

31/08/2015 - 05:00

Gestores abrem-se para os fundos imobiliários

Por **Beatriz Cutait**

Para Bruno Lima, gestor de fundos de ações e imobiliário da Bram, o investimento em fundo imobiliário pelos institucionais tem viés mais de curto e médio prazo, com uma análise do preço das cotas em bolsa e o potencial ganho de capital

A valorização das cotas dos fundos imobiliários listados na bolsa brasileira em 2015 não tem sido motivo suficiente para reconquistar as pessoas físicas, principais investidores desse mercado. A decepção com os dois últimos anos da indústria ainda tem um gosto amargo. Mas nem todos enxergam o mercado desta forma. As oportunidades geradas pelo descasamento entre os preços de mercado e o valor patrimonial dos fundos listados têm chamado a atenção de uma categoria com participação incipiente nessa indústria: a dos investidores institucionais.

Em julho, eles representavam 29,2% do volume negociado de cotas de fundos imobiliários na bolsa, mais que o dobro do registrado um ano atrás (12,43%), e o equivalente à metade do movimentado pelas pessoas físicas, principais participantes desse mercado por conta da isenção tributária sobre os dividendos distribuídos.

Levantamento feito a pedido do **Valor** pela Economatica revela que gestoras como Capitânia, Dynamo, HIX Capital, Rio Gestão de Recursos, SPX e Verde têm ou já tiveram cotas de fundos imobiliários em carteiras de ações ou multimercado. Esses ativos respondem por participações restritas nos portfólios, mas começam a se colocar como alternativa de ganho de capital e também de geração de renda para muitas instituições.

Este é o caso da HIX Capital. A gestora de três anos fez o primeiro investimento em fundos imobiliários dentro de sua carteira de ações em janeiro. O sócio Gustavo Heilberg explica que a casa teve origem em um clube de investimentos familiar, que sempre aplicou no mercado imobiliário em diferentes tipos de empresas e momentos.

O regulamento sempre permitiu que a gestora investisse nos fundos imobiliários, mas a oportunidade só foi vislumbrada neste ano. Até então, diz Heilberg, a gestora via mais retorno em ações do setor, como São Carlos e Cyrela Commercial Properties (CCP). A queda das cotações dos fundos listados em bolsa, contudo, despertou a atenção. "Os preços ficaram muito interessantes", afirma. "Enxergamos o fundo imobiliário como um concorrente de qualquer outro investimento em ação."

A ideia da gestora é carregar as cotas dos fundos por um longo período, de olho na recuperação desse mercado, com um ajuste das cotações em bolsa. "Estamos num momento de pico da vacância, baixa de aluguéis, pico de taxa de juros e você está comprando esses ativos abaixo do custo de reposição", assinala Heilberg. O principal

objetivo é o ganho de capital, mas o dividendo é visto como um colchão, que pode proteger o fundo num cenário mais negativo do mercado.

Além de incluir os fundos imobiliários diretamente na carteira de ações, com representação de 5% do portfólio, a HIX montou em fevereiro uma carteira exclusiva direcionada apenas a esses ativos. Neste caso, o foco está nos dividendos e há um prazo de cinco anos para sua liquidação. "São os mesmos ativos que estamos comprando nos fundos de ações, mas com a vantagem de fazer ativismo", explica o sócio.

Liquidez, oferta limitada e tamanho dos fundos listados são vistos como barreiras para a maior alocação dos institucionais

Patrick O'Grady, diretor da XP Gestão, compara os fundos imobiliários com os REITs (real estate investment trusts), negociados na bolsa americana como uma ação qualquer, assinala. "Já tem muito fundo de ação investindo em cota também no Brasil. São alternativas que, no preço correto, interessam para diferentes tipos de investidores, institucional ou pessoa física", observa.

O diretor da XP enxerga um desconto de 30% dos fundos negociados em bolsa em relação ao valor patrimonial, o que atrai um aplicador que não olha apenas para os dividendos, mas para a valorização das cotas no futuro.

Por enquanto, a XP tem cotas de carteiras imobiliárias apenas em fundos exclusivos e, assim como a HIX, dá preferência ao segmento de lajes corporativas. "Acho que vamos ver cada vez mais gestores de multimercados e ações fazendo esse tipo de escolha", diz O'Grady.

A XP estuda inserir esses ativos em mais fundos, mas o diretor da gestora destaca que, ainda que o regulamento permita, é necessário explicar aos cotistas a decisão, dada a baixa familiaridade com esse mercado. Há ainda uma barreira educacional, indica.

A Capitânia montou em fevereiro do ano passado um fundo multimercado cujo mandato é basicamente o de comprar cotas de fundos imobiliários. Por meio dessa carteira, a gestora dedica uma parcela de outros fundos da casa a esses ativos.

Caio Conca, gestor de renda fixa e investimentos imobiliários da Capitânia, avalia que, após um início conturbado para esse mercado, com desconhecimento dos investidores e exagero nas compras e, posteriormente, nas vendas, há hoje uma massa crítica de fundos que permitem a melhor comparação dos ativos. "Teve um movimento grande de saída de pessoas que não entendiam muito bem a dinâmica de cada mercado e a precificação de cada fundo. Foi ali que vimos uma oportunidade, com grande parte dos fundos negociados com descontos", diz.

Conca ressalta que, para selecionar as carteiras imobiliárias para o fundo master, a Capitânia sempre procurou comparar os ativos com ações de empresas listadas, como CCP, BR Properties e São Carlos. "No fim do dia, a análise não é tão diferente de uma empresa listada. As companhias estão sofrendo porque estão bastante alavancadas, o que não é o caso dos fundos, que não podem se alavancar", compara.

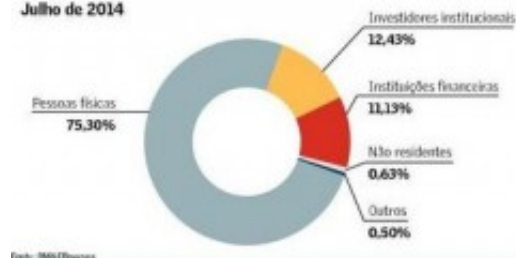
O fundo master da Capitânia tem hoje exposição em 23 carteiras imobiliárias - número que já chegou a 50 -, com 35% da alocação direcionada a portfólios de renda fixa (CRIs), 25%, em lajes corporativas, 25%, em shoppings, e 15%, em fundos de fundos.

Para Bruno Lima, gestor de fundos de ações e imobiliário da Bradesco Asset Management (Bram), mesmo sem o benefício da isenção tributária, pode fazer sentido investir em fundos imobiliários via carteiras multimercados ou de ações por conta das posições táticas assumidas. "É muito mais um viés de curto e médio prazo que uma posição estrutural, mirando o valuation do ativo e o potencial ganho de capital, e não o carrego", observa.

Fatia ampliada

Investidor institucional eleva participação no volume negociado pelos fu

Julho de 2014



Fonte: BM&FBrasil

A baixa liquidez desses fundos, que negociam em média R\$ 20 milhões por dia, é o principal entrave para o maior interesse dos institucionais, dizem os gestores. Não é fácil montar e desmontar posições com rapidez. "Só o que a Multiplan negocia é maior que todos os fundos imobiliários juntos", assinala Conca, da Capitânia. As ações da empresa têm um giro médio diário da ordem de R\$ 40 milhões neste ano.

Embora maiores, a oferta limitada de carteiras e o tamanho de cada uma também são colocados como barreira para a maior alocação dos institucionais na indústria. Há quem ainda reclame da impossibilidade de operar "vendido" (short, no jargão do mercado) nesses ativos.

Do lado positivo, o gestor da Bram chama atenção para a possibilidade de maior diversificação dos gestores, além de uma visão de proteção contra a inflação, via distribuição de dividendos.

Grande parte dos gestores consultados afirmou que ainda tem exposição pequena em carteiras imobiliárias, abaixo de 5%, e muitas vezes apenas por meio de fundos exclusivos.

A Verde Asset, de Luis Stuhlberger, tem menos de 0,5% da carteira de seu fundo de dividendos alocado em cotas do BB Progressivo II, investimento feito em 2012 na oferta pública. Segundo a gestora, a ideia, um caso pontual, foi fazer uma alocação num instrumento líquido e com um risco considerado muito baixo.

A Dynamo segue a mesma linha. Segundo o sócio Pedro Damasceno, a gestora incluiu cotas de um fundo imobiliário na carteira de ações no início de 2014 de olho na renda e no ganho de capital. Foi uma decisão conjuntural, frisa, e a representação é pouco significativa.

Do lado das corretoras, o Itaú BBA elegeu as cotas de um fundo imobiliário (CSHG Real Estate) para sua carteira recomendada de dividendos, composta por cinco ativos. O posicionamento também foi tático, com os ativos indicados por cerca de três meses - entre março e junho.

Lucas Tambellini, estrategista da área de pessoa física do BBA, conta que o foco estava no dividendo, mas que a cota teve uma valorização muito forte, que levou a corretora a substituir o fundo por uma ação novamente. "Estamos olhando alguns fundos que poderão entrar na carteira de dividendos, mas estamos esperando algum estresse [no mercado]."

Ver também Fundos imobiliários têm retorno positivo pelo 4º mês