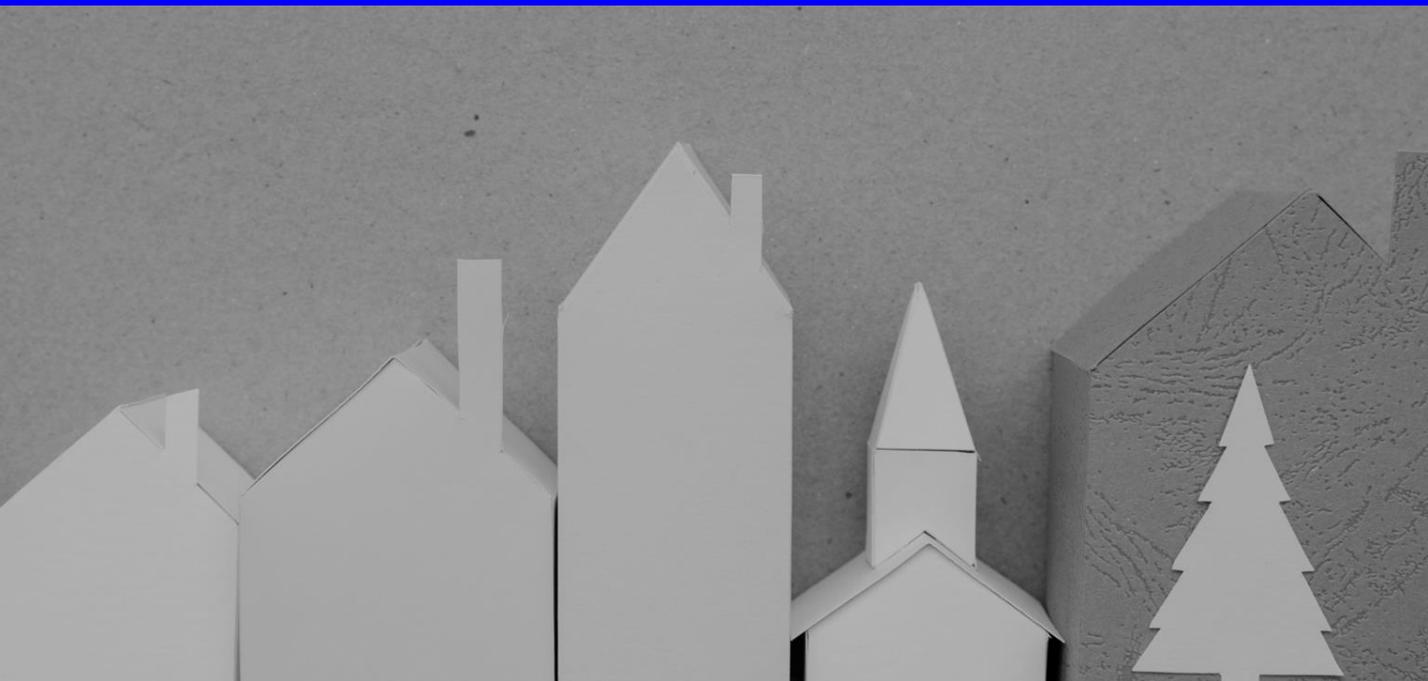


As oportunidades dos FIIs de Papel com investimento em Tijolo



O mundo dos investimentos pode ser intimidador para muitas pessoas, e a falta de conhecimento pode fazer com que muitas fujam das **alternativas mais rentáveis**, até mesmo quando o risco delas é semelhante.

Os fundos de investimento vêm para facilitar as decisões de alocação, com a proposta de incluir em seus portfólios os melhores ativos dentro de um determinado segmento. Dentre os muitos tipos, focados em diferentes mercados, os **fundos de investimento imobiliário (FII)** reúnem ativos como imóveis residenciais e comerciais prontos ou em construção, e investimentos em ativos financeiros ligados a imóveis, como certificados de recebíveis imobiliários (CRIs). Eles têm a característica marcante de distribuir os retornos mensalmente na forma de **dividendos**: uma renda depositada na conta do investidor que é proporcional à quantidade de cotas adquiridas. As cotas são "partes" do fundo, que garantem o recebimento dos dividendos.

Mas o que são CRIs?¹

Por ora, vamos nos concentrar nos **FIIs de "papel"**, aqueles que investem no mínimo dois terços em CRIs², em oposição aos **FIIs de "tijolo"**, que investem predominantemente nos imóveis.

1. B3. Títulos Privados. Certificados de Recebíveis Imobiliários. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt-br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/certificados-de-recebiveis-imobiliarios.html>

2. ANBIMA, Código de Administração de Recursos de Terceiros. Anexo VI. 11 ago. 2023. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/C1/54/FE/D4/C16E9810E03FBD98B82BA2A8/1.%20Anexo%20VI%20FII-AP_11.08.23.pdf

Suponha que uma incorporadora está construindo um prédio residencial e tem a necessidade de adiantar parte dos recursos para financiar a obra; uma opção é buscar esses recursos no [mercado de capitais](#). Para isso, com a ajuda de uma securitizadora³, ela transforma parte dos imóveis vendidos na planta ou durante a construção, bem como as promessas de pagamento dos clientes, num certificado. Esse [certificado de recebíveis imobiliários \(CRI\)](#) pode ser comercializado no mercado de capitais com uma data de vencimento para o pagamento do principal, e uma [taxa mensal de retorno - geralmente atrelada a um índice ou taxa básica como o IPCA e o CDI](#).

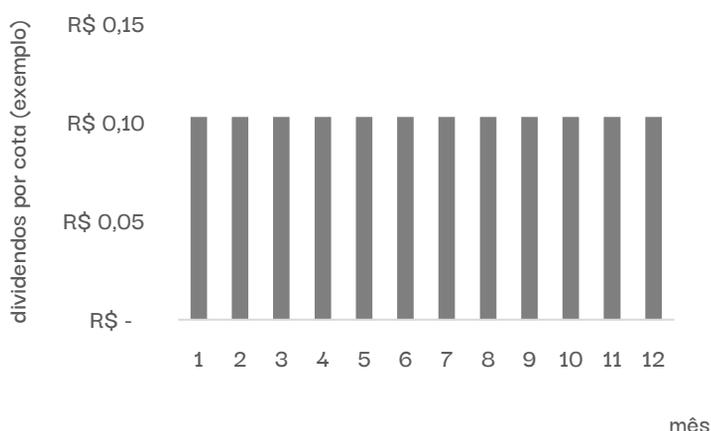
O investimento em CRIs possui duas vantagens principais: [previsibilidade do fluxo de caixa futuro](#), uma vez que ele é formado pelos pagamentos mensais que estão sendo feitos pelos mutuários à incorporadora; e [isenção de imposto de renda sobre os rendimentos \(para pessoas físicas\)](#). A principal desvantagem é o difícil acesso por investidores pessoas físicas não qualificados, já que o valor médio unitário de cada CRI gira em torno de R\$ 300.000,00, e é necessário ter conhecimento do mercado imobiliário para compreender o risco da operação, uma vez que, na prática, o pagamento vai diretamente da incorporadora para o investidor.

Com os FIIs que investem em CRIs, qualquer investidor pessoa física pode comprar uma cota, cujo valor é muito menor do que o de um CRI, com [a vantagem adicional de diversificar os riscos](#) já que um fundo investe em muitos CRIs diferentes. Além disso, esses fundos são regulamentados, e se propõe a reunir profissionais qualificados para selecionar CRIs seguros e de bom retorno.

Como rendem os FIIs de papel?

Como títulos de renda fixa, os CRIs pagam rendimentos mensais de acordo com uma taxa de juros real predefinida, mais o pagamento do principal ao longo do período de vencimento. Sendo assim, depois que o portfólio é construído, [os dividendos mensais do fundo que investe exclusivamente em CRIs são aproximadamente constantes](#). Considerando um cota de R\$ 10,00, nos últimos 12 meses os dividendos dos FIIs de papel tem sido, em média, iguais a [R\\$ 0,10 por cota](#).⁴

Gráfico 1. Dividendos mensais dos FII de papel



3. Instituição não financeira especializada nessa atividade.

4. ECONOMATICA. Elaboração Cy.search.

Além disso, os dividendos dos FIIs também são isentos de imposto de renda para pessoas físicas, desde que o fundo possua mais de 50 cotistas, que as cotas sejam negociadas em mercado de bolsa ou balcão, e que o cotista possua menos de 10% das cotas do fundo.⁵ Vale lembrar que essa isenção é dada para os dividendos e não para o ganho de capital decorrente da venda de cotas mais valorizadas.⁶

A alternativa do investimento em Equity⁷

Uma alternativa para os fundos de "papel" é o investimento de até um terço do patrimônio em Equity: a compra de participações nas empresas de construção e incorporação. Em um investimento desse tipo, o fundo entra com parcela dos recursos da constituição da SPE (Sociedade com Propósito Específico) que vai realizar a construção de um empreendimento comercial ou residencial. Nesse caso, o investimento tem um período de maturação, durante o qual o empreendimento está sendo construído.

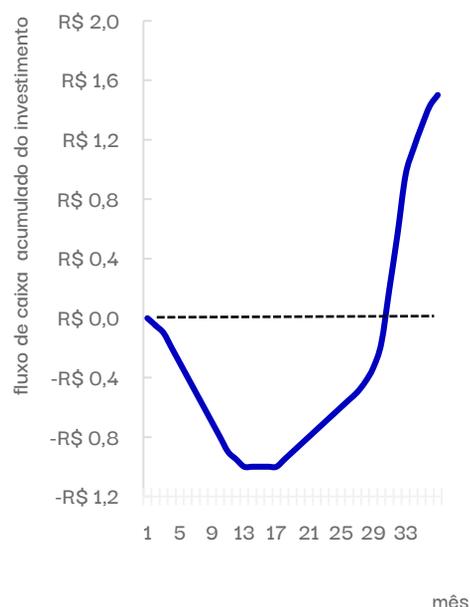
À medida que partes do empreendimento são compradas – apartamentos ou salas comerciais – e são pagas, os retornos começam a acontecer. O fluxo de caixa acumulado pode ser descrito por uma curva em formato de J – o retorno obtido pelo empreendimento ao final do projeto tende a mais que superar os aportes feitos no início do investimento.⁷

Partindo da cota de R\$ 10,00, vemos no **gráfico 2** o exemplo de R\$ 1,00 sendo investido. Os aportes acontecem até o 13º mês, produzindo retornos entre o 18º e o 36º que somam R\$ 1,50.

No entanto, assim como a compra unitária de um CRI, esse tipo de investimento não é acessível para a maior parte dos investidores pessoa física não qualificados, já que os valores de investimento também são muito altos.

Desde 2019, no entanto, alguns FIIs que investiam predominantemente em CRIs passaram a fazer esse tipo de investimento, com uma pequena parcela do seu capital. A finalidade dessas operações é a de trazer aos cotistas dividendos maiores no futuro, ao mesmo tempo em que mantem o retorno mensal estável dos "papeis". Por isso propomos entender essa estratégia.

Gráfico 2. Fluxo de investimento em Equity

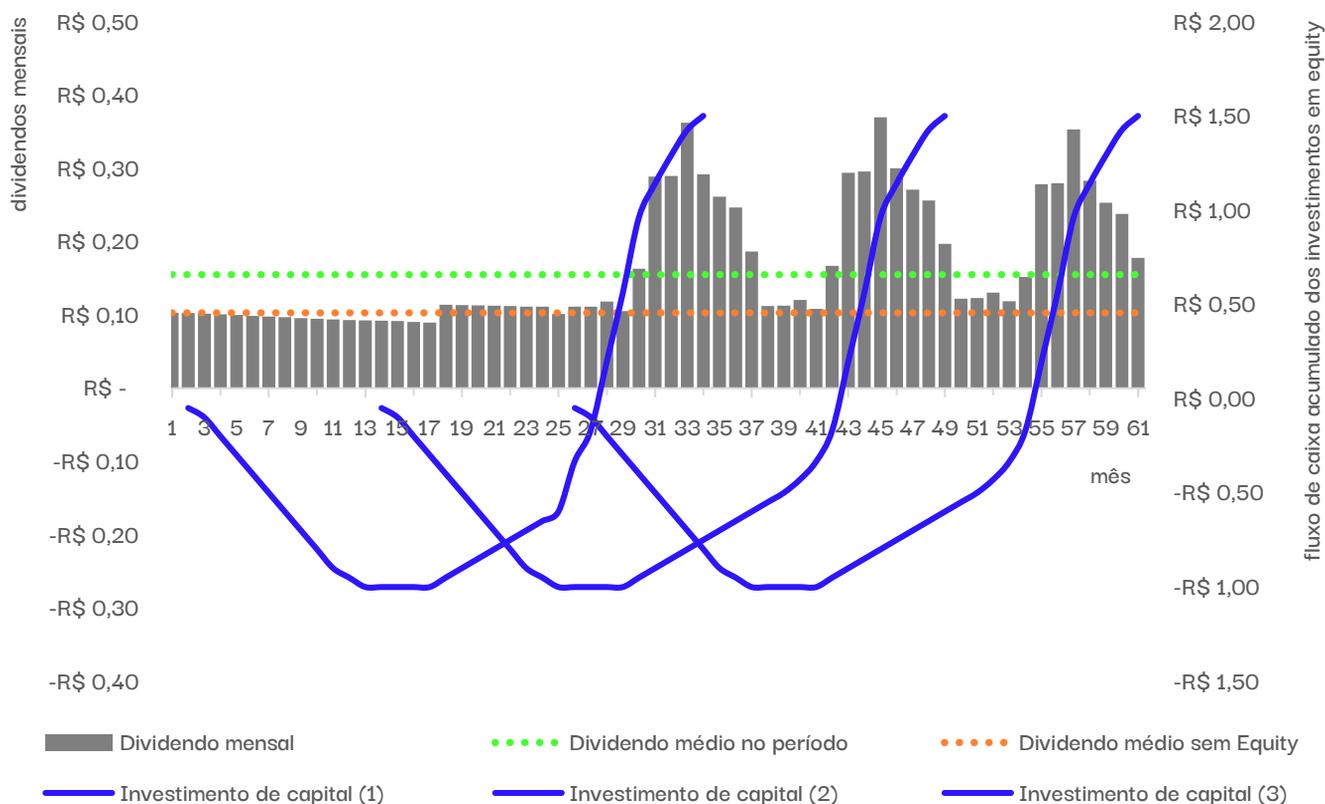


5. https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/fundos-de-investimento-imobiliario-fii.html

6. FIIS.COM.BR. Fundos Imobiliários no Imposto de Renda? Saiba como declarar. Disponível em: <https://fiis.com.br/artigos/imposto-de-renda-em-fundos-imobiliarios/>.

7. NOUVELLON, E., PIROTTE, H. Revisiting private equity performance computation for multi-asset investors. Journal of Asset Management 20, 421-432 (2019). <https://doi.org/10.1057/s41260-019-00135-3>.

Gráfico 3. Fluxo hipotético de dividendos mensais com investimentos em equity



No **gráfico 3** juntamos os "papéis" e os "títulos" num mesmo exemplo para a cota de R\$ 10,00. No segundo mês ocorre o primeiro aporte para um investimento de R\$ 1,00 numa operação de Equity idêntica à do gráfico 2. Conforme os aportes avançam os dividendos mensais declinam suavemente de R\$0,10 para R\$0,09^{8 9}. No 14^o e no 26^o mês, começam a segunda e a terceira operação – idênticas à primeira a mérito de exemplo –, chegando a 30% de investimento em título.

Até o 61^o mês (final do 5^o ano dos investimentos em capital), os três investimentos terão amadurecido, **resultando num valor médio mensal de dividendos equivalente a R\$ 0,16, contra os R\$ 0,10 mensais de um FII que investe puramente em papel.**

8. O exemplo considera manutenção das taxas de remuneração dos CRIs. Além disso, mantém o valor comprometido, mas ainda não aportado nos investimentos em Equity, em uma conta de alta liquidez com rendimento igual a 95% do CDI.
 9. Adota-se o regime contábil de POC (percentage of completion) para distribuição dos dividendos conforme acontecem as amortizações

Como estão os exemplos de mercado?

Essa ainda é uma estratégia recente dentre os fundos de investimento imobiliário no Brasil. Mas tanto o exemplo de fundo híbrido - mais arriscado por possuir uma proporção mais alta de Equity do que o 1/3 que é permitido a um fundo de papel - quanto o de fundo de papel que usa dessa estratégia, apresentaram um crescimento real no valor médio mensal dos dividendos distribuídos desde 2018, de 35% e 21% respectivamente.^{10 11}

Conclusão

Do ponto de vista teórico e dos poucos exemplos que podemos observar na prática, a estratégia de inclusão de Equity no portfólio dos FIIs de papel pode ser considerada promissora, ainda mais em um cenário em que os indexadores mais comuns para os CRIs, taxa básica de juros (taxa Selic) e o IPCA, estão em trajetória descendente¹², não garantindo mais o mesmo nível de retorno para os ativos de renda fixa dentro e fora dos fundos de investimento.

10. ECONOMATICA. Elaboração Cy.search. Considerando a média móvel 12 meses dos dividendos corrigidos pelo IPCA.

11. Os fundos analisados são o TGAR11 e o MXRF11.

12. Atas do Comitê de Política Monetária - Copom. 256ª Reunião - 1-2 agosto, 2023. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom>

cy.capital

Danny Niskier Gampel
danny.gampel@cy.capital

Eliane Teixeira dos Santos
eliane.santos@cy.capital

Giovanna Gottlieb
giovanna.gottlieb@cy.capital

Gustavo Rassi de Andrade Vaz
gustavo.vaz@cy.capital

João Vitor Risques
joao.risques@cy.capital

Vinicius de Oliveira
vinicius.deoliveira@cy.capital