

## Mercado vive início de febre com os fundos imobiliários

### Uma febre para suprir a falta de IPOs

Por Ana Paula Ragazzi

Em meio a um mercado fraco em estreias de novas companhias abertas na bolsa, uma operação atípica para o segmento de fundos imobiliários, feita pelo Banco do Brasil (BB) no fim do ano passado, fez o mercado lembrar de alguns acontecimentos que marcaram o período de "bolha" que atingiu o mercado de ações na febre dos IPOs (ofertas públicas iniciais de ações, na sigla em inglês) em 2006-07. A oferta do BB teve um tamanho e uma rentabilidade muito maiores do que a média que vinha sendo oferecida pelo mercado (leia matéria abaixo). Os investidores reservaram mais cotas do que de fato desejavam, certos de que uma forte demanda pelos papéis levaria a um corte nos pedidos. Reservaram mais para tentar ficar com o que de fato gostariam, o que acaba criando uma demanda em parte artificial para a distribuição. Finalizada a colocação da oferta, muitos venderam as cotas logo no dia de estreia na bolsa, lembrando os "flippers" - apelido criado na época em que o boom dos IPOs vivia seu auge -, que chegaram até mesmo a ser barrados nestas operações.

Em menor grau, o mercado identifica que essas movimentações têm se repetido em várias distribuições. Na oferta do BB, que somou R\$ 1,5 bilhão, os investidores de varejo receberam só 10% do que reservaram. Na sequência, o Santander também realizou a oferta de um fundo que reunia suas agências, no valor de R\$ 401 milhões, e o corte ficou em 13%. Em colocações menores, também em 2012, como o XP Gaia Lote 1, de R\$ 67 milhões, o rateio foi de 5,49%.

Especialistas creditam esse comportamento à fase atual desse segmento, em que o mercado começa a se expandir. Por conta de características dos fundos imobiliários, não avaliam que esses produtos possam ser alvo de grandes especulações. Mas não descartam que daqui a poucos anos alguns fundos lançados hoje possam não manter rentabilidade tão atrativa. Os produtos têm sido favorecidos por uma combinação de aprimoramento regulatório e cenário de juro em queda e inflação em alta. Se os juros, como se espera, voltarem a subir, o rendimento das cotas tende a não ser tão favorável. Normalmente, se o juro sobe a cota do fundo cai porque o cotista deveria exigir uma renda maior para continuar carregando aquela cota.

Apesar da sensação de quem acompanha o segmento ser a de que, pelo menos, dia sim, dia não um produto novo está sendo anunciado nos jornais, hoje o setor enfrenta uma situação de mais demanda do que oferta. Normalmente os fundos têm tamanhos relativamente pequenos, ao redor dos R\$ 100 milhões, em média - embora depois da oferta do de R\$ 1,5 bilhão do BB, outras bilionárias tenham também sido colocadas.

Outra questão que tem chamado atenção é o fato de uma carteira muito variada de produtos ser classificada como fundo imobiliário, apesar de reunirem características e, principalmente, riscos, muito diversos (veja matéria abaixo).

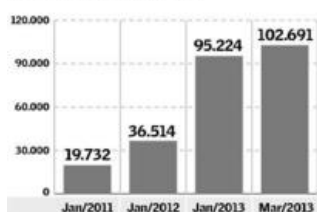
Paulo Bilyk, sócio da Rio Bravo Investimentos, afirma que esse mercado está em ebulição e num cenário de grande interesse do comprador é sempre possível que surjam valores esticados, sejam quais forem os produtos. "Podem ser vendidos produtos de maior ou menor qualidade a preços que talvez não sejam os mais corretos. Mas isso pode acontecer com qualquer ativo que viva essa situação de elevada demanda", diz.

Ele aponta, no entanto, características dos fundos imobiliários que limitam essa possibilidade de distorção, especialmente se comparados às ofertas de ações. "No IPO, vende-se uma projeção de negócios de uma empresa, que pode ou não se confirmar ao longo do tempo. Essas projeções, em particular com o mercado muito aquecido, podem contar com mais especulação, pois dependem de muitos fatores e de a empresa e sua administração ter a estratégia correta para se beneficiar das oportunidades", avalia Bilyk. As diferenças de risco e de qualidade, explica o executivo, estão nos exageros da companhia sobre sua capacidade de entregar resultados, na falta de qualidade de negócio ou de transparência.

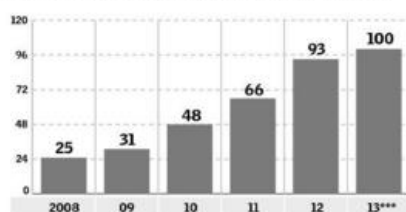
## Cada vez mais populares

Cresce o interesse de pessoas físicas por fundos imobiliários na bolsa

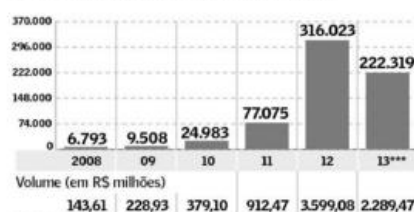
■ Número de investidores\*



■ Fundos imobiliários autorizados para negociação\*\*



■ Evolução do número de negócios e volumes



Fonte: BM&FBovespa \*Posição referente ao último dia útil de cada mês. \*\*Número de registros. \*\*\*Até 28 de março

"Mas a possibilidade de isso ocorrer com fundos imobiliários é praticamente é inexistente", diz Bilyk. Primeiro porque nesse produto, explica o sócio da Rio Bravo, existe um ativo real cujo valor ou o rendimento, normalmente, pode ser acompanhado por meio de índices de mercado. Além disso, observa André Freitas, diretor da Credit Suisse Hedging-Griffo (CSHG) na área de fundos imobiliários, o valor das cotas dos fundos não passa pelo processo de "bookbuilding" (coleta de preços com agentes de mercado) e, ainda que uma oferta concorrida provoque alguma demanda artificial a um fundo imobiliário, por conta da ligação com os ativos reais, ela não tem força para influenciar na precificação da operação seguinte, como acontecia com as ações.

Alberto Saadia, analista da Real Assets, lembra que, no caso das ofertas de ações, encontrar o preço justo é muito mais complexo, porque essas projeções envolvem muitas expectativas. Já nos fundos imobiliários, na hora de precificar a cota, basicamente se faz a mesma conta para todos. "É como se fossem lançadas ações de empresas sempre de um mesmo setor em que se tem uma referência muito forte no mercado. Diferentemente de 2006 e 2007, quando a enxurrada de IPOs trouxe também muitos setores novos para a bolsa, ou seja, com referência nenhuma de preço no mercado", afirma.

Na hora de precificar a cota do fundo imobiliário, o olhar se dirige ao mundo real, diz Saadia. "No máximo, você vai verificar se o imóvel já está acabado ou não e de que tipo de imóvel se trata. Se é um prédio comercial, lajes corporativas, shoppings ou galpões. A precificação mais difícil é a de um terreno ou de um empreendimento que será erguido nele, uma vez que aqui cabem mais projeções", afirma.

A maioria desses produtos, acrescenta Freitas, da CSHG, não tem alavancagem. "Em particular, se estivermos falando dos fundos de renda, o risco é o principal, ou seja, o imóvel não existir. Mas aí dependeria de uma bolha no mercado imobiliário, não exatamente no produto que está sendo oferecido", afirma o executivo.

---

## Fundos que oferecem rentabilidade garantida devem ser analisados com cuidado maior, recomendam especialistas do setor

---

Freitas descarta qualquer bolha no segmento, sobretudo hoje, quando o setor inicia expansão e ainda pode ser considerado pequeno. Conforme dados da BM&FBovespa, o patrimônio líquido dos fundos imobiliários estava em R\$ 24,5 bilhões ao fim do ano passado e os lançamentos de 2012 respondem por mais da metade desse total. Em março, já eram 100 fundos listados na bolsa, que, em conjunto, valiam no mercado R\$ 29,3 bilhões. O número de investidores no segmento acaba de ultrapassar os 100 mil CPFs. Em janeiro de 2012 eram apenas 36,5 mil aplicadores (veja os dados completos nas tabelas nesta página).

No entanto, todos concordam que uma classe de produto que tem sido bastante oferecida, aqueles que proporcionam rentabilidade garantida, precisa ser cuidadosamente analisada antes da tomada de decisão de compra. Normalmente, estes fundos garantem a rentabilidade por um período de dois a três anos. Mas o investidor deve estar atento ao fato de que ninguém pode assegurar que, depois, o retorno se manterá nesses mesmos níveis iniciais. Quando oferece essa garantia de rentabilidade, o estruturador pode estar avaliando os ativos do fundo por um valor alto demais e, na prática, o retorno inicial acaba sendo garantido pelo próprio dinheiro a mais que o investidor pagou de saída.

Um analista que prefere não ser identificado comenta que as pessoas focam apenas para o rendimento e se esquecem de olhar os ativos que estão comprando. "Portanto, se o retorno está ou não de acordo com as perspectivas dos imóveis que estão no fundo, isso só vai aparecer para ele de dois a três anos depois, com o fim da renda garantida", afirma o especialista.

A renda garantida não é necessariamente condenável. Pode fazer muito sentido para determinados produtos como, por exemplo, um fundo que investe em um shopping recém-inaugurado. Nessa indústria, a premissa é que, para amadurecer, o shopping precisa de "três natais" - só então se saberá com mais precisão o seu potencial de vendas. Neste caso, o estruturador pode estimar uma rentabilidade do negócio para o primeiro ano, em que talvez nem todas as lojas estejam funcionando. Outra para o segundo e, da mesma forma, para o terceiro. Depois disso, previsão e realidade vão ter que se encontrar. Isso requer que o investidor preste muita atenção às premissas utilizadas, porque se alguma estiver inflada ou errada, pode significar que o empreendimento está sendo vendido para o investidor a um preço alto em relação ao mercado, por exemplo. Como sempre, é necessária a leitura do prospecto de distribuição, comparando com os indicadores de mercado.

Um ponto de partida, diz Bilyk, da Rio Bravo, é analisar de quanto é o valor garantido e, a partir daí, tentar ter certeza se a partir de alguns anos esse valor continuará possível de ser executado. Por exemplo, pode-se avaliar que a demanda por escritórios na avenida Faria Lima, na capital paulista, seguirá aquecida nos próximos anos. Porém, quando se olha para os empreendimentos na Barra da Tijuca, no Rio, as incertezas sobre o comportamento pós-eventos pode ser maior.

Se o rendimento do fundo vem de aluguéis, existem dados de mercado que mostram qual a faixa para a locação cobrada nas diversas regiões. Caso o imóvel ainda não tenha todos os contratos de locação fechados, é preciso estudar como isso será feito, ou até mesmo se existe algum contrato que pode vencer no curto prazo pagando "de mais ou de menos". É possível avaliar quem é o locador principal e qual o tamanho dos contratos. "Se for uma startup, que paga preço de grande empresa pelo aluguel, por exemplo, existe a possibilidade de as salas ficarem vagas. Ou seja, neste caso pode haver um espaço para a queda de preço mais vacância, que é a realidade se esse imóvel ficar vago", afirma Bilyk.

A possibilidade maior de equívocos de preço e risco com esses produtos está nos fundos que fazem desenvolvimento dos ativos, que basicamente se baseiam em premissas e expectativas. "Eles vão comprar o terreno, erguer o empreendimento e depois alugar. Obviamente, esse é um campo mais arriscado e talvez não seja tão adequado ao aplicador pessoa física, mas sim aos grandes investidores sofisticados", diz o executivo.

Conforme Marcelo Michaluá, sócio-diretor da RB Capital, a indústria ainda é novata. "Haverá ainda muitas ofertas para os próximos anos. Como em toda indústria jovem, vão existir no tempo fundos que não irão render conforme o esperado. E aí será possível entender porque as coisas aconteceram de determinada maneira", afirma.

Ele também observa que a necessidade do investidor de realocar o portfólio, com a queda dos juros, está fazendo com que a demanda pelo produto cresça em velocidade maior do que a oferta. "Essa movimentação deverá se acentuar ainda por conta da isenção [de Imposto de Renda] dada também ao investidor estrangeiro para esses fundos."

# Demanda chega a ser mais de dez vezes superior à oferta

Por Ana Paula Ragazzi

No fim do ano passado, a oferta do fundo Progressivo II, do Banco do Brasil (BB), retirou qualquer dúvida do mercado sobre o apelo dos fundos imobiliários para o investidor de varejo. O portfólio, no valor de R\$ 1,59 bilhão, teve demanda cerca de 13 vezes superior à oferta. O lançamento contabilizou 49.321 CPFs. Em outubro, mês anterior à colocação do BB, 58.460 CPFs investiam em fundos imobiliários, conforme dados da BM&FBovespa. Em novembro, quando houve a liquidação do Progressivo na oferta inicial, esse número saltou para 96.231 CPFs. O crescimento de 65% pode ser atribuído, em grande parte, à oferta do BB e dá uma ideia de quantos novos investidores foram atraídos para o produto por essa distribuição.

No fundo, o BB reuniu 64 imóveis, onde funcionam suas agências. Retirou-os de seu balanço e os aportou no portfólio. O passo seguinte foi fazer uma oferta pública das cotas desse produto e, desde o começo, a meta era vendê-las para o investidor de varejo, conta Leonardo Loyola, gerente executivo da diretoria de mercado de capitais e investimentos da instituição. "O foco era o varejo, para atrair novos investidores a esse produto, ainda concentrado no segmento private, e também fomentar o mercado secundário." Loyola afirma que o banco julgou que esse seria um produto adequado para a estratégia por alguns fatores. "Pelo tamanho da operação, que proporcionaria espaço para pulverização. Pelo fato de o fundo ser longo, com prazo de dez anos, renovável por mais dez. E pela segurança passada ao investidor pelo BB ser o locatário dos imóveis", diz o executivo.

Outro ponto fundamental para atrair os investidores foi o retorno oferecido. Em vez da rentabilidade na casa dos 8%, que é a média do mercado, o Progressivo ofereceu 8,5%, corrigido pelo IPCA anualmente. "Nunca havíamos feito uma oferta de fundo imobiliário desse tamanho, não sabíamos como seria a colocação. Como havia o objetivo de atrair a pessoa física, que não é o investidor tradicional dos fundos imobiliários, buscamos oferecer uma remuneração tentadora", conta Loyola.

Inicialmente, o plano era colocar 50% das cotas para o pequeno investidor. No entanto, na fotografia final da operação o varejo ficou com praticamente tudo - 92,7% do total, ou R\$ 1,476 bilhão; enquanto o institucional recebeu apenas R\$ 15,5 milhões (7,3%). "No segundo dia da reserva da operação ela já estava colocada. Quase 50 mil pessoas compraram as cotas. Isso, certamente, gerou uma propaganda boca a boca muito forte e mostra o mercado espetacular das pessoas físicas para o produto", diz Loyola.

A demanda total foi de R\$ 20,430 bilhões, quase 13 vezes o valor do fundo. Desse total, 72%, ou R\$ 14,782 bilhões, vieram do varejo - somente a procura desse investidor pelos papéis superou em quase 10 vezes o inicialmente ofertado. Entre os institucionais, a demanda somou R\$ 5,648 bilhões.

Para atingir o varejo, o BB, coordenador líder da oferta, fez um trabalho com as equipes de vendas espalhadas pelas capitais e cidades do interior de vários Estados. "Preparamos a força de venda para explicar as características do produto, para termos certeza de que ele seria bem vendido. Era uma oferta grande e fora do private banking, então precisaríamos ter muito cuidado. A rentabilidade do fundo, que era de 8,5% corrigido pelo IPCA anualmente, para virar 8,5% mais IPCA era 'um pulinho'. Então tivemos muito cuidado em frisar todos os pontos", disse Loyola.

Mesmo alocando quase todo o bolo para o varejo, em média, para cada R\$ 10 mil de ordem colocada, o investidor ficou com R\$ 1 mil. Por ordens colocadas, 27% foram até R\$ 10 mil; 44,5% entre R\$ 10 mil e R\$ 100 mil; e 23,88% entre R\$ 100 mil e R\$ 1 milhão.

Em novembro, antes da chegada do fundo do BB, o volume mensal negociado pelas cotas de fundos imobiliários na BM&FBovespa era de R\$ 452 milhões. Em dezembro, dobrou para R\$ 905 milhões; e em janeiro recuou para R\$ 787 milhões, conforme dados da bolsa.

Loyola explica que a força de venda, que alcançou o pequeno investidor, permitiu também ao fundo uma liquidez importante no mercado secundário. "As cotas são muito líquidas e temos, inclusive, formador de mercado. Ou seja, apesar de ser um fundo de dez anos, é muito fácil entrar ou sair desse investimento", diz o executivo do BB.

Ele não afirma se haverá um Progressivo III, apenas ressalta que o banco tem agora muito mais conhecimento para fazer uma colocação desse tipo. **(APR)**

## Anbima debate forma de classificação

Por Ana Paula Ragazzi

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) criou um grupo de trabalho para discutir uma forma de classificação dos fundos imobiliários. Hoje são chamadas por esse nome carteiras das mais variadas características. Elas podem concentrar recebíveis imobiliários; rendimentos de aluguéis de salas comerciais ou lajes corporativas; investimentos em shoppings; e até mesmo propor atividades de incorporação em que, a partir da escolha de um terreno, o empreendimento é erguido do zero. Uma preocupação já clara no mercado é que o risco de cada tipo é muito diverso - aquele embutido em um prédio já construído e que aluga salas é muito menor do que o que se propõe a construir o empreendimento, por exemplo.

A principal preocupação da Anbima com o tema refere-se às negociações das cotas desses produtos no mercado secundário. "Hoje o investidor vê as cotas de fundos negociados na bolsa e, a menos que ele vá ler o prospecto de cada um deles, não tem como compará-los", afirma Reinaldo Lacerda, presidente do comitê Anbima de produtos imobiliários. "Às vezes uma cota está se valorizando muito mais do que outra, mas não está claro que ela também pode embutir um risco extremamente maior, por conta das características daquele fundo", diz o executivo. Ele

conta que a Anbima quer criar um código de autorregulação de fundos imobiliários que leve os administradores a evidenciar as diferenças entre eles para a negociação no mercado secundário.

A discussão, ainda em fase inicial, pretende dividir os fundos em dois aspectos. O primeiro deles será em relação à atividade do gestor, se ele poderá ser ativo, ou seja, tomar algumas decisões sem ouvir os cotistas. Como exemplo, se ele poderá somente ter em carteira um determinado edifício na Avenida Faria Lima, em São Paulo, e alugar estas salas, fará uma gestão passiva. Poderá, no entanto, haver um mandato em que o gestor tenha o aval para comprar outros prédios e alugar outras salas em regiões distintas.

O outro critério de classificação será o tipo de atividade de cada fundo. Aqui, Lacerda aponta pelo menos três modalidades principais para que os fundos possam ser comparáveis: os de renda, em que o ganho para o cotista deverá vir do recebimento de aluguéis; os de desenvolvimento imobiliário, quando haverá planejamento e lançamento de empreendimentos; e os de shopping centers.

Do ponto de vista do mercado primário, o entendimento da Anbima é que o investidor tem a obrigação de ler os prospectos, que trazem já todas as informações sobre a distribuição. Além disso, deve acompanhar as reuniões de apresentação que são constantemente organizadas pelos estruturadores para apresentar o fundo. **(APR)**