FIIs

EDIÇÃO #152

Publicado em 08.01.2020

+ Riscos (Parte 2 - Final)

Resumo

Nesta semana, fechamos a segunda e última parte sobre os principais Riscos envolvidos nos Fundos Imobiliários.

Mais uma vez, reforçamos a importância da formação (e educação) dos investidores para que as aplicações possam ser realizadas com segurança e conforto.

Na próxima semana, retomamos as nossas tradicionais análises sobre os ativos. Boa leitura!

Riscos nos FIIs – Parte 2 (Final)

Na semana passada, tivemos a oportunidade de comentar sobre 7 riscos relacionados aos fundos imobiliários. A nosso juízo, é de extrema relevância abordar este tipo de assunto, especialmente num momento em que estamos em euforia e as cotações subindo a cada dia – o IFIX subiu cerca de 36% em 2019 e segue buscando máximas nos últimos pregões. Abaixo, os riscos já abordados:

- Risco 1 – Governança
- Risco 2 – Vacância
- Risco 3 – Revisionais (negativas)
- Risco 4 – Importância dos FIIs para a Gestão
- Risco 5 – Novas emissões de cotas
- Risco 6 – Relógio imobiliário
- Risco 7 – Estratégias óbvias

Risco 8 – Ativos específicos

Este é um dos riscos mais nocivos ao investidor imobiliário. Quando um fundo possui um ativo muito específico, é natural que a gestão fique *refém* do locatário, especialmente após o vencimento contratual.

Em um imóvel, quando adaptado para uma operação específica, a mudança vocacional do ativo tende a ser bastante onerosa. Portanto, é natural que esta relação será, na maioria das vezes, favorável ao locatário.

Nestes casos, o locador (fundo) se torna a *ponta fraca* nas negociações. Obviamente, há de se buscar uma balança nesta relação. Eis a importância de um gestor experiente, diligente e que, acima de tudo, mantenha um bom relacionamento com o inquilino ao longo da vigência do contrato.

Como observar se isto está acontecendo? Não é trivial, mas há sinais. A gestão tem de publicar nos relatórios gerenciais, com certa frequência, ações que estão sendo tomadas para fortalecer a importância daquela operação ao locatário e, em troca disto, estabelecer critérios ainda mais fortes, em termos contratuais (multas, garantias, etc.).

Vale ponderar que todo imóvel pode ser readaptado. A grande questão é o custo a ser despendido. A gestão precisa sempre manter uma "porta de saída cara" para o locatário, de tal forma que toda e qualquer adaptação (futura) não seja custeada, exclusivamente, pelos cotistas.

Risco 9 – Fácil replicação

Destacamos aqui um risco *oculto* a boa parte dos investidores. É bem provável que um fundo imobiliário que integraliza uma propriedade de fácil replicação terá problemas no futuro, seja por vacância (prolongada) ou revisionais (agressivas).

"Replicar" é a capacidade de se erguer outro imóvel próximo fisicamente (mesma região), ou seja, é quando há plena disponibilidade para novas construções semelhantes, ou mesmo com melhor padrão construtivo.

O investidor de fundos imobiliários deve estar atento à capacidade do gestor em *praticar* a gestão ativa de fato, isto é, reciclar o portfólio em busca de imóveis que possam refortalecer a capacidade de geração de caixa no futuro.

Mais uma vez, insistimos na importância de a gestão monitorar o potencial construtivo da região, plano diretor e vetores de crescimento. Há sempre de ter em mente que a relação de oferta e demanda deve se manter razoavelmente equilibrada no mercado imobiliário.

Na prática, um ativo presente em um fundo imobiliário tem que ser um *objeto de desejo* e não um *artigo descartável*.

Risco 10 – Canibalismo

Este é um risco mais específico do setor corporativo. Muitas vezes, gestores adquirem participações minoritárias nos imóveis do segmento de lajes comerciais, sendo que os outros proprietários, via de regra, não são investidores profissionais (ou mesmo de outros FIIs) e, portanto, tendem a gerar distorções de preços nas locações/m².

Obviamente, este é um risco evidenciado em momentos de *crise*, isto é, quando o locatário reduz o aluguel com certa recorrência e de forma mais agressiva. Em alguns casos, oferecem carências generosas, até para se evitar os custos do ativo vago. Vimos isto acontecer, aliás, ainda ocorre, no mercado corporativo carioca.

Quando o FII é proprietário da totalidade do edifício, as *regras* (preços, políticas de *allowance*, carências, descontos, etc.) são impostas pelo gestor.

As aprovações em assembleias e a sensibilidade de se buscar reformas (ou *retrofits*) a fim de reposicionar e/ou manter o ativo competitivo se torna mais alinhada ao investidor de longo prazo. Edifícios que tenham dispersão de proprietários tendem a ter assembleias pouco objetivas e aprovações pouco estratégicas.

Em um mercado imobiliário aquecido (baixa vacância), esta questão pode passar desapercebida, mas, acredite, em um mercado *estressado*, ser majoritário é fundamental.

Risco 11 – Acompanhamento

Aqui, temos que dividir este risco em duas principais verticais. A primeira vai em direção aos FIIs focados em contratos atípicos. É essencial que a gestão acompanhe o risco de crédito do locatário, visto que um contrato *"BTS – Built To Suit"* e/ou *"SLB – Sale and Lease Back"* tem longa duração e, portanto, forte relação com a capacidade de pagamento do inquilino. Lembre-se: um contrato atípico é *meio* imobiliário e *meio* financeiro.

Além disto, tem de acompanhar as frequentes necessidades do locatário, enquanto o contrato estiver vigente. Não adianta ter um contrato assinado e *conversar* com o inquilino apenas quando próximo ao vencimento – o risco de não renovação ou revisional negativa se torna maior.

A outra vertical vai em direção aos fundos de recebíveis imobiliários ("papéis"). Todo CRI possui uma data de vencimento e, portanto, até a plena quitação do saldo devedor, a gestão precisa acompanhar a *saúde* da operação, seja lastro corporativo ou pulverizado – nível de inadimplência, garantias, coobrigações, enfim, todos os gatilhos (*covenants*) precisam ser monitorados dentro da vigência do CRI.

Os relatórios gerenciais dos FIIs de CRIs melhoraram muito nos últimos dois anos. Agora, é possível conhecer mais detalhes do *desenho* da operação e, com isto, dimensionar o perfil do fundo. Antes, o mercado era bem dividido entre FIIs com perfil *High Grade* (baixo risco) e *High Yield* (alto risco).

Temos visto mudanças recentes e os gestores ajustando os FIIs para perfis moderados *(Middle Risk)* – na prática, estes fundos estão integralizando alocações mistas, até como forma de oferecer uma relação de risco e retorno mais adequada aos investidores.

De toda forma, reforçamos que acompanhar a operação é essencial para preservar o valor final aos cotistas. Via de regra, um credor vai perdendo a capacidade de pagamento dia a dia – um gestor diligente tende a antecipar este movimento e tomar medidas mitigadoras (e preventivas).

Risco 13 – Resultados artificiais

O foco aqui é, sem dúvida, relacionado aos *FoFs* (Fundos de Fundos), que segmentam claramente suas alocações em "renda" e "ganho de capital".

Em momentos de *euforia*, como temos visto desde quando a taxa de juros futura iniciou uma correção baixista, os *FoFs* têm gerado resultados extraordinários com certa recorrência. Vale destacar que a média geral atual do mercado gira em torno de 55% referente a "ganho de capital".

Na prática, há muita artificialidade nestas distribuições e isto é um risco a monitorar. Muitos investidores, especialmente os iniciantes, ainda não se deram conta de que, por melhor que seja o time de gestores, estes resultados tendem a ficar cada vez mais desafiadores, especialmente pelo *FoFs* ficando com patrimônios maiores e margem de segurança menor.

Adicionalmente, temos este tipo de estratégia sendo aplicada em fundos de renda ("tijolos") e CRIs ("papéis"). Obviamente, a intensidade é menor e são movimentos pontuais.

De toda forma, uma regra geral para todo e qualquer investidor é: monitore a relação entre o resultado líquido (excluindo lucros não recorrentes) e as distribuições. Esta informação é alcançada nos relatórios gerenciais, sendo que a Suno Research sempre evidencia estes dados em nossos *Radares de FIIs*, publicados às segundas-feiras.

Risco 14 – Tributação (fim da isenção)

Este é o grande *fantasma* dos fundos imobiliários. A isenção existe há 15 anos e sempre se comenta que este benefício poderá ser extinto. A bem da verdade, não há como saber quando (e se) irá realmente ocorrer.

Fato é que a Reforma Tributária colocou o tema em evidência. No ano passado, por diversas vezes, tivemos este assunto girando nos principais veículos de comunicação, sobretudo por um Projeto de Lei de um senador.

No entanto, ficou claro que a renúncia fiscal por parte do governo federal tem baixa representatividade no orçamento. Some isto ao fato de que os benefícios ao setor imobiliário são ligados ao agronegócio, ou seja, a retirada da isenção poderia impactar dois segmentos que, via de regra, funcionam como *molas propulsoras* do crescimento econômico. Na prática, é um *vespeiro* que os líderes do governo precisam avaliar com cautela.

De toda forma, acreditamos que a Reforma Tributária deverá ser efetivada ao longo de 2020. Neste sentido, em algum momento, teremos este *fantasma* circulando novamente pelo mercado. A grande diferença é que, desta vez, o tema será debatido com efetividade e com viés conclusivo.

Na sequência, algumas questões que poderão nortear as decisões dos investidores. Não queremos lançar uma verdade absoluta, mas é o nosso sentimento quanto ao tema (e suas possíveis ramificações). Claro que, nestas horas, há inúmeras variáveis envolvidas e "tudo pode acontecer, inclusive nada" – é um paradoxo com o qual teremos de conviver.

- **A tributação poderia acabar com o mercado de FIIs?**
  - Não, porém, alguns fundos imobiliários, especialmente os monoativos, poderão ser extintos, visto que o preço no mercado real tende a ficar bastante superior ao preço no secundário. Será natural e vantajosa a liquidação destes ativos.

- **Qual o percentual possível para a queda?**
  - Em um primeiro momento, podemos ter correções na ordem de 25% a 30%, sobretudo pelo fato de que cerca de 80% dos investidores atuais serem *novatos* e nunca terem presenciado fortes quedas. A nosso juízo, após o *pânico* no curtíssimo prazo, é possível que as cotações fiquem estabilizadas com correções médias na ordem de 10% a 15%.
- **O que fazer agora?**
  - Não há resposta direta, até porque a Reforma Tributária ainda não avançou efetivamente no Congresso Nacional e as discussões abertas quanto ao tema estão concentradas em um Projeto de Lei, relativamente raso, face a todos os efeitos colaterais que esta mudança poderia gerar no mercado. Não queremos fazer juízo de valor, por enquanto.
- **É coerente fazer uma reserva para a possível tributação?**
  - Deixar recursos líquidos aplicados em caixa é sempre uma alternativa, porém, dentro do cenário atual de juros, esta estratégia se tornou mais desafiadora do que tínhamos entre 2018/2019, onde ainda havia um *prêmio real generoso* na curva longa de juros – este cenário mudou bastante nos últimos meses.
- **Devo vender toda a minha carteira de FIIs e aguardar a tributação?**
  - A nosso juízo, não. Porém, cada vez mais, o foco deve ser nas emissões. "Aportar nas ofertas é sinônimo de comprar margem de segurança".
  - Realizar lucro (venda) parcial pode ser uma alternativa para investidores com perfil mais arrojado, especialmente para aqueles que praticam *arbitragem* de suas posições e estão com lucros robustos (>50%). Reforçamos que há riscos específicos neste tipo de estratégia.
- **Se tributar, onde investir?**
  - Este é o ponto central. Mesmo com um cenário de tributação, diversos fundos imobiliários ainda poderiam proporcionar um retorno real acima dos títulos tradicionais de renda fixa. A tributação é a "cereja do bolo", mas não a "razão de ser" dos FIIs.

Note que o maior risco, de fato, é que o fim da isenção poderia gerar um desarranjo na indústria de fundos imobiliários. Há uma forma de mitigar isto – a solução não é trivial, mas um bom caminho poderia ser em direção à se "preservar o estoque". Em outras palavras, o PL atual dos FIIs e cotistas posicionados até uma determinada data, estariam isentos. Aquisições diretas no mercado secundário ou novas emissões seriam precificadas dentro do (novo) critério da tributação. Apesar de não ser uma solução simples, é possível e relativamente mais justa e coerente.

* * * * *

Seguimos cumprindo nossa missão em trazer cada vez mais informações relevantes para as tomadas de decisões conscientes e formação do investidor. *Educar* é a principal missão da Suno Research.

Como mensagem final, deixamos aqui, mais uma vez, uma provocação: "Nunca se esqueça de que o investidor de FII é um comprador de fluxo de caixa e você irá se aposentar apenas uma vez na vida".

Plantão de Dúvidas

Envie suas dúvidas referentes a este relatório. Elas serão respondidas em uma live especial!
Acesse: **https://sunoresearch.typeform.com/to/wrfxrW**



Marcos Baroni
VP de Pesquisa de Fundos Imobiliários



Tiago Reis
Analista CNPI

Carteira Suno FIIs Unificada									
Ranking Suno	Ativo	Início	Participação	Preço atual	DY esperado	Preço-teto	Preço de entrada	Recomendaçao	Desempenho
1	**HSML11**	21/11/2019	7,70%	R$ 124,70	6,2%	R$ 132,00	R$ 104,12	**Comprar**	19,77%
2	**HGRU11**	30/10/2019	7,70%	R$ 138,69	6,1%	R$ 145,00	R$ 110,78	**Comprar**	25,19%
3	**VRTA11**	22/11/2017	7,70%	R$ 144,50	6,5%	R$ 145,00	R$ 78,53	**Comprar**	84,01%
4	**XPLG11**	11/09/2019	7,70%	R$ 140,98	5,7%	R$ 145,00	R$ 100,72	**Comprar**	39,97%
5	**MALL11**	28/02/2018	7,70%	R$ 131,49	5,2%	R$ 125,00	R$ 89,86	**Aguardar**	46,33%
6	**RBRR11**	28/11/2018	7,70%	R$ 111,50	6,2%	R$ 110,00	R$ 93,23	**Aguardar**	19,60%
7	**ALZR11**	05/06/2019	7,70%	R$ 144,99	5,2%	R$ 130,00	R$ 107,25	**Aguardar**	35,19%
8	**FIIB11**	17/01/2018	7,70%	R$ 597,99	5,6%	R$ 585,00	R$ 361,05	**Aguardar**	65,63%
9	**VISC11**	02/05/2018	7,70%	R$ 141,61	5,3%	R$ 132,00	R$ 96,65	**Aguardar**	46,52%
10	**IRDM11**	13/11/2019	7,70%	R$ 139,49	6,3%	R$ 130,00	R$ 118,14	**Aguardar**	18,07%
11	**HGCR11**	12/06/2019	7,70%	R$ 127,99	5,9%	R$ 120,00	R$ 112,60	**Aguardar**	13,67%
12	**XPML11**	28/11/2018	7,70%	R$ 147,00	4,7%	R$ 130,00	R$ 92,08	**Aguardar**	59,64%
13	**HGLG11**	08/08/2017	7,70%	R$ 209,00	4,7%	R$ 180,00	R$ 100,78	**Aguardar**	107,38%

Disclaimer

As informações constantes deste material podem auxiliar o investidor em suas decisões de investimento; porém o investidor será responsável, de forma exclusiva, pela verificação da conveniência e oportunidade da movimentação de sua carteira de investimentos e pela tomada de decisão quanto à efetivação de operações de compra e/ou venda de títulos e/ou valores mobiliários.

Este material apresenta informações para diversos perfis de investimento e o investidor deverá verificar e atentar para as informações próprias ao seu perfil de investimento, uma vez que as informações constantes deste material não são adequadas para todos os investidores. Quaisquer projeções de risco ou retorno potenciais são meramente ilustrativas e, portanto, não são e não devem ser interpretadas pelo investidor como previsão de eventos futuros e/ou garantia de resultados.

Além disso, não garantimos a exatidão das informações aqui contidas e recomendamos ao investidor que não utilize este relatório como única fonte para embasar suas decisões de investimento. Os investimentos realizados pelo investidor para sua carteira estão sujeitos a diversos riscos inerentes aos mercados e aos ativos integrantes da carteira, incluindo, sem limitação, risco de mercado, risco de crédito, risco de liquidez, risco cambial, risco de concentração, risco de perda do capital investido e de disponibilização de recursos adicionais, entre outros.

Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Instrução CVM nº 598/18, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente.

Este material destina-se única e exclusivamente aos assinantes da Suno Research. Sua cópia ou distribuição, integral ou parcial, sem a expressa autorização, acarretará multa de até 2.000 vezes o valor deste relatório, apreensão das cópias ilegais, além de responsabilização em processo civil.