

03/06/2013 - 00:00

## Baixando a bola

Por **Antonio Perez**

[/sites/default/files/gn/13/06/foto03inv-101-imob-d1.jpg](http://sites/default/files/gn/13/06/foto03inv-101-imob-d1.jpg)) Para Valdery Albuquerque, superintendente de negócios do Fator, mudança no rumo dos juros atrapalhou oferta de fundo de fundos imobiliários do banco

O movimento de elevação da taxa de juros liderado pelo Banco Central (BC) este ano fez baixar a febre que marcou o mercado de fundos imobiliários em 2012. A redução da temperatura pode ser acompanhada por dois termômetros: o IFIX, índice que reúne os portfólios listados na bolsa, e o apetite dos investidores pelas novas ofertas públicas.

Depois de encerrar 2012 com alta de 35,02%, o IFIX perde força. No acumulado do ano até maio, recuava 1,50%. E o ambiente também não é mais tão favorável às ofertas iniciais. Segundo dados da BM&FBovespa, neste ano, pelo menos quatro operações foram fechadas com um volume de recursos abaixo do que pretendiam - um movimento oposto ao observado no ano passado, marcado pela megaoferta do fundo BB Progressivo II, do Banco do Brasil, em que a demanda pelas cotas foi pelo menos 13 vezes superior à oferta.

Captaram menos do que estimaram fundos de casas como Gávea Investimentos, Credit Suisse Hedging-Griffo (CSHG) e Banco Fator. Duas ofertas cuja captação ficou aquém da expectativa são de fundos de fundos imobiliários - ou seja, portfólios que captam dinheiro dos investidores não para comprar imóveis, mas com o objetivo de adquirir cotas de outras carteiras, na bolsa e em ofertas. O Gávea Fundo de Fundos buscava atrair R\$ 200 milhões. Captou R\$ 119,604 milhões. Já o Fator IFIX, que tinha como meta atrair R\$ 100 milhões, amealhou somente R\$ 36,597 milhões.

Também captaram menos do que o almejado carteiras com um perfil mais convencional e já com histórico relevante. É o caso da sexta emissão do CSHG Brasil Shopping, que explora participações em shopping centers. O fundo pretendia atrair R\$ 220,42 milhões, mas captou R\$ 192,724 milhões. Outro fundo do CSHG, o Real Estate - com foco em empreendimentos comerciais -, tinha como meta atrair, em sua sétima distribuição de cotas, R\$ 528,28 milhões, mas levantou bem menos, R\$ 243 milhões.

Especialistas atribuem tanto o desempenho fraco do IFIX quanto o menor apetite dos investidores pelas ofertas ao aumento da taxa básica de juros, que, este ano, já saltou de 7,25% para 8% ao ano - e, ao que tudo indica, deve subir ainda mais. Geralmente, os investidores aplicam em fundos imobiliários de olho

no rendimento mensal - obtido, em geral, a partir do aluguel dos imóveis em carteira -, que é um percentual do valor de aquisição da cota. Com a elevação dos juros, as aplicações tradicionais de renda fixa, como CDBs e fundos DI, tendem a render mais e passam a concorrer com os fundos imobiliários pelo bolso do investidor.

"O movimento forte de queda dos juros no ano passado tornou os fundos imobiliários que ganham com renda de aluguel muito competitivos. Com o movimento de alta da Selic, que ninguém sabe ao certo até onde vai, é natural que o mercado se retraia um pouco, esperando uma definição do nível de juros para calibrar novamente o retorno que deseja nos fundos", afirma André Freitas, gestor de fundos imobiliários da CSHG. "O ano passado foi de euforia. É natural e até saudável que haja uma retração do investidor este ano, com o mercado se acomodando a um novo ambiente", diz Raphael Cordeiro, analista da butique de investimento Inva Capital.

Segundo Freitas, da CSHG, a oferta pública subsequente dos dois fundos da casa - o Shopping Brasil e o Real Estate - ficou aquém da esperada justamente por conta da virada do humor do mercado, após a alta dos juros. As operações foram formatadas entre outubro e novembro do ano passado, quando o mercado ainda vivia sua fase eufórica, mas distribuídas entre dezembro de 2012 e maio deste ano. "O produto foi desenhado em um ambiente, mas chegou ao mercado em outro. Nas duas últimas tranches da distribuição, em abril e maio, o cenário já era de alta dos juros. É difícil acertar o 'timing', porque toda a estrutura legal para realizar a oferta demora entre 60 e 90 dias", diz o executivo.

A mudança no rumo dos juros também foi, em parte, responsável pela captação menor do que a esperada do Fator IFIX, fundo de fundos do Banco Fator, segundo Valdery Albuquerque, superintendente de negócios do banco. A oferta já estava praticamente montada em dezembro de 2012, mas atrasos, por problemas com fornecedores de serviços, acabaram adiando a distribuição para maio deste ano, conta o executivo.

Além da alta dos juros, pesou contra a oferta, diz, o fato de a distribuição de outro fundo de fundos, o Brasil Plural Absoluto (que captou os R\$ 200 milhões que pretendia) ter sido realizada um pouco antes. "Havíamos mapeado uma demanda de R\$ 100 milhões, mas pegamos uma mudança de cenário e outra oferta de um produto parecido bem no meio do caminho", afirma Albuquerque, ressaltando que o outro fundo imobiliário do banco, o Fator Verità, que investe principalmente em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), captou R\$ 67,5 milhões no fim do ano passado, acima da estimativa inicial, de R\$ 50 milhões. "O momento era diferente e a estrutura da carteira era mais familiar para o investidor que a do fundo de fundos", afirma.

Segundo Rossano Nonino, responsável pela área de fundos imobiliários da Gávea Investimentos, apesar de atrair menos do que poderia, a captação do fundo de fundos da gestora ficou dentro das expectativas. "Colocamos os R\$ 200 milhões como valor máximo, mas o objetivo era ter no fundo algo entre R\$ 100 milhões e R\$ 200 milhões", afirma o executivo.

Como o Gávea Fundo de Fundos é o primeiro portfólio imobiliário da casa listado na bolsa, a opção foi por um esforço de vendas mais restrito, diz Nonino. Em vez de formar um 'pool' de corretoras para distribuir a carteira, a Gávea preferiu oferecer as cotas do fundo somente para os clientes da casa. Além disso, optou por estabelecer uma aplicação mínima de R\$ 100 mil (o equivalente a 100 cotas no valor de R\$ 1 mil cada uma), bem acima do visto tradicionalmente nas ofertas, entre R\$ 5 mil e R\$ 10 mil.

A intenção, segundo ele, era filtrar a demanda, para formar uma base de investidores mais estável, que já conhece o trabalho da Gávea e entende a dinâmica do segmento imobiliário. "Foi uma oferta cuidadosa, porque é um produto que vai ter continuidade. Pretendemos fazer novas emissões da carteira. A ideia é aumentar o patrimônio aos poucos, sem comprometer a qualidade do portfólio", afirma Nonino.

A política de investimento da carteira é dividida em duas fases. Na primeira, haverá a aplicação paulatina do dinheiro captado em cotas de outros fundos, principalmente em ofertas primárias de fundos que buscam renda com aluguel de imóveis como de escritórios comerciais, shopping e logística. Em seguida, haverá a fase de reciclagem da carteira, com a aquisição de cotas em bolsa. A expectativa é uma alteração entre 10% e 20% da carteira a cada ano, com objetivo de embolsar ganhos com a negociação das cotas na bolsa.

O executivo da Gávea espera uma leva expressiva de ofertas de fundos ao longo do segundo semestre, após a acomodação do mercado a uma taxa de juros mais elevada. No fim do ano passado, afirma Nonino, houve represamento de ofertas, porque havia até a expectativa de que a Selic pudesse cair ainda mais, o que favoreceria a colocação de cotas. "Com a definição do nível da taxa de juros, haverá um cenário mais claro para os IPOs [ofertas iniciais, na sigla e inglês]. Até o fim do ano, devemos ter alocado os recursos captados na oferta do nosso fundo", diz.

Especialistas ouvidos pelo **Valor** acreditam que o cenário de juros mais altos tende a tornar mais difícil a captação de carteiras mais sofisticadas, como portfólios que compram diversos imóveis, títulos imobiliários (CRIs, LCIs etc) e cotas de outros fundos. Estruturas mais simples e com marca mais forte, como fundos que alugam agências bancárias e escritórios comerciais, tendem a continuar atraindo os investidores, mas sem a corrida vista no ano passado. Um exemplo é a segunda emissão do fundo Santander Agências, que captou os R\$ 354,75 milhões planejado. No caso dos fundos de fundos, o teste de fogo é a quinta emissão da carteira do BTG Pactual, que está na rua. O portfólio pretende atrair R\$ 500 milhões, praticamente duas vezes o patrimônio atual, na casa dos R\$ 230 milhões.