

Metodologia de classificação (rating) para Fundos Imobiliários no Brasil

Felipe Vaz Moreira¹

¹ Fundação Instituto de Administração - FIA, Rua Voluntários de Pátria, 3851, ap. 31 – São Paulo/SP, Brasil, fe.vax@hotmail.com

RESUMO

O mercado de Fundos Imobiliários (FIIs) tem ganhado cada vez mais relevância no mercado brasileiro de investimentos. Segundo dados da B3 de dezembro de 2020, já são mais de 1,2 milhão de investidores cotistas (um terço do total de investidores na Bolsa), com valor de mercado de R\$ 122 bilhões e representados por 311 Fundos negociados na B3. A partir do momento em que há muitas alternativas de alocação, tanto em termos de quantidade de FIIs, segmentos de atuação e estratégias, impõe aos investidores maiores desafios no momento de selecionar as opções que mais se adequem aos seus objetivos, estratégia de diversificação e perfil de investidor. O objetivo do estudo é propor uma metodologia de classificação (rating) por meio de um conjunto de atributos a serem observados na análise de Fundos Imobiliários do Brasil, auxiliando assim os investidores em suas tomadas de decisão. Ao final do artigo, será apresentada uma matriz relacionando os ratings atribuídos aos FIIs analisados com a precificação de suas cotas no mercado (valor de mercado da cota versus valor patrimonial da cota), de forma a facilitar a identificação de oportunidades de alocação ou revisão de um dado portfólio atual de FIIs. Também será apresentado um diagnóstico feito com o uso da metodologia de back-testing, para avaliar se os FIIs com maior rating atribuído tiveram performance destacada frente ao IFIX (Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários – B3).

Palavras-chave: Fundos Imobiliários, classificação, atributos, rating, portfólios.



Rating methodology for Real Estate Funds in Brazil

ABSTRACT

The Real Estate Funds market (FIIs) has been gaining more and more relevance in the Brazilian investment market. According to data from B3 in December 2020, there are already more than 1.2 million investors (one third of the total number of investors on the stock exchange), with a market value of R\$ 122 billion and represented by 311 Funds traded on B3. Since there are many allocation alternatives, both in terms of the number of FIIs, segments of operation and strategies, it imposes greater challenges on investors when selecting the options that best suit their objectives, diversification strategy and investment profile. The objective of the study is to propose a classification methodology (rating) through a set of attributes to be observed in the analysis of Real Estate Funds in Brazil, thus assisting investors in their decision making. At the end of the article, a matrix will be presented listing the ratings assigned to the analyzed FIIs with the pricing of their market quotes (market value versus equity value), in order to facilitate the identification of opportunities for allocation or review a FII portfolio. A diagnosis made using the back-testing methodology will also be presented, in order to assess whether the FIIs with the highest rating have performed outstandingly against the IFIX (Real Estate Investment Fund Index - B3).

Key-words: Real Estate Funds, classification, attributes, rating, portfolios.

1- INTRODUÇÃO

O mercado de Fundos Imobiliários (FIIs) tem ganho cada vez mais relevância no mercado brasileiro de investimentos. Segundo dados da B3 de dezembro de 2020, já são mais de 1,2 milhão de investidores cotistas (um terço do total de investidores na Bolsa), com valor de mercado de R\$ 122 bilhões e representados por 311 Fundos negociados na B3. Em termos de tipo de investidor, o público pessoa física ainda é o maior alocador de recursos e representa 74,2% do total de custódia, seguido pelos investidores institucionais (19,5%), investidores estrangeiros/não residentes (4,4%) e demais (2%). Observa-se também um movimento de crescimento da utilização do veículo Fundos Imobiliário nas transações de Real Estate no Brasil. Em um estudo feito pela CBRE, maior empresa de consultoria e intermediação imobiliária do mundo, as operações de compras e vendas de escritórios de alto padrão no Brasil devem fechar o ano de 2020 no patamar entre R\$ 8 bilhões e 8,5 bilhões e os Fundos Imobiliários devem responder por 90% das aquisições (em 2019, os FIIs haviam sido responsáveis por 30% das transações, as empresas de propriedades comerciais por 45% e os investidores estrangeiros pela fatia de 25%).

A partir do momento em que há muitas alternativas de alocação, tanto em termos de quantidade de FIIs, segmentos de atuação e estratégias, impõe aos investidores maiores desafios no momento de selecionar as opções que mais se adequem aos seus objetivos, estratégia de diversificação e perfil de investidor.

O objetivo desse estudo é propor uma metodologia de classificação (Rating) por meio de um conjunto de atributos a serem observados na análise de Fundos Imobiliários do Brasil, auxiliando assim os investidores em suas tomadas de decisão. Ao final do artigo, será apresentada uma matriz relacionando os ratings atribuídos aos FIIs analisados com a precificação de suas cotas no mercado (valor de mercado da cota versus valor patrimonial da cota), de forma a facilitar a identificação de oportunidades de alocação ou revisão de um dado portfólio atual de FIIs. Também será apresentado um diagnóstico feito com o uso da metodologia de back-testing, para avaliar se os FIIs com maior rating atribuído tiveram performance destacada frente ao IFIX (Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários – B3).

2- REFERENCIAL TEÓRICO

Dentre os trabalhos de pesquisa e acadêmicos com o interesse por determinar fatores de diversificação utilizados por gestores de portfólio imobiliários, podemos citar: Webb (1984), Webb e McIntosh (1986), Louargand (1992) e Wit (1996). A pesquisa de Louargand (1992), feita nos Estados Unidos com 426 instituições (entre empresas de gestão e fundos de pensão), apontou que os dois mais importantes fatores de diversificação adotados na composição e gestão do portfólio foram: tipo de propriedade e a localização. Porto (2010) destacou que as estratégias de diversificação indicadas abaixo deveriam ser levadas em consideração para que o portfólio imobiliário fosse mais equilibrado e pudesse 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) Dispersão quanto à liquidez do imóvel: imóveis com baixa liquidez, como por exemplo, imóveis com características específicas e de alto valor, pode dificultar a gestão ativa do portfólio. No entanto, esta estratégia pode conflitar com o fato de que estes imóveis, normalmente são locados por grandes corporações, e estão de certa forma, mais protegidos das condições macroeconômicas.
- (viii) 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. ”

O trabalho de Ferreira (2011) sobre a governança corporativa nos Fundos Imobiliários antecipou alguns dos temas que foram objeto da evolução promovida pela Instrução CVM nº 571 (2015), que entrou em vigor em 1º de fevereiro de 2016, e teve como objetivo fortalecer a proteção aos investidores por meio da ampla divulgação de informações e mitigação das possibilidades de conflitos de interesses. Depois de cinco anos da nova regulamentação, ainda vemos diferenças entre os gestores/administradores na qualidade e abertura (disclosure) de informações aos investidores.

Esse estudo busca propor uma metodologia de classificação para os Fundos Imobiliários no Brasil, utilizando-se tanto de critérios de qualidade e diversificação do portfólio de ativos, governança corporativa e expertise de gestão, bem como outros fatores mais ligados ao momento do FII detalhados na metodologia.

3- METODOLOGIA

Foram selecionados para o estudo os Fundos Imobiliários (FIIs) dos segmentos de Escritórios, Logístico/Industrial, Híbridos e de Ativos Financeiros (fazem parte desse último, os FIIs que alocam recursos em títulos com lastro no mercado imobiliário, majoritariamente CRIs – Certificados de Recebíveis Imobiliários). A escolha dos segmentos deu-se pela maior relevância desses na indústria de FIIs no Brasil, uma vez que respondem por um peso de 77% na atual composição do IFIX (válida de janeiro a abril/2021) e aproximadamente 80% da média diária do volume negociado de FIIs no mercado secundário na B3 no mês de janeiro/2021 (~R\$ 202,9 milhões dos R\$ 252,8 milhões/dia). Adicionalmente, como critério de inclusão, foi aplicado um filtro mínimo de ADTV (Average Daily Trading Volume) de R\$ 1 milhão negociados/dia e FIIs

que tivessem pelo menos um ano de histórico de rentabilidade (até janeiro/2021). Os 40 FIIs que atenderam aos requisitos foram classificados de acordo com os determinados atributos propostos, conforme o perfil do Fundo.

Nos FIIs que possuem propriedades e/ou participações em imóveis diretamente (Escritórios, Logístico/Industrial e Híbridos), totalizando 24 Fundos analisados, utilizou-se 7 (sete) principais grupos de atributos para definição do *rating*:

- Padrão dos Ativos/Portfólio de Imóveis (AAA e AA, Demais)
- Perfil dos Inquilinos (Porte, Qualidade de Crédito, Diversificação)
- Localização (Vacância, Diversificação Geográfica, Novo Estoque de Áreas)
- Ciclo de Vencimento e Revisionais dos Contratos de Aluguéis (Valor de Locação Atual vs. Valor de Mercado, WAULT-Weighted Average of Unexpired Lease Term)
- Gestão e Governança (Histórico/Expertise da Gestão e Estrutura da área de RI)
- Dividend Yield (Prêmio do Dividend Yield Atual do FII vs. Segmento)
- Momentum (Nova Emissão, Taxa Ocupação Atual vs. Tendência nos próximos 12 meses, Valor dos Rendimentos Atuais vs. Projeção 12 meses, Valuation)

Tabela 1: Metodologia Proposta (FIIs Escritórios, Logístico/Industrial e Híbridos)

Padrão Ativos/ Portfólio Imóveis	Pontuação (1 a 10):
	<p style="text-align: center;">A- Padrão Construtivo do Portfólio</p> <p style="text-align: center;">100% da ABL (Classe AAA ou AA): 10</p> <p style="text-align: center;">Entre 70% e 100% da ABL (Classe AAA ou AA): 8</p> <p style="text-align: center;">Entre 50% a 70% da ABL (Classe AAA ou AA): 7</p> <p style="text-align: center;">Entre 30% e 50% da ABL (Classe AAA ou AA): 5</p> <p style="text-align: center;">Entre 10% e 30% da ABL (Classe AAA ou AA): 3</p> <p style="text-align: center;">Abaixo de 10% da ABL (Classe AAA ou AA) e Demais: 1</p> <p style="text-align: center;">Obs.: Para a pontuação do FII nesse atributo, foi utilizada a metodologia de classificação da Buildings, empresa brasileira especializada em pesquisa imobiliária corporativa.</p>

<p>Perfil dos Inquilinos</p>	<p>Pontuação (1 a 10):</p> <p>B- Porte*: Empresas S.A. (Capital Aberto): 10 / Empresas S.A. (Capital Fechado): 5 / Empresas Ltda. 3</p> <p>* Predominância em relação às receitas do FII</p> <p>C- Qualidade Crédito (Rating Escala Local): Se > 70% com Rating AAA a A-: 10 / Se 50% a 70% com Rating AAA a A-: 7; Se 0% a 50% com Rating AAA a A-: 5; Somente Rating BBB+ a B-: 3; Somente CCC ou abaixo / Sem Rating: 1</p> <p>D- Diversificação: Acima de 15 Inquilinos: 10 / Entre 11 e 15 Inquilinos: 7 / Entre 6 e 10 Inquilinos: 5 / Entre 2 e 5 Inquilinos: 3 / Somente 1 Inquilino: 1</p>
<p>Localização</p>	<p>Pontuação (1 a 10):</p> <p>E- Mercado: Vacância < 5%: 10 / Vacância entre 5% e 10%: 7 / Vacância entre 10% e 20%: 5 / Vacância entre 20% e 30%: 3 / Vacância > 30%: 1</p> <p>F- Diversificação Geográfica: <10% da Receita do FII em uma região: 10 / Entre 10 e 30% da Receita do FII em uma região: 7 / Entre 30% e 50% da Receita do FII em uma região: 5 / Entre 50 e 70% da Receita do FII em uma região: 3 / > 70% da Receita do FII em uma região: 1</p> <p>G- Novo Estoque Áreas: Previsão 12 meses +0 e 5% da ABL Atual: 10 / Previsão 12 meses entre 5 e 10% da ABL Atual: 7 / Previsão 12 meses entre 10 e 15% da ABL Atual: 5 / Previsão 12 meses entre 15 e 25% da ABL Atual: 3 / Acima de 25% da ABL Atual: 1</p>
<p>Ciclo de Vencimento / Revisionais de Contratos</p>	<p>Pontuação (1 a 10):</p> <p>H- Valor Locação Atual vs. Valor de Mercado: Se >1,15: 1 / Entre 1,05 e 1,15: 3 / Entre 0,95 e 1,05: 5 / Entre 0,85 e 0,95: 7 / Abaixo de 0,85: 10</p> <p>I- WAULT (Weighted Average of Unexpired Lease Term - Média Ponderada do Prazo dos Contratos dos Aluguéis pela Receita Vigente de Aluguel Próprio): WAULT < 2 Anos: 1 / WAULT 2 a 3 Anos: 3 / WAULT: 3 a 5 Anos: 5 / WAULT: 5 a 7 Anos: 7 / WAULT > 7 Anos: 10</p>

<p>Gestão e Governança</p>	<p>Pontuação (1 a 10):</p> <p>J- Histórico/Expertise Gestão: Até 3 Anos: 1 / Entre 3 e 5 Anos: 3 / Entre 5 e 10 Anos: 5 / Entre 10 e 15 Anos: 7 / Acima de 15 Anos: 10</p> <p>K- Estrutura Área de Relações c/ Investidores: Somente Documentos CVM: 1 / Site Exclusivo: +3 / Webcast, Podcasts: +2 / Qualidade e Detalhamento dos Relatórios: +2 / Disclosure Informações e Planilha de Fundamentos: +2</p>
<p>Dividend Yield Atual (Current)</p>	<p>Pontuação (1 a 10):</p> <p>L- Prêmio do Dividend Yield Atual (Current) vs. Segmento</p> <p>Dividend Yield Anualizado FII > Dividend Yield Anualizado Segmento (100 bps ou +): 10</p> <p>Dividend Yield Anualizado FII > Dividend Yield Anualizado Segmento (Entre 50 e 100 bps): 7</p> <p>Dividend Yield Anualizado FII = Dividend Yield Anualizado Segmento: 5</p> <p>Dividend Yield Anualizado FII < Dividend Yield Anualizado Segmento: 3</p> <p>Dividend Yield Zero: 1</p>
<p>Momentum</p>	<p>Pontuação (1 a 10):</p> <p>M- Nova Emissão (Valor Cota Emissão vs Valor Mercado Cota): Se 0,85 ou Menor: 1 / Entre 0,85 e 0,90: 3 / Entre 0,90 e 0,95: 5 / Entre 0,95 e 1: 7 / Acima de 1: 10</p> <p>N- Taxa Ocupação Atual do Portfólio vs. Tendência Próx. 12 meses: Se Taxa Ocupação Atual Portfólio > Tendência Próx. 12 meses: 5 / Se Taxa Ocupação Atual < Tendência Próx. 12 meses: 10</p> <p>O- Valor dos Rendimentos Atuais vs. Projeção 12 meses: Se Se Valor Rendimentos Atuais > Tendência Próx. 12 meses: 5 / Se Valor Rendimentos Atuais = Tendência Próx. 12 meses: 7 / Se Valor Rendimentos Atuais < Tendência Próx. 12 meses: 10</p> <p>P- Valuation (Preço/Valor Patrimonial): Se P/VP acima de 1,3: 1 / Se P/VP entre 1,15 e 1,3: 3 / Se P/VP entre 1 e 1,15: 5 / Se P/VP entre 0,85 e 1: 7 / Se P/VP abaixo de 0,85: 10</p>

Fonte: Autor

Nos FIIs que alocam recursos em títulos com lastro no mercado imobiliário, especialmente CRIs – Certificados de Recebíveis Imobiliários, totalizando 16 Fundos analisados, utilizou-se 7 (sete) principais grupos de atributos para definição do rating:

- Rating dos Devedores/Garantidores (Qualidade de Crédito)
- Perfil das Garantias (Garantia real de imóveis ou de cotas / ações do veículo detentor do imóvel lastro + Fundos de Reserva)
- Quantidade de Setores dos Ativos-Garantia (ex. Escritórios, Logístico, Shoppings/Varejo, Residencial, Loteamento, Hotel, Multipropriedades)
- Loan-to-value (relação saldo devedor do crédito vs. valor de avaliação do imóvel/garantia)
- Gestão e Governança (Histórico/Expertise da Gestão, Estrutura da área de RI)
- Dividend Yield (Prêmio do Dividend Yield Atual do FII vs. Segmento)
- Momentum (Nova Emissão, Expectativa para os Indexadores dos Títulos em Carteira (12 meses), Valor dos Rendimentos Atuais vs. Projeção 12 meses, Valuation)

Tabela 2: Metodologia Proposta (FIIs de Ativos Financeiros)

Rating dos Devedores/Garantidores	<p>Pontuação (1 a 10):</p> <p>A- Qualidade Crédito (Rating Escala Local):</p> <p>Se > 50% com Rating AAA a A-: 10</p> <p>Se 30% a 50% com Rating AAA a A-: 7</p> <p>Se 0% a 30% com Rating AAA a A-: 5</p> <p>Somente Rating BBB+ a B-: 3</p> <p>Somente CCC ou abaixo / Sem Rating: 1</p>
Perfil das Garantias	<p>Pontuação (1 a 10):</p> <p>B- Qualidade das Garantias:</p> <p>Se > 80% com Garantia Real* + Fundo de Reserva: 10</p> <p>Entre 50% e 80% com Garantia Real* + Fundo de Reserva: 7</p> <p>Entre 30% e 50% com Garantia Real* + Fundo de Reserva: 5</p> <p>Entre 0 e 30% com Garantia Real* + Fundo de Reserva: 3</p> <p>Sem Garantia Real*: 1</p> <p>* AF (Alienação Fiduciária), CF (Cessão Fiduciária)</p>
Diversificação por Segmento	<p>Pontuação (1 a 10):</p> <p>C- Quantidade de Setores dos Ativos-Garantia (ex. Escritórios, Logístico, Shoppings/Varejo, Residencial, Loteamento, Hotel,</p>

	<p>Multipropriedades,...)</p> <p>Somente 1 Segmento: 1</p> <p>2 Segmentos: 3</p> <p>3 Segmentos: 5</p> <p>4 Segmentos: 7</p> <p>5 Segmentos ou mais: 10</p>
Loan-to-Value	<p>Pontuação (1 a 10):</p> <p>D- Loan-to-value (relação saldo devedor do crédito vs. valor de avaliação do imóvel/garantia) ponderado do portfólio de CRIs:</p> <p>Acima de 90%: 1</p> <p>Entre 80% e 90%: 3</p> <p>Entre 70% e 80%: 5</p> <p>Entre 50 e 70%: 7</p> <p>Abaixo de 50%: 10</p>
Gestão e Governança	<p>Pontuação (1 a 10):</p> <p>E- Histórico/Expertise Gestão: Até 3 Anos: 1 / Entre 3 e 5 Anos: 3 / Entre 5 e 10 Anos: 5 / Entre 10 e 15 Anos: 7 / Acima de 15 Anos: 10</p> <p>F- Estrutura Área de Relações c/ Investidores: Somente Documentos CVM: 1 / Site Exclusivo: +3 / Webcast, Podcasts: +2 / Qualidade e Detalhamento dos Relatórios: +2 / Disclosure Informações e Planilha de Fundamentos: +2</p>
Dividend Yield Atual (Current)	<p>Pontuação (1 a 10):</p> <p>G- Prêmio do Dividend Yield Atual (Current) vs. Segmento</p> <p>Dividend Yield Anualizado FII > Dividend Yield Anualizado Segmento (100 bps ou +): 10</p> <p>Dividend Yield Anualizado FII > Dividend Yield Anualizado Segmento (Entre 50 e 100 bps): 7</p> <p>Dividend Yield Anualizado FII = Dividend Yield Anualizado Segmento: 5</p> <p>Dividend Yield Anualizado FII < Dividend Yield Anualizado Segmento: 3</p> <p>Dividend Yield Zero: 1</p>

Momentum	Pontuação (1 a 10):
	H- Novas Emissões (Valor Cota Emissão vs Valor Mercado Cota): Se 0,85 ou Menor: 1 / Entre 0,85 e 0,90: 3 / Entre 0,90 e 0,95: 5 / Entre 0,95 e 1: 7 / Acima de 1: 10
	I- Expectativa para os Indexadores dos Títulos em Carteira (12 meses): Se Projeção dos Indexadores < Nível Atual: 5 / Se Projeção dos Indexadores > Nível Atual: 10
	J- Valor dos Rendimentos Atuais vs. Projeção 12 meses: Se Valor Rendimentos Atuais > Tendência Próx. 12 meses: 5 Se Valor Rendimentos Atuais < Tendência Próx. 12 meses: 7 Se Valor Rendimentos Atuais < Tendência Próx. 12 meses: 10
	K- Valuation (Preço/Valor Patrimonial): Se P/VP acima de 1,3: 1 / Se P/VP entre 1,15 e 1,3: 3 / Se P/VP entre 1 e 1,15: 5 / Se P/VP entre 0,85 e 1: 7 / Se P/VP abaixo de 0,85: 10

Fonte: Autor

O estudo apresenta um back test para avaliar o comportamento da performance dos FIIs analisados (classificação por quartil de rating) nos últimos 12, 24 e 36 meses (até janeiro/2021) em comparação com os resultados medidos pelo IFIX (benchmark), incluindo o % de meses com performance acima do índice de referência, retornos totais acumulados, volatilidade anualizada (risco) e excesso de retorno.

Adicionalmente, foi elaborada uma matriz relacionando os ratings dos FIIs analisados com a precificação de suas cotas no mercado (valor de mercado da cota versus valor patrimonial da cota – P/VP) com o objetivo de buscar identificar oportunidades de alocação em FIIs que tenham um rating elevado, mas que estejam sendo precificados com deságio. Assim como em uma possível realocação/venda de FIIs presentes em um portfólio atual, considerando aqueles com rating menor.

4- RESULTADOS E DISCUSSÕES

Na análise dos 24 FIIs que detêm propriedades e/ou participações em imóveis diretamente (Escritórios, Logístico/Industrial e Híbridos), o Fundo com maior pontuação (rating) do estudo foi o FII TRX Real Estate (TRXF11) e aquele com menor rating atribuído foi o FII Alianza Renda Imobiliária (ALZR11).

Tabela 3: Classificação (Rating) / FIIs de Escritórios, Logístico/Industrial e Híbridos

Código	FII	Pontuação Total Rating	Quartil
TRXF11	FII TRX REAL ESTATE	127,0	Q1
BTLG11	FII BTG PACTUAL LOGÍSTICA	121,0	Q1
HGRU11	FII CSHG RENDA URBANA	119,0	Q1
VILG11	FII VINCI LOGÍSTICA	117,0	Q1
BRCO11	FII BRESKO LOGÍSTICA	114,0	Q1
VINO11	FII VINCI OFFICES	113,0	Q1
KNRI11	FII KINEA RENDA IMOBILIÁRIA	111,0	Q2
BRCR11	FII BTG CORPORATE OFFICE FUND	108,0	Q2
JSRE11	FII JS REAL ESTATE MULTIGESTÃO	106,0	Q2
HGLG11	FII CSHG LOGÍSTICA	105,0	Q2
XPLG11	FII XP LOG	104,0	Q2
QAGR11	FII QUASAR AGRO	101,0	Q2
SDIL11	FII SDI RIO BRAVO RENDA LOGÍSTICA	101,0	Q3
LVBI11	FII VBI LOGÍSTICO	100,0	Q3
HGRE11	FII CSHG REAL ESTATE	98,0	Q3
GTWR11	FII GREEN TOWERS	98,0	Q3
XPIN11	FII XP INDUSTRIAL	97,0	Q3
RECT11	FII REC RENDA IMOBILIÁRIA	96,0	Q3
RCRB11	FII RIO BRAVO RENDA CORPORATIVA	96,0	Q4
XPPR11	FII XP PROPERTIES	95,0	Q4
RBRP11	FII RBR PROPERTIES	93,0	Q4
BBPO11	FII BB PROGRESSIVO II	92,0	Q4
ALZR11	FII ALIANZA RENDA IMOBILIÁRIA	85,0	Q4
GGRC11	FII GGR COVEPI RENDA	83,0	Q4

Fonte: Autor

Para a análise de performance, os FIIs foram divididos em 4 grupos (quartis), sendo os do 1º Quartil (Q1) aqueles com maior rating atribuído e os do 4º Quartil (Q4), os de menor rating. A Tabela 2 a seguir indica o % de meses em que cada um dos grupos teve performance acima do IFIX (*benchmark*). Sob esse aspecto, o estudo mostrou que os FIIs do 1º Quartil de rating

obtiveram resultados consistentemente melhores que os FIIs do 4º Quartil (58% vs. 48% em 36 meses, 59% vs. 47% em 24 meses e 60% vs. 54% em 12 meses).

Tabela 4: % Meses com performance acima do IFIX, por Quartil /
FIIs de Escritórios, Logístico/Industrial e Híbridos

	% Meses acima do IFIX		
	36 Meses	24 Meses	12 Meses
1º Quartil	58%	59%	60%
2º Quartil	51%	51%	47%
3º Quartil	51%	51%	51%
4º Quartil	48%	47%	54%

Fonte: Autor e Quantum-axis (períodos de análise até janeiro/2021)

Com o objetivo de aprofundar a análise de performance, foi apurado o retorno, volatilidade e excesso de retorno frente ao IFIX de portfólios hipotéticos formados por FIIs dos Quartis 1 a 4 (considerou-se participações/pesos iguais nos Fundos de cada Quartil). O portfólio de FIIs do 1º Quartil apresentou um retorno total de +6,7% nos últimos 12 meses, +50,0% nos últimos 24 meses e +86,9% nos últimos 36 meses (que representam um excesso de retorno frente ao IFIX de +13,1%, +30,0% e +60,5%, respectivamente). No portfólio de FIIs do 4º Quartil, os retornos totais foram de -2,1% nos últimos 12 meses, +26,6% nos últimos 24 meses e +22,5% nos últimos 36 meses (que representam um excesso de retorno frente ao IFIX de +4,3%, +6,5% e -3,9%, respectivamente).

Tabela 5: Retorno e Volatilidade dos Portfólios vs. IFIX, por Quartil / FIIs de Escritórios,
Logístico/Industrial e Híbridos

	Retorno Portfólio	Volatilidade Portfólio	Últimos 12 Meses		
			Retorno IFIX	Volatilidade IFIX	Excesso Retorno (Port. vs. IFIX)
1º Quartil	6,7%	22,2%	-6,4%	20,1%	13,1%
2º Quartil	-5,5%	22,0%	-6,4%	20,1%	0,9%
3º Quartil	-4,6%	22,9%	-6,4%	20,1%	1,8%
4º Quartil	-2,1%	24,0%	-6,4%	20,1%	4,3%

	Retorno Portfólio	Volatilidade Portfólio	Últimos 24 Meses		
			Retorno IFIX	Volatilidade IFIX	Excesso Retorno (Port. vs. IFIX)
1º Quartil	50,0%	24,1%	20,1%	14,6%	30,0%
2º Quartil	29,0%	21,2%	20,1%	14,6%	8,9%
3º Quartil	26,4%	24,3%	20,1%	14,6%	6,3%
4º Quartil	26,6%	18,2%	20,1%	14,6%	6,5%

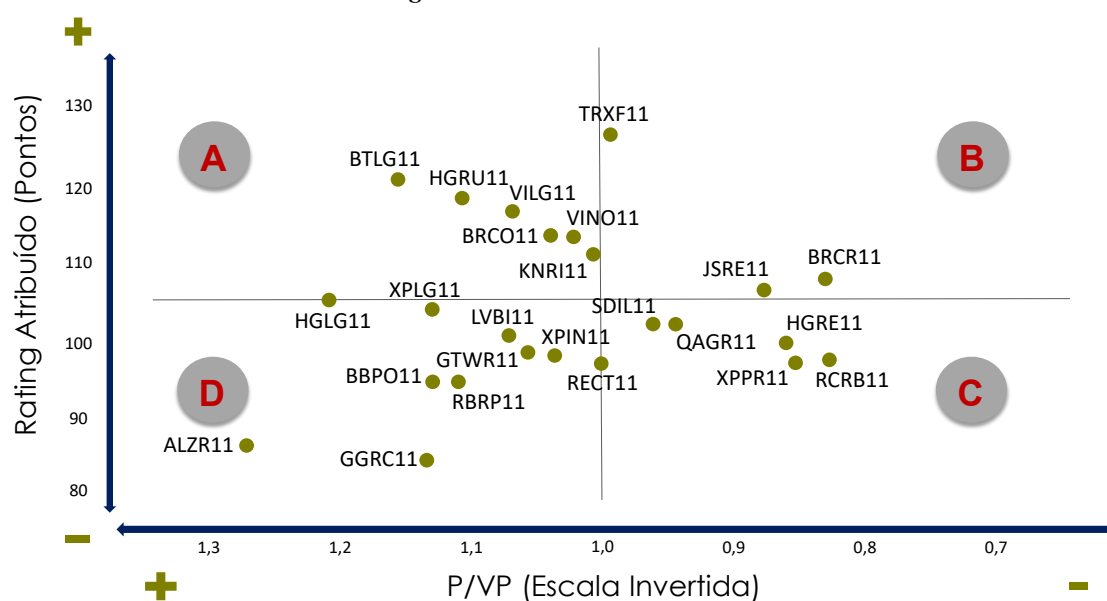
	Últimos 36 Meses				
	Retorno Portfólio	Volatilidade Portfólio	Retorno IFIX	Volatilidade IFIX	Excesso Retorno (Port. vs. IFIX)
1º Quartil	86,9%	23,6%	26,4%	12,3%	60,5%
2º Quartil	34,3%	20,8%	26,4%	12,3%	7,9%
3º Quartil	36,7%	28,2%	26,4%	12,3%	10,3%
4º Quartil	22,5%	16,6%	26,4%	12,3%	-3,9%

Fonte: Autor (períodos de análise até janeiro/2021) e Quantum-axis. Volatilidade anualizada dos retornos em períodos mensais.

Em termos de volatilidade, os portfólios de FIIs nos diversos quartis apresentaram uma volatilidade maior que o IFIX, o que poderia ser explicado pela menor diversificação de cada um dos Quartis, formado por 6 FIIs somente, enquanto o IFIX é um portfólio hipotético mais diversificado (na composição atual do índice válida de janeiro a abril/2021, há 87 FIIs), que representa o próprio risco sistêmico do mercado de FIIs no Brasil. Ainda assim, nos períodos analisados, especialmente o portfólio de FIIs com maior rating atribuído (1º Quartil), conseguiu entregar uma boa relação risco x retorno nos períodos analisados.

De forma a facilitar a identificação de oportunidades de alocação em FIIs que tenham um *rating* elevado, mas que estejam sendo precificados com deságio, foi elaborada uma matriz relacionando os ratings dos FIIs analisados com a precificação de suas cotas no mercado (valor de mercado da cota versus valor patrimonial da cota – P/VP). Por outro lado, a matriz também poderia ser utilizada com o objetivo de alguma realocação/venda de FIIs presentes em um portfólio atual, considerando o rating atribuído e a precificação do Fundo no mercado secundário.

Figura 1: Rating Atribuído vs. P/VP (Preço/Valor Patrimonial) para FIIs de Escritórios, Logístico/Industrial e Híbridos



Fonte: Autor, Broadcast+ e Quantum-axis (Data-base P/VP: 29/01/2021)

Os FIIs localizados nos Quadrantes A e B da matriz são aqueles com maior rating atribuído, enquanto os posicionados nos Quadrantes C e D, os de menor rating. Em uma visão tática de alocação, os FIIs localizados no Quadrante B, precificados com deságio na relação P/VP e com maiores ratings, poderiam ser classificados como oportunidades de compra. Já os do Quadrante A, seria recomendável que fosse feito um monitoramento da alocação (ainda que com melhores ratings, quanto maior a relação de P/VP, mais “caro” um FII poderia ser classificado). No Quadrante D temos os Fundos com menores rating, que dependendo do ágio das cotas do FII na relação P/VP, pode indicar uma oportunidade de venda da posição. Nos FIIs posicionados no Quadrante C, temos aqueles sendo negociados com deságio, que dependendo do rating atribuído (quanto maior melhor), pode significar uma oportunidade de compra para os investidores que acreditem na redução do deságio da relação P/VP desses a médio/longo prazos.

Na análise dos 16 FIIs que alocam recursos em títulos com lastro no mercado imobiliário, especialmente CRIs – Certificados de Recebíveis Imobiliários, o Fundo com maior pontuação (rating) do estudo foi o FII Kinea Rendimentos Imobiliários (KNCR11) e aquele com menor rating atribuído foi o FII Iridium (IRDM11).

Tabela 6: Classificação (Rating) / FIIs de Ativos Financeiros (CRIs)

Código	FII	Pontuação Total - Rating	Quartil
KNCR11	FII KINEA RENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS	88,0	Q1
CVBI11	FII VBI CRI	86,0	Q1
RBRR11	FII RBR RENDIMENTO HIGH GRADE	84,0	Q1
SADI11	FII SANTANDER PAPÉIS IMOBILIÁRIOS CDI	84,0	Q1
KNIP11	FII KINEA INDICE DE PREÇOS	83,0	Q2
VGIR11	FII VALORA RE III	83,0	Q2
KNHY11	FII KINEA HIGH YIELD CRI	81,0	Q2
XPCI11	FII XP CRÉDITO IMOBILIÁRIO	80,0	Q2
MXRF11	FII MAXI RENDA	79,0	Q3
HGCR11	FII CSHG RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	78,0	Q3
MCCI11	FII MAUÁ CAPITAL RECEB. IMOBILIÁRIOS	76,0	Q3
RECR11	FII REC RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	72,0	Q3
HABT11	FII HABITAT II	70,0	Q4
VRTA11	FII FATOR VERITA	70,0	Q4
HCTR11	FII HECTARE CRÉDITO ESTRUTURADO	52,0	Q4
IRDM11	FII IRIDIUM	52,0	Q4

Fonte: Autor

Da mesma forma que os FIIs de que detém imóveis diretamente, os Fundos de Ativos Financeiros (CRIs) foram divididos em 4 grupos (quartis), sendo os do 1º Quartil (Q1) aqueles com maior rating atribuído e os do 4º Quartil (Q4), os de menor rating. As Tabelas 5 e 6 a seguir indicam o %

de meses em que cada um dos grupos teve performance acima do IFIX (benchmark) e a apuração da rentabilidade, volatilidade e excesso de retorno frente ao IFIX de portfólios hipotéticos formados por FIIs de cada quartil (considerou-se participações/pesos iguais). A análise mostrou que os FIIs do 1º Quartil de rating obtiveram resultados inferiores aos FIIs dos 2º, 3º e 4º Quartis.

Tabela 7: % Meses com performance acima do IFIX, por Quartil /
FIIs de Ativos Financeiros (CRIs)

	% Meses acima do IFIX		
	36 Meses	24 Meses	12 Meses
1º Quartil	43%	42%	52%
2º Quartil	53%	55%	58%
3º Quartil	56%	55%	62%
4º Quartil	66%	67%	71%

Fonte: Autor e Quantum-axis (períodos de análise até janeiro/2021)

Tabela 8: Retorno e Volatilidade dos Portfólios vs. IFIX, por Quartil / FIIs de Ativos Financeiros (CRIs)

	Últimos 12 Meses				Excesso Retorno (Port. vs. IFIX)
	Retorno Portfólio	Volatilidade Portfólio	Retorno IFIX	Volatilidade IFIX	
1º Quartil	-0,7%	19,8%	-6,4%	20,1%	5,7%
2º Quartil	0,6%	19,5%	-6,4%	20,1%	7,0%
3º Quartil	5,4%	18,9%	-6,4%	20,1%	11,8%
4º Quartil	30,0%	18,4%	-6,4%	20,1%	36,4%

	Últimos 24 Meses				Excesso Retorno (Port. vs. IFIX)
	Retorno Portfólio	Volatilidade Portfólio	Retorno IFIX	Volatilidade IFIX	
1º Quartil	0,2%	18,6%	20,1%	14,6%	-19,9%
2º Quartil	14,7%	19,7%	20,1%	14,6%	-5,4%
3º Quartil	29,2%	19,1%	20,1%	14,6%	9,1%
4º Quartil	79,3%	17,0%	20,1%	14,6%	59,2%

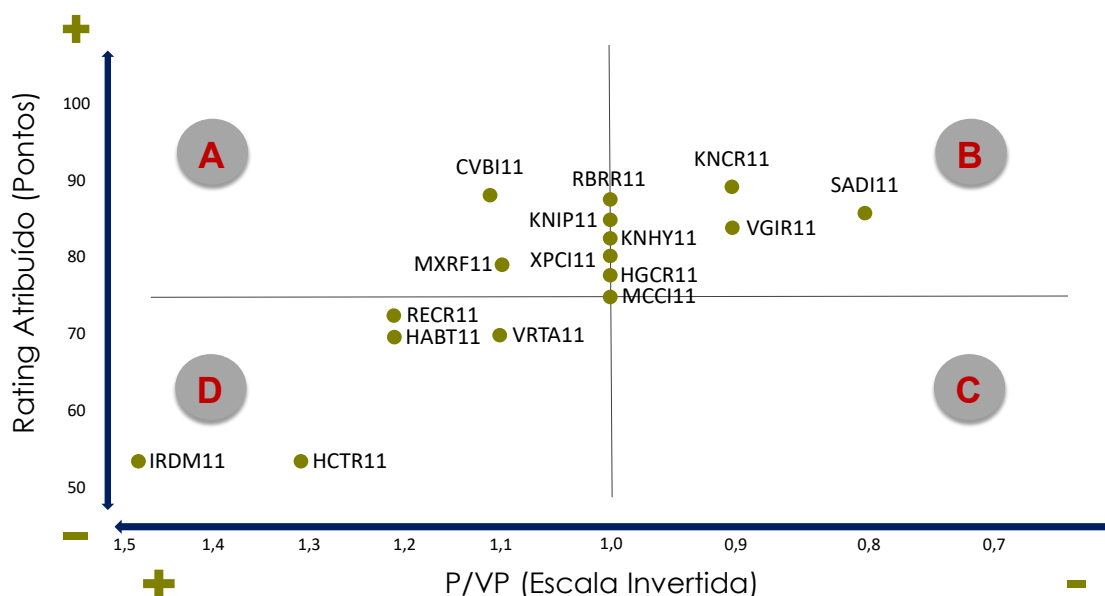
	Últimos 24 Meses				Excesso Retorno (Port. vs. IFIX)
	Retorno Portfólio	Volatilidade Portfólio	Retorno IFIX	Volatilidade IFIX	
1º Quartil	0,5%	18,8%	26,4%	12,3%	-25,9%
2º Quartil	33,5%	12,8%	26,4%	12,3%	7,1%
3º Quartil	57,6%	19,1%	26,4%	12,3%	31,2%
4º Quartil	60,6%	21,8%	26,4%	12,3%	34,2%

Fonte: Autor (períodos de análise até janeiro/2021) e Quantum-axis. Volatilidade anualizada dos retornos em períodos mensais.

Dentre as hipóteses para esse comportamento inverso em relação aos que haviam sido observados nos FIIs que investem em imóveis (em que quanto maior o *rating*, maior a consistência de retornos frente ao IFIX nos diversos períodos analisados) pode ser a performance destacada do segmento

de Ativos Financeiros (Recebíveis) no passado recente, mesmo em um cenário desafiante da pandemia do Covid-19. A rentabilidade dos FIIs do segmento em 2020 foi de +1,71% (vs. -10,24% do IFIX no mesmo período). Além de mostrar-se como um segmento mais defensivo em relação aos FIIs que alocam recursos diretamente em imóveis (menor volatilidade pode ser observada na comparação das Tabelas 3 e 6), ainda tem sido influenciado positivamente pela alta dos índices de preços que servem de indexador de correção de parte das carteiras de recebíveis (em 2020, o IGP-M teve alta de +23,14%, o IGP-DI de +23,08% e o IPCA, +4,52%). O efeito dessa elevação dos índices de inflação é direto nos rendimentos distribuídos aos cotistas, especialmente nos Fundos que possuem uma carteira maior concentração de títulos indexados à inflação. Esse movimento de elevação dos rendimentos pode ter influenciado positivamente no fluxo de recursos para o segmento, fazendo com que alguns FIIs do segmento atualmente estejam sendo negociados com ágio relevante na relação Preço/Valor Patrimonial (P/VP), como pode ser observado na Matriz 2 abaixo. Como exemplos de Fundos nessa situação, podemos citar o FII Iridium (IRDM11) e o FII Hectare Crédito Estruturado (HCTR11), FIIs com menor rating atribuído pela metodologia de classificação, mas que tiveram performance de +45,8% e +62,0% respectivamente, nos últimos 12 meses até janeiro/2021 (vs. IFIX de -6,39% no período).

Figura 2: Rating Atribuído vs. P/VP (Preço/Valor Patrimonial) para FIIs de Ativos Financeiros (CRIs)



Fonte: Autor, Broadcast+ e Quantum-axis (Data-base P/VP: 29/01/2021)

Do outro lado, os FIIs com carteira de recebíveis atrelados ao CDI, que em 2020 acumulou uma rentabilidade de +2,75% dada ao cenário de taxa Selic nas mínimas históricas observadas,

apresentam cotas bastante descontadas na relação P/VP (um exemplo desse efeito é o FII Kinea Rendimentos – KNCR11, o terceiro maior FII do Brasil em valor de mercado com R\$ 3,46 bilhões ao final de janeiro/2021, cujas cotas no mercado secundário na B3 são negociadas com deságio de quase 10% (ou 0,90 no indicador P/VP), e que possui carteira majoritariamente alocada em recebíveis atrelados ao CDI.

Os resultados da análise nos FIIs de Ativos Financeiros (CRIs) sugerem a oportunidade de agregar à metodologia de classificação (*Rating*) para os FIIs desse segmento, outros aspectos como por exemplo, o fluxo de volume negociado no mercado secundário (que poderia ser visto como um “termômetro” do sentimento dos investidores no curto prazo), ou mesmo revisar/dar maior peso a critérios como o *Prêmio do Dividend Yield Atual (Current)* vs. Segmento e também ao *Momentum* de cada Fundo. Adicionalmente, dado que a dinâmica e evolução dos atributos de qualquer FII não são fixos ao longo do tempo, havendo a possibilidade de mudanças no seu portfólio, no comportamento dos preços de locação, entrega de novas áreas, demanda por espaços e nos outros critérios propostos na metodologia, se faz necessário agregar uma visão histórica dos ratings (não necessariamente o rating atual de um FII é o mesmo de períodos passados), para testar a capacidade preditiva do modelo de classificação proposto para os FIIs, incluindo novos testes estatísticos para refinamento da modelagem.

Outra evolução futura ao modelo de *rating* seria também agregar na metodologia: (I) atributos e classificação para os FIIs do segmento de Shoppings/Varejo, que seguem uma dinâmica particular (cíclica) e bastante ligada a aspectos como o comportamento de consumo, crescimento econômico, renda e emprego e própria dominância na região em que os empreendimentos estão localizados, de uma forma distinta em relação aos demais segmentos avaliados nesse trabalho; e (II) classificação para o segmento de Fundos de FIIs (FoFs), veículos que alocam recursos em cotas de outros FIIs, com o objetivo de permitir o acesso a uma carteira diversificada de Fundos Imobiliários por meio de um veículo apenas, cuja discricionariedade da alocação é da equipe de gestão do Fundo.

Por fim, a metodologia apresentada nesse estudo não tem a pretensão de ser definitiva e tampouco a única a ser observada pelos investidores na alocação de recursos em Fundos Imobiliários. O principal objetivo é propor de forma mais acessível, critérios importantes (não somente o último dividendo distribuído) que deveriam ser avaliados pelos investidores no momento da decisão de investimento em Fundos Imobiliários, cada vez mais presentes nos portfólios tanto de investidores pessoas físicas, como de investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de renda variável e multimercados, seguradoras).

5- REFERÊNCIAS

- BRITO, Nathalie Gabrielli de Souza. Identificação de um conjunto de informações mínimas requeridas para fundamentar as decisões de investimento em fundos de investimento imobiliário com foco em edifícios de escritório para locação. 2018. Dissertação (Mestrado) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.
- CLAYTON, Jim; MACKINNON, Greg. What drives equity REIT returns? The relative influences of bond, stock and real estate factors. In: American Real Estate and Urban Economics Association Meeting, Boston, MA. 2000.
- FERREIRA, Fernanda Maria. Fundos de investimento imobiliário-governança corporativa. 2011. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.
- IHS MARKIT. New construction opportunities for the REIT model. 2019. Disponível em: <https://ihsmarkit.com/research-analysis/new-construction-opportunities-for-the-reit-model.html>. Acessado em: 15/01/2021.
- LIMA, João da Rocha; DE ALENCAR, Cláudio Tavares. Os atributos do mercado brasileiro de empreendimentos de base imobiliária para captar recursos de investidores estrangeiros. Latin American Real Estate Society (LARES), 2006.
- MUGNAINI, Alexandre et al. Análise da eficiência e mercado e performance de fundos de investimentos imobiliários negociados na Bovespa. Revista Capital Científico-Eletrônica (RCCe)-ISSN 2177-4153, v. 6, n. 1, p. 65-86, 2008.
- PORTO, Paola Torneri. Método para gestão de portfólios de investimentos em edifícios de escritórios para locação no Brasil. 2010. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.
- ROCHA, LIMA JR; DECISÃO, J. J. Decidir sobre investimentos no setor da construção civil. São Paulo: EPUSP, 1998.
- TAKAOKA, Marcelo Vespoli. Ativos para a geração de renda mensal de longo prazo: fatores preponderantes para a decisão de investimento, expectativas dos investidores e ferramentas de avaliação. 2017. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.