

14/08/2013 - 00:00

Garimpo imobiliário

Por **Beatriz Cutait e Alessandra Bellotto**

Novos tempos para o mercado de fundos imobiliários. Depois de dois anos de euforia, a indústria tem vivido um período de desaceleração, delineado pelo menor ritmo de registro de ofertas e negociações, fuga de investidores para liquidez e, principalmente, queda nos preços das cotas. No acumulado do ano até segunda-feira, o Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (Ifix), que reúne os principais portfólios listados na bolsa, caía 10,4%. Seu pior momento ocorreu em junho, quando teve baixa de 7,2%. No pano de fundo, estão o início do ciclo de aperto monetário e a expectativa de estabilização do mercado imobiliário.

Esse movimento de depreciação, contudo, despertou oportunidades. Em julho, levantamento da consultoria Fundo Imobiliário mostra que o retorno médio com a distribuição de rendimentos das carteiras com foco em imóveis de renda ficou em 0,72% se levado em conta o preço da cota no último dia do mês, praticamente empatando com o CDI no período, de 0,71%. Vale lembrar que os dividendos dos fundos imobiliários são isentos de imposto de renda, enquanto a aplicação no CDI daria, na melhor das hipóteses (se descontada a menor alíquota, de 15% de IR), 0,60%.



(/sites/default/files/gn/13/08/arte14inv-101-fundos-d1.jpg)

recente desvalorização das cotas, o mercado tem dado sinais de recuperação e de que os preços atuais devem se comportar sem grandes oscilações. A instituição diz acreditar que a grande pressão vendedora que influenciou negativamente a precificação das cotas dos fundos terminou junto com o semestre passado.

Para José Diniz, diretor de fundos imobiliários da Rio Bravo, o movimento dos investidores foi mais emocional que racional e os rendimentos já voltam a ficar atrativos. "Com a queda vista no mercado secundário, uma cesta de fundos estaria pagando hoje cerca de 8,4% [ao ano] e, dependendo da janela do imposto de renda, um fundo de renda fixa teria que apresentar retorno de 11,50% para justificar uma migração de ativos."

Na
visão
da Rio
Bravo,
após a

Marcelo Mello, vice-presidente da SulAmérica Investimentos, assinala que o investidor, ao ver a queda da rentabilidade dos fundos no curto prazo, muitas vezes deixa o nervosismo prevalecer e imediatamente vende sua cota. Mas essa não é a recomendação. "Há um momento em que o investidor deve manter os fundos, já que são ativos voláteis mesmo, mas com expectativa de retorno maior no médio e longo prazos. E para aqueles que não estão no mercado, essa pode ser uma oportunidade", diz.

Para Arturo Profili, sócio da gestora de fundos Capitânia, esse mercado fechou o primeiro ciclo de maturidade. "A brincadeira antiga de que um fundo imobiliário sempre subia de preço ficou para trás", diz. Hoje, acrescenta, o mercado está mais eficiente, tem mais governança. Além de um ajuste natural próprio desse tipo de fundo, que oscila conforme os juros e o mercado imobiliário, Profili destaca que o investidor começou a diferenciar os fundos, os gestores mais ou menos competentes.

Ele lembra que a grande safra dos fundos foi colocada num cenário de juro menor, menos turbulento, com percepção de preços de imóveis e aluguéis ascendentes. De seis meses para cá, a volatilidade aumentou, o juro subiu, o apetite por risco diminuiu e os preços do setor imobiliário se estabilizaram. "Há muitos fundos sendo negociados próximo ou até abaixo dos preços de lançamento", ressalta. "Mas é cem vezes mais interessante olhar agora para as oportunidade de compra do que em período de 'bull market' [mercado em alta]", diz, acrescentando que o mercado ficou mais realista.

A própria gestora finalmente passou a olhar para esse segmento, conta Profili. Segundo ele, só agora há uma amostra relevante de fundos imobiliários em bolsa, o que permite que esse segmento torne-se, de fato, uma classe de ativos. "Esse mercado começou a ficar interessante sob a ótica do investidor final, porque já é possível encontrar 5, 10, 15 fundos por subcategoria [renda, incorporação, monoativo, multiativos], permitindo a comparação", explica. Além de um número maior de fundos e escala, já há uma liquidez intermediária, diz Profili.

A Capitânia planeja lançar em outubro um fundo imobiliário para a compra de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) como uma solução mais eficiente para os seus clientes. Diferentemente de uma carteira de crédito, os rendimentos distribuídos aos cotistas do fundo imobiliários são isentos de IR para a pessoa física e investidor estrangeiro e as cotas são negociadas em bolsa. Outra vantagem é o baixo tíquete de entrada.

E como escolher entre as opções atuais? Diniz, da Rio Bravo, destaca que o perfil do investidor precisa ser levado em conta. Para aqueles sem disposição a risco, Diniz cita os fundos sem renda garantida, como carteiras com um mix de lajes comerciais e galpões, que contam com taxa de locação alta. Já para os mais arrojados, o gestor chama atenção para os fundos de rentabilidade garantida, os que mais caíram no cenário recente. "Esses pagam agora os maiores retornos, mas é preciso levar em consideração que os fundos podem não atingir a performance", diz.

Para o consultor de investimentos Sérgio Belleza, os fundos que oferecem retorno garantido estão entre os mais arriscados justamente pela incerteza se vão alcançar o desempenho estimado. "O investidor precisa ficar atento se o modelo de garantia foi construído com base em estimativas factíveis, tanto de preço de aluguéis quanto de ocupação", alerta. Ele cita o exemplo do fundo do shopping West Plaza que, durante o período de garantia, distribuiu R\$ 0,83 por cota e, há cerca de um ano, vem pagando R\$ 0,35. "O preço terá sido superestimado?", pergunta.

Belleza chama atenção ainda para aos efeitos de uma desaceleração maior do mercado imobiliário, que, na sua visão, ainda não atingiram os fundos. Hoje, afirma, a queda das cotas reflete principalmente a alta de juros, e não uma eventual diminuição da renda distribuída por conta de um cenário de desaceleração econômica.

Os fundos imobiliários com menos chance de sofrer uma queda nos rendimentos são os que investem em agências bancárias, acredita o consultor. Além de terem sido vendidos para a clientela dos bancos em questão, os contratos de locação são mais recentes e longos, o que minimiza o risco de mudanças. Ainda no universo das carteiras mais protegidas, Belleza destaca carteiras com grande dispersão de risco, ou seja, diversificadas.

Rossano Nonino, sócio da Gávea Investimentos, diz estar apostando em fundos com volume muito grande de caixa, aplicados em CDI, e que podem investir em imóveis com ganhos superiores ao custo de oportunidade. Nonino destaca que os fundos de logística são os que estão apresentando melhor desempenho no fundo de fundos imobiliários da Gávea, lançado ao fim de maio, e diz que ainda enxerga atratividade em fundos de CRIs.

"O investimento em logística tem sido o melhor do ponto de vista de ganho de capital. Na análise de rendimento, os fundos de CRIs estão melhores", diz o sócio, para quem a tendência deve ser mantida. Para o médio prazo, ele espera que os fundos de escritório tenham rentabilidade melhor.

Na visão de Carlos Ferrari, sócio do escritório N, F&BC Advogados - que participa da estruturação de quatro ofertas de fundos, num total de R\$ 2 bilhões -, os fundos imobiliários conseguem ser atrativos mesmo em cenário de alta de juro. Isso se explica, segundo ele, porque as carteiras podem investir tanto em ativos imobiliários, que são corrigidos pela inflação, quanto em valores mobiliários indexados ao CDI, como CRIs e LCIs.

Os fundos imobiliários com foco em CRIs também tendem a ter uma remuneração melhor no ciclo de alta da Selic, destaca Ferrari, mas nesse tipo de aplicação o investidor apenas recebe juros. No caso dos fundos que combinam CRIs com imóveis, além dos juros, há a possibilidade de valorização do ativo em carteira. As cotas nem sempre refletem esse aumento de forma imediata e direta, mas quando da alienação. Por isso, alerta Ferrari, é preciso avaliar a qualidade dos ativos do portfólio.

As ofertas primárias também devem vir a mercado em condições mais atrativas, segundo os especialistas, principalmente em relação aos preços dos imóveis que farão parte das carteiras. Na visão de Nonino, da Gávea, diante da incerteza da extensão do atual ciclo de alta da taxa Selic, gestores estão represando novas ofertas de fundos imobiliários. "Ninguém quer ir ao mercado com uma taxa menor que o CDI. O mercado de IPOs deve ficar num compasso de espera provavelmente até o fim do ano, mas achamos que o ritmo vai voltar em 2014", avalia. As novas emissões também tendem a oferecer prêmios em relação ao mercado secundário, até para atrair o investidor para um produto que ainda não tem histórico.