cuja quantidade de cotas não é informada. O **Valor de Mercado** reflete a análise dos investidores quanto ao futuro da empresa e a capacidade de geração de renda homogênea e estável. Para que seja possível a comparação entre os FIIs, é necessário formatar um indicador em função da ABL ocupada de cada portfólio, conforme expressado na tabela 08.

Tabela 08: Indicadores formatados para a análise comparativa

Indicadores de Mercado	BRCR11	HGJH11	ONEF11	FPAB	RDES	VLLOL	FFCI	HGRE	TBOF
Valor de Mercado/ABL	11.051	-	13.766	7.151	5.884	12.686	14.874	7.290	17.162
Cape Rate Implícito (mensal)	0,52%	0,66%	-	0,84%	0,31%	0,65%	-	0,65%	0,33%
Cape Rate Implícito (anual linear)	6,26%	7,96%	-	10,09%	3,69%	7,82%	-	7,82%	3,99%

Ainda é possível extrair uma taxa de capitalização implícita do portfólio através da equação 16 a seguir.

$$\text{Cape Rate} = \frac{\text{ROD}}{\text{Valor de Mercado}} \quad (16)$$

Essa taxa de capitalização, apesar de ser um indicador que pode ser utilizado para a comparação entre os FIIs, não reflete a taxa de capitalização real dos EEL que compõe o portfólio, pois não considera o valor justo dos imóveis. O valor justo dos imóveis é arbitrado periodicamente – normalmente a cada seis meses – e é feito por empresas de avaliação independente contratadas pelos gestores dos FIIs. O valor da última avaliação, poderia ser indicado nos relatórios, bem como a taxa de capitalização real. No entanto, em nenhum foi identificada essa informação.

Percebe-se através dos indicadores do TBOF, que o maior valor de mercado não significa maior taxa de capitalização. O valor de mercado é influenciado entre outros fatores de mercado, pelo excesso de demanda frente às ofertas de venda das cotas. Não é possível identificar no relatório mensal analisado, qual o fator que influenciou o alto valor de mercado desse FII em específico, sendo necessária uma leitura dos relatórios anteriores para se obter alguma conclusão.

A **distribuição e a rentabilidade mensal**¹ proveniente dos rendimentos são indicadores disponibilizados nos relatórios de todos os FIIs analisados, apesar do FPAB e o PRSV não evidenciar esse indicador nos relatórios mensais. A rentabilidade acumulada dos proventos pagos pelo FII aos investidores desde a primeira captação é informada pelos gestores do HGJH11, HGRE, ONEF11, FFCI e VLLOL. É importante ressaltar que a rentabilidade dos rendimentos deve ser calculada pelo investidor, tomando-se como referência o valor da cota no momento do investimento. A rentabilidade informada nos relatórios mensais é um indicador de desempenho do FII e é utilizada como referência para comparar a amostra de FIIs disponíveis e outros tipos de investimento.

O **Grau de Homogeneidade da renda**, conforme apresentado na literatura, é um indicador não usual nos relatórios dos FIIs analisados. Em contrapartida, todos os FIIs, com exceção do HGJH11, informam a série de distribuição de rendimentos de pelo menos 12 meses, possibilitando que o investidor avalie a distribuição e o quanto ela flutuou no período analisado. Para uma melhor análise comparativa entre os FIIs, calculou-se o indicador de homogeneidade, resultando na tabela 09 a seguir.

Tabela 09: Grau de Homogeneidade da renda dos FIIs analisados

FII	GH
BRCR11	1,00
FFCI	0,99
TBOF	0,99
FPAB	0,99
VLLOL	0,99
RDES	0,97
ONEF11	0,82
PRSV	0,75

Quanto mais próximo de 1,0 (um) o indicador de GH estiver, mais homogêneos serão os resultados para o investidor ao longo do tempo. No entanto, este indicador não deve ser analisado isoladamente, sendo necessário avaliar em conjunto com outros indicadores da qualidade, como por exemplo rentabilidade e retorno total.

Vale ressaltar que a rentabilidade dos proventos informada nos relatórios analisados, não representa a rentabilidade real pois não considera o desconto da inflação, o que é fundamental

¹ Rentabilidade calculada através da soma dos rendimentos pagos, divididos pelo valor da cota adquirida em mercado secundário no fim do mês anterior ao período correspondente.

para a avaliação da manutenção do poder de compra do investidor. Em resumo, o investidor pode comparar a rentabilidade informada com o índice de inflação no período. Um índice de inflação maior que a rentabilidade dos proventos significa que os rendimentos não superam a inflação, portanto, não preservam valor ao longo do tempo. No entanto, há que se considerar na análise, o retorno proveniente do ganho de capital das cotas de investimento, que apesar de possuir grande volatilidade no curto prazo, no longo prazo pode registrar uma certa valorização.

O ganho de capital originado pela venda de cotas é tributado em 20% qualquer que seja o contribuinte. No entanto, essa informação não é evidenciada nos relatórios analisados, com exceção do FII HGJH, que informa a rentabilidade líquida, descontando o imposto do ganho de capital. A falta de clareza com relação a esse tipo de informação, pode distorcer a análise da qualidade feita pelo investidor desprevenido. Evidenciar todas as possibilidades de tributação não deve ser item somente do prospecto e do regulamento, já que o efeito da tributação no resultado final da rentabilidade é significativo, e, portanto, deveria ser tratado nos relatórios mensais com objetividade. A rentabilidade total - rendimento + ganho de capital – bruta e líquida é informada na tabela 10 a seguir.

Tabela 10: Indicadores de Rentabilidade dos FIIs analisados

	BRCR11	HGJH11	ONEF11	RDES	VLLOL	FFCI	HGRE
Rentabilidade anualizada (só rendimento)	15,02%	9,58%	9,16%	8,53%	8,91%	9,50%	10,21%
Rentabilidade anualizada (ganho de capital)	-2,32%	-	12,52%	-11,88%	17,54%	-2,92%	-10,44%
Rentabilidade líquida anualizada (ganho de capital)	-2,32%	8,77%	10,02%	-11,88%	14,03%	-2,92%	-10,44%
Rentabilidade total anualizada	12,70%	18,35%	19,18%	-3,35%	22,94%	6,58%	-0,25%
Rentabilidade real²	1,44%	6,53%	7,28%	-12,99%	10,66%	-4,05%	-10,21%

Os FIIs de gestão ativa – BRCR11, RDES, FFCI e HGRE - são os que possuem o menor desempenho em termos de rentabilidade, a maioria, não protege nem o capital investindo, sendo o retorno inferior à inflação. O RDES possui alta taxa de vacância, influenciando no resultado do FII e na distribuição para os investidores, por isso, possui a pior rentabilidade. A rentabilidade do HGRE foi impactada pela perda de valor de suas cotas nos últimos 12 meses, assim como os FIIs FFCI e BRCR11. A perda de valor das cotas pode estar relacionada com fatos relevantes associados aos imóveis, como por exemplo, aviso de saída de inquilinos e projeções de aumento da taxa de vacância nos próximos meses. Os FIIs de gestão passiva, por possuir um ou dois imóveis alvo, além de possuir uma distribuição de rendimentos homogênea, possui valorização das cotas, resultando em um indicador de rentabilidade que supera a inflação.

É importante ressaltar que a análise da rentabilidade dos FIIs deve ser acompanhada pela análise do mercado e pelos fatos relevantes, cuja a evolução pode alterar significativamente o resultado e por consequência a distribuição dos rendimentos aos investidores.

Como forma de melhorar a qualidade da informação do ponto de vista de riscos, algumas simulações poderiam ser feitas pelos gestores, de forma que a alteração de algumas condições do FII resultasse em cenários estressados. Dessa maneira, o investidor poderia avaliar o impacto da saída de um grande inquilino, por exemplo, na rentabilidade do FII.

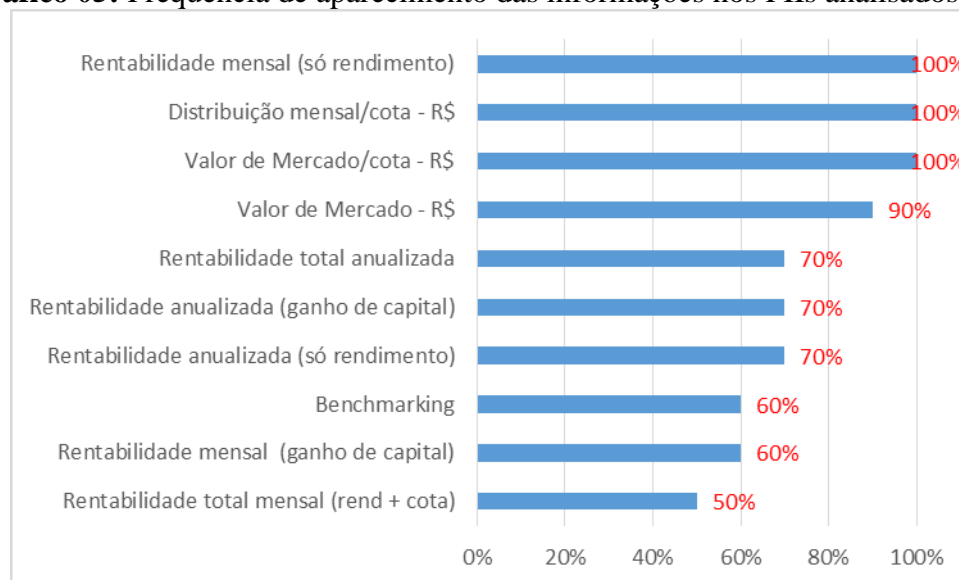
O BRCR11 e o RDES utilizam como referencial de *benchmarking* o índice Ibovespa, no entanto, devido à baixa correlação entre o mercado de ações e o mercado imobiliário, esta referência pode não ser adequada para avaliar a performance do FII. O Fundo de Investimento Imobiliário, apesar de ter as suas cotas negociadas na bolsa de valores, é um investimento cujo objeto alvo é a exploração de imóveis para a geração de renda. Não pode ser classificado como

² Descontada a inflação de 11,09% (IGP-M)

renda fixa, pois o resultado financeiro é reflexo do comportamento do mercado imobiliário no país, possuindo condições de risco específicas do setor. Os FIIs HGJH11, ONEF11, o FFCI e o HGRE utilizam como *benchmarking* o CDI líquido, e o RDES utiliza o índice IFIX, sendo este mais apropriado como referencial de benchmarking por se tratar de um índice específico do mercado de FII no Brasil.

A frequência de aparecimento das informações nos relatórios encontra-se no gráfico 05 a seguir.

Gráfico 05: Frequência de aparecimento das informações nos FIIs analisados.



6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Foi possível identificar após a análise dos relatórios mensais de 07 gestores diferentes, a falta de padronização conceitual com relação aos indicadores utilizados e a fragmentação das informações, prejudicando a leitura da qualidade do investimento pelo investidor. Para possibilitar a análise comparativa entre uma amostra de FIIs e hierarquizar os investimentos, em função da qualidade de acordo com os critérios de risco e retorno, o investidor muitas vezes tem que buscar informações complementares em outras fontes, o que acaba demandando um tempo significativo de análise e comprometendo o processo de investimento como um todo. Se o investidor não tem tempo disponível para uma análise mais criteriosa, ele simplesmente deixa de investir. Além disso, a falta de profundidade no tratamento das informações, além de indicar falta de transparência, influencia no sentimento de confiança do investidor, fazendo com que ele opte por outros tipos de investimento mais conservadores.

Com relação à estrutura de diversificação do portfólio, por ser a maioria dos FIIs constituídos de no máximo dois empreendimentos, alguns critérios de dispersão, não são levados em consideração, como por exemplo, localização, classe de imóvel e fase do ciclo de vida, apesar de serem informações importantes de serem destacadas nos relatórios pela influência de algumas características dos imóveis no desempenho operacional do FII. Dentre os FIIs analisados, o BRRCR11 e o HGRE são os que abordam os critérios de dispersão de forma mais completa, sendo que o cronograma de vencimento dos contratos, com exceção do FII PRSV, está presente em todos os relatórios. Alguns critérios de dispersão foram acrescentados no relatório do FII HGRE, agregando valor à informação, como por exemplo: (i) dispersão quanto à faixa de preço de locação e (ii) dispersão por bairro onde estão localizados os empreendimentos.

Ainda com relação à estrutura de diversificação, não existe uma padronização com relação ao indicador adotado para formatar os gráficos de dispersão, ou seja, o BRRCR11 e o HGRE adotam

a receita contratada de locação, enquanto que o HGJH11 e o PRSV utilizam a Área Bruta Locável. Os demais FIIs analisados não deixam claro o critério utilizado para calcular as proporções. No entanto, avaliar a concentração em função de cada um desses indicadores de forma isolada pode não ser adequada. Uma maior receita contratada de locação não significa maior desempenho em termos de rentabilidade. O excesso de oferta em uma determinada região, pode pressionar os preços de locação para baixo, fato este que associado às despesas relacionadas à vacância em um empreendimento, pode impactar negativamente os indicadores de rentabilidade, além de provocar flutuações de valor do ativo. Ainda, um empreendimento com a maior receita contratada, pode possuir uma taxa de vacância alta, influenciando no resultado operacional específico do ativo. O ideal seria avaliar a contribuição dos ativos, por exemplo, de certo locatário na composição do retorno total da carteira ou da sua rentabilidade proveniente das distribuições. Da mesma forma, poderia ser feito com o critério de localização, classe do imóvel, vencimentos de contratos, entre outros. Para o caso dos FIIs caracterizados pela gestão ativa, informar a estratégia de composição do portfólio acrescentaria um grau de transparência e permitiria que o investidor avaliasse o desempenho da gestão em função de um referencial pré-definido.

Algumas informações fundamentais e que são pontos de partida para os demais indicadores, como por exemplo ABL e quantidade de cotas, deveriam estar destacadas nos relatórios mensais. A ABL é uma informação que merece atenção devido à metodologia utilizada para calcular a área efetiva. Alguns FIIs utilizam o critério de área BOMA, que agrega na área privativa a proporção da área comum. É necessária padronização desta informação para evitar distorções na análise comparativa. A receita contratada de locação, desconsiderando todos os descontos negociados e as carências, é informada apenas no BRGR11 e no HGRE, sendo um indicador que representa o valor base de locação, podendo ser calculado em função da ABL ocupada e comparada com dados de mercado e de outros FIIs, assim como a taxa de vacância física do portfólio. O que se apresenta em todos os relatórios através do Demonstrativo de Resultados, é a receita efetiva de locação, podendo levar a uma análise distorcida do valor real de locação por metro quadrado do portfólio.

Para o investidor, as informações de rentabilidade e homogeneidade da renda distribuídas são fundamentais e influenciam a tomada de decisão. Os descontos provenientes de impostos para o caso de ganho de capital por exemplo devem ser considerados na formulação deste indicador, assim como o ajuste da inflação. Não considerar a inflação na análise, é deixar de informar o desempenho com relação a um dos objetivos principais do investidor: a proteção do capital investidor.

Informar a expectativa do gestor com relação a projeções futuras de rentabilidade, bem como apresentar cenários estressados para que o investidor seja municiado com uma análise de riscos mais completa, aumentaria o nível de qualidade da informação, permitindo uma leitura mais apropriada dos indicadores e hierarquização dos investimentos disponíveis de acordo com os critérios de risco e retorno.

Utilizar indicadores de *benchmarking*, para comparar os resultados do FII também agregaria qualidade à informação, no entanto, o investidor deve conhecer minimamente acerca dos diversos tipos de investimento para que não resulte em uma análise inadequada de desempenho.

Por fim, as lacunas de informação, aliada à falta de clareza e padronização quanto à metodologia utilizada para o cálculo dos indicadores refletem um cenário de informações rasas, sem qualquer profundidade, migrando a responsabilidade pela composição da informação de qualidade totalmente para o investidor ou analistas de mercado. Enquanto não houver regras rigorosas de governança, as informações disponibilizadas vão ser mínimas apenas para atender as obrigações perante à CVM, deixando o investidor em segundo plano, e prejudicando o crescimento deste mercado no país.

7. REFERÊNCIAS

AMATO, F.B. *Implantação de empreendimentos de base imobiliária por meio de fundos de investimento imobiliário: critérios de governança dos recursos financeiros para mitigação de riscos capaz de potencializar a captação de investimentos privados com características de poupança*. 2009. 217p. Tese (Doutorado) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009.

Clayton, J and MacKinnon, G. (2000) *What Drives Equity REIT Returns: The Relative Influences of Bonds, Stocks and Real Estate Factors*, Paper presented at the American Real Estate and Urban Economics Association meeting, Boston.

MUGNAINI, Alexandre et al. *Análise da eficiência de mercado e performance de fundos de investimentos imobiliários negociados na Bovespa*. Revista Capital Científico, v. 6, n. 1, p. 65-86, 2008.

PORTO, P.T. *Método para Gestão de Portfólios de Investimentos em Edifícios de Escritórios para Locação no Brasil*. 280 p. Tese (Doutoramento) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2010.

ROCHA LIMA JR. J.; GREGÓRIO, C.A.G. *Investimento em Real Estate por Meio de Ações no Brasil*. In: VI SEMINÁRIO INTERNACIONAL DA LARES – 9p. SÃO Paulo, Brasil, 16 e 17 de novembro, 2006. Anais em CD-ROM.

ROCHA LIMA JR. J. *Decidir Sobre Investimentos no Setor da Construção Civil*. São Paulo: EPUSP,1998. (Boletim Técnico BT/PCC – 200/98).

TAKAOKA, M.V.; *Ativos para geração de renda mensal de longo prazo: fatores preponderantes para a decisão de investimento, expectativas dos investidores e ferramentas de avaliação*. 2009. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

Ziering, B., B. Winograd, and W. McIntosh (1997). *The Evolution of Public and Private Market Investing in the New Real Estate Capital Markets*, Parsippany, NJ: Prudential Real Estate Investors.