

Equipe FCL:

Fernando Araujo
Gustavo Prado
Felipe Marcondes
Besmar Lino

Telefone:
(55) (21) 3268-7918

E-mail:
fcl@fclcapital.com

1) Panorama de Investimentos

Circunstâncias diferentes em momentos diferentes nos levam a escolher o tema de nossas cartas mensais. Às vezes é um assunto que amamos ou sobre o qual temos opiniões fortes. Às vezes, é decidido pela demanda, algo que nossos investidores nos pedem para falar a respeito. No caso do tema desta carta mensal, os fundos imobiliários, o assunto quase escolheu a si mesmo.

Nos últimos anos temos visto uma explosão deste tipo de produto de investimentos no Brasil por razões boas e más, como veremos em breve. Em finanças, os fundos de propriedade são uma classe de investimentos ampla em que os fundos, geralmente em uma estrutura de tipo fechado, investem em ativos lastreados por algum tipo de propriedade: arte, vinho, ouro, selos, mas nesta carta vamos limitar nosso escopo para o maior e mais comum tipo de fundo de propriedade, fundos imobiliários.

Há uma longa história de investimento institucional no setor imobiliário, tanto através de participação direta na propriedade quanto através de fundos de investimento. Inicialmente, os investimentos institucionais imobiliários foram direcionados para do núcleo do mercado imobiliário nos principais centros financeiros do mundo, como Londres e Nova York, mas, gradualmente, as condições de mercado levaram ao surgimento de fundos oportunistas, com foco em um aspecto específico do mercado imobiliário: comercial, localizações, mercados emergentes, propriedades sub-prime, etc..

No Brasil, os fundos imobiliários foram oficialmente introduzidos pela lei em 1993. Há muitas coisas boas sobre o atual boom dos fundos imobiliários no Brasil. O pressuposto básico dos entusiastas dessa indústria, de que com os níveis de taxa de juros mais baixos, teriam que procurar por produtos mais sofisticados para atingir rendimentos mais elevados é totalmente justo e foi defendido por esta casa muitas vezes no passado.

Além disso, podemos encontrar segurança no fato de que estamos falando de uma indústria que não foi inventada no Brasil, os fundos imobiliários existem e florescem em todo o mundo. Os maiores gestores de private equity do mundo, KKR, Blackstone Group, Apollo, Carlyle, entre outros, todos têm fundos imobiliários operantes no momento em que escrevemos essa carta

Equipe FCL:

Fernando Araujo
Gustavo Prado
Felipe Marcondes
Besmar Lino

Telefone:
(55) (21) 3268-7918

E-mail:
fcl@fclcapital.com

THE CARLYLE GROUP

A Carlyle tem um total de 43 fundos em seu portfólio, sendo um no Japão e o resto na Europa.

Blackstone

A gigante Blackstone possui um total de U\$ 54 bilhões investidos em imóveis e mais U\$ 13 bilhões disponíveis em caixa.

KKR

Apesar de seriamente afetado pela crise do subprime, o KKR Financial, braço imobiliário da KKR, ainda tem um valor de mercado de U\$ 1.841,47 milhões.

APOLLO

A Apollo Global possui um total de U\$ 8 bilhões em ativos divididos em 4 grandes fundos voltados para imóveis e hipotecas.

E não poderia ser diferente: com as taxas de juros extraordinariamente baixas em mercados desenvolvidos, foi iniciada uma busca por um maior rendimento, a mesma busca que ocorre no momento aqui no Brasil, mas de uma forma muito mais dramática. Assim, os fundos imobiliários são perfeitamente adequados para investidores sofisticados que querem retornos adequados, sem incorrer em muita volatilidade e risco. Eles sabem, afinal, que com todo o resto considerado, o seu investimento é apoiado por uma propriedade, limitando a possível queda.

Portanto, é uma indústria válida e tradicional com base em razões sólidas, mas mesmo assim, estamos muito preocupados com o seu rápido crescimento no Brasil. Nós não dizemos isto por motivos egoístas ou por causa da concorrência; o nosso fundo serve a outros tipos de investidores e não descartamos o lançamento de um fundo de investimento imobiliário um dia, mas estamos começando a nos sentir cada vez mais como nos sentimos em 2007 em relação aos mercados de ações. Sentimos que muitos investidores estão cometendo um grande erro.

Abaixo, tentamos sistematizar nossas razões para esse sentimento. Existem, basicamente, três grandes fatores, vamos chamá-los de “sinais amarelos”, atrás de nossas preocupações.

Muitos investidores de fundos imobiliários podem não saber o que eles estão fazendo e encontrar um grande problema pela frente:

1- Não sabem o que exatamente estão comprando

Em primeiro lugar, os investidores precisam entender que os fundos imobiliários não são e nunca poderão ser um substituto para um fundo de renda fixa. Se você está se sentindo infeliz, porque não gosta de tomar risco e o mercado de renda fixa brasileiro não é mais o que costumava ser, bem, sinto muito, a melhor coisa que você pode fazer é manter a sua carteira renda fixa, mesmo que menos atrativa.

Fundos imobiliários são uma subcategoria de fundos de “private equity”. Estes fundos estão no topo da sofisticação e da complexidade no universo de investimentos. Eles não oferecem garantias de liquidez. Isso significa o seguinte: se por algum motivo você precisar de dinheiro, de repente, você pode vender títulos do governo e obter dinheiro quase que instantaneamente. Em um fundo de investimento imobiliário, há um período pré-determinado, geralmente 5 a 8 anos e, muito provavelmente, você não será capaz de resgatar suas cotas e obter o seu dinheiro antes disso.

É verdade que alguns fundos têm o que chamamos de um mercado secundário, um mercado razoavelmente líquido para a venda de suas cotas para outra pessoa a fim de obter seu dinheiro de volta antes que seja tempo, mas tais mercados não existem para a maioria dos fundos de propriedade e até mesmo para os que ele existe, em momentos de estresse, a liquidez poderia muito bem secar. Então, verdade seja dita, os fundos imobiliários são para investidores sofisticados, planos de pensão, gestores de investimento ou indivíduos de alta renda. Investidores sem a necessidade de resgate em um futuro próximo.

É uma temeridade, em nosso ponto de vista, ver este produto sendo vendido para o público leigo, pelas mesmas pessoas que lhes venderam ações em 2007. Estes compradores são o público mais vulnerável e não entendem que estão comprando algo completamente diferente de um fundo de renda fixa. Também, não podemos esquecer, é fácil fazer um discurso de vendas para qualquer coisa “imobiliária” no Brasil. O nosso passado inflacionário, o nosso sistema financeiro subdesenvolvido (ainda) e nossa herança portuguesa, fazem que seja um pouco fácil demais interpretar mal e entender imobiliário como segurança e ações como risco.

Equipe FCL:

Fernando Araujo
Gustavo Prado
Felipe Marcondes
Besmar Lino

Telefone:
(55) (21) 3268-7918

E-mail:
fcl@fclcapital.com

Equipe FCL:

Fernando Araujo
Gustavo Prado
Felipe Marcondes
Besmar Lino

Telefone:
(55) (21) 3268-7918

E-mail:
fcl@fclcapital.com

Inusitadamente, encontramos mais de uma vez investidores brasileiros apaixonados por uma carteira de fundos imobiliários pertencentes a uma empresa listada, com ações que tais investidores nunca comprariam. Não faz muito sentido.

2- Eles não entendem a performance que os atrai

Com a explosão de fundos imobiliários no Brasil, tornou-se muito comum encontrar uma tabela de desempenho da indústria, recebemos tal tabela muitas vezes esse ano, mesmo sem solicitar uma. Ela mostra os fundos com melhor desempenho nesta categoria no Brasil.

Muitos fundos obtiveram desempenho acumulado de mais de 20% no ano, estes realmente parecem incríveis em um contexto onde o rendimento de renda fixa é de um dígito. O problema é que os investidores não estão lendo corretamente o desempenho, provavelmente por causa do “sinal amarelo” número 1, e acham que eles estão lidando com um desempenho sustentável e replicável. Há três possíveis fontes de retorno para um fundo imobiliário:

- O retorno proveniente do aluguel ou venda da propriedade;
- Um aumento no valor das cotas do fundo devido a um boom no mercado secundário;
- Recebimento na liquidação do fundo.

Vamos imaginar um fundo hipotético. Vamos imaginar que o fundo funciona há dois anos, com três anos até o portfólio ser liquidado. Neste cenário, o terceiro ponto acima ainda está longe. O fundo que estamos imaginando está na mesma situação que a grande maioria dos fundos de investimento imobiliário no Brasil. Imaginemos também as seguintes premissas razoáveis:

- O valor patrimonial líquido do fundo é de R\$ 100 milhões e o fundo é comercializado no valor líquido dos seus ativos;
- O fundo paga R\$ 5 milhões provenientes de alugueis para seus investidores por ano.

Matemática simples nos diz que os investidores do fundo recebem cerca de 5% de retorno anual em dividendos.

Equipe FCL:

Fernando Araujo
Gustavo Prado
Felipe Marcondes
Besmar Lino

Telefone:
(55) (21) 3268-7918

E-mail:
fcl@fclcapital.com

Agora vamos supor que, como muitos fundos brasileiros este ano, o mercado se interessou pelas cotas do fundo. E que seu valor de mercado agora é negociado a 1,5 vezes o valor patrimonial do fundo. O valor de mercado é agora de R\$ 150 milhões. Mas aqui está o problema: os dividendos recebidos através de locação ainda são de R\$ 5 milhões (é a mesma carteira, afinal, apenas as cotas do fundo aumentaram de valor no mercado secundário).

Em primeira instancia, os investidores amaram o ganho de 50%, com certeza. Mas, agora, os novos investidores receberão um rendimento de dividendos de $(5 \text{ milhões}/150 \text{ milhões} = 3,33\%/ano)$. Agora, mesmo que as ações do fundo tenham aumentado em valor, o retorno futuro em dividendos será menor, em termos percentuais.

Obviamente, isso também funciona no sentido inverso. Os investidores podem procurar pechinchas: os fundos que tiveram suas cotas muito reduzidas em valor, levando a um maior rendimento em potencial. Mas mais uma vez, voltamos para o problema anterior: um produto sofisticado para investidores sofisticados.

Agora, vamos mostrar uma tabela de rendimentos de alguns fundos imobiliários no Brasil em 2012:

Fundo ¹	Dvd Yield 12R	YTD
A	4,0%	25,00%
B	5,6%	43,75%
C	5,5%	11,23%
D	5,6%	14,04%
E	4,3%	20,31%
F	5,9%	4,17%
G	3,0%	25,33%
H	5,0%	34,56%
I	5,0%	22,73%
J	5,2%	5,98%
K	4,9%	19,46%
L	3,3%	37,32%
M	3,8%	38,95%

Alguns fundos, aparentemente, apresentam um desempenho fantástico, alguns deles chegando a 20% em 2012. O que

¹ Os fundos e os desempenhos nessa tabela são todos reais. A data de corte das performances YTD é 28/09/2012, fonte: research Empiricus.

Equipe FCL:

Fernando Araujo
Gustavo Prado
Felipe Marcondes
Besmar Lino

Telefone:
(55) (21) 3268-7918

E-mail:
fcl@fclcapital.com

normalmente é deixado de dizer é que quase todo esse desempenho é devido a um aumento no preço das cotas do fundo. É fácil entender o porquê: as taxas de juros caíram muito rápido no Brasil este ano, então o desconto aplicado para o aluguel futuro diminuiu, levando a um rápido aumento no valor, mas este não é um desempenho recorrente. Não há nenhuma indicação de que isso vai acontecer de novo no futuro.

Para se ter uma ideia do que o futuro nos reserva, temos de nos concentrar na renda proveniente de aluguéis: os retornos parecem muito menos estelares, uma vez que fazemos isso. Na mesma amostragem, o fundo acima de maior retorno retornou apenas 5,9%. Para resumir, o aumento no valor por ação não deve ser visto como um desempenho replicável. E este fato tem sido negligenciado por muitos investidores brasileiros, que não têm o conhecimento nem a experiência necessária para analisar esses produtos.

3- As circunstancias podem mudar dramaticamente

Uma vez que entendemos os “sinais amarelos” 1 e 2, é fácil pensar em um terceiro. Fundos imobiliários são uma classe de ativos totalmente legítima, mas principalmente adequada para investidores que podem suportar a falta de liquidez por um longo período de tempo e que entendem o que estão comprando. Além disso, é um tipo de estrutura onde os retornos podem depender muito das opiniões dos mercados secundários, assim como ações.

Portanto, há uma longa lista de riscos aos quais os investidores estão expostos, ainda que possivelmente não estejam cientes dos mesmos. Alguns dos riscos estão relacionados com: busca internacional por performance, apetite por risco, taxas de juros, fatores macro, e assim por diante. É realmente simplificado demais olhar apenas para as propriedades envolvidas, a menos que você realmente queira segurar as cotas até que o fundo seja liquidado, o que não parece ser o caso para a maioria dos investidores brasileiros.

Se as taxas de juros começarem a ser aumentadas novamente nos mercados desenvolvidos, o que mais cedo ou mais tarde certamente ocorrerá, o valor secundário das cotas do fundo poderia ser afetado, risco que se assemelha mais com ações de empresas em bolsa do que os investimentos de renda fixa.

Uma ótima idéia, à frente de seu tempo.

Equipe FCL:

Fernando Araujo
Gustavo Prado
Felipe Marcondes
Besmar Lino

Telefone:
(55) (21) 3268-7918

E-mail:
fcl@fclcapital.com

Nós respeitamos os fundos imobiliários. Se adequadamente compreendidos, eles podem agregar valor e rendimento a uma carteira sem muita volatilidade. Mas eles não devem ser vistos como um santo graal dos retornos livres de risco. Essas coisas pertencem ao reino da ficção, os investidores devem se convencer de uma vez por todas de que esses fundos não devem ser vistos como "renda fixa 2.0 - o paraíso dos investidores".

2) Performance

2.1) Clube de Investimentos FCL Capital

Em 21 de novembro de 2012, o clube de investimentos FCL Capital teve seu último dia de existência. Desde o início, em 03 de abril de 2007 até o clube ser convertido no fundo FCL Equities FIA, seu retorno total foi de 189,36% em reais, comparando favoravelmente com um desempenho de 21,50% do Ibovespa e 76,47% do CDI, no mesmo período.

O desempenho médio anual do clube foi de 20,67% em reais e 20,0% em dólares americanos, se comparando favoravelmente com o desempenho do CDI e dos índices Ibovespa e S&P500, durante o mesmo período.

Uma coisa que nos deixa especialmente orgulhosos é a consistência de nossos retornos ao longo da existência do clube: nos últimos 12 meses (até 21 de novembro), o nosso retorno em reais, foi de 25,16%, contra -1,11% do Ibovespa e 8,60% do CDI. Nos últimos 24 meses a queda foi de 1,11% contra -16,93% do Ibovespa. Nos últimos 36 meses, ele retornou 29,90% contra -16,11% do Ibovespa.

2.2) FCL Equities FIA

De acordo com as normas editadas pela CVM Nº 409 para Publicidade de Fundos de Investimento (com alterações introduzidas pelas instruções 411, 413, 450, 456 e 465).

Art. 75. Qualquer divulgação de informação sobre os resultados do fundo só pode ser feita, por qualquer meio, após um período de carência de 6 (seis) meses, a partir da data da primeira emissão de cotas.

O fundo foi iniciado dia 22/11/2012, sendo assim, passaremos a divulgar informações relativas ao valor da cota e performance,

neste local, à partir do dia 23/05/2013. Agradecemos a compreensão.

Sobre a FCL Capital

A FCL Capital é uma gestora de recursos sediada no Rio de Janeiro, cujo objetivo é maximizar o retorno de seus investidores. A FCL tem como nicho principal, mas não exclusivo, investimentos em empresas abertas, listadas em bolsa de valores (posições compradas e vendidas nos mercados acionários). Para saber mais sobre nosso trabalho, entre em contato conosco ou acesse nosso website: www.fclcapital.com.

Equipe FCL:

Fernando Araujo
Gustavo Prado
Felipe Marcondes
Besmar Lino

Telefone:
(55) (21) 3268-7918

E-mail:
fcl@fclcapital.com

Advertência jurídica: Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações almejando dar transparência aos nossos investidores e não deve ser entendida como uma oferta de venda do clube de investimentos FCL Capital ou de qualquer valor mobiliário nela citada. As opiniões e estimativas citadas nesta carta são considerações feitas até o momento da publicação e podem mudar sem nenhum anúncio ou aviso prévio. Performance passada não é garantia de performance futura. Fundos de investimentos não possuem garantia de seu administrador, do gestor, ou qualquer mecanismo de seguro de fundos. As performances exibidas são sempre líquidas de taxas de administração e performance, mas não do imposto de renda devido pelos cotistas. Para maiores informações favor acessar o Portal Educação Financeira da ANBIMA "Como Investir" (www.comoinvestir.com.br).

