

13/12/2012 - 00:00

Cuidado com a euforia do fundo imobiliário

Por **Alessandra Bellotto**

Os fundos imobiliários continuam entregando retornos consideráveis e despertando um interesse cada vez maior (ver matéria abaixo), mas o investidor precisa estar atento. A seleção de ativos, assim como para a bolsa e o crédito privado, é imprescindível para obter sucesso na aplicação, alertam especialistas. Quem investiu no fundo do Shopping West Plaza com base na distribuição mensal regular de R\$ 0,83 por cota desde o lançamento, em agosto de 2008, pode ter se frustrado em outubro. Naquele mês, o rendimento caiu mais de 56%, para R\$ 0,36 por cota.

O valor recuou também em novembro, para R\$ 0,32. Não foi propriamente uma surpresa, uma vez que já estava previsto o fim da garantia de retorno concedida por 48 meses contados a partir da posse do imóvel pelo fundo, que tem 30% do empreendimento. Esse rendimento representa, na verdade, o lucro real do negócio.

Em termos percentuais, levantamento da consultoria Fundo Imobiliário mostra que o retorno da carteira com dividendos (o "dividend yield") em 12 meses caiu de 13,5% até setembro, antes de a garantia de retorno terminar, para 5,34% até o mês passado. Como resultado, a cota amarga desvalorização em bolsa. Desde o pico mais recente, de cerca de R\$ 93, alcançado em abril, a queda já ultrapassa os 22%, para R\$ 72 - no lançamento, a cota foi vendida por R\$ 100.

Com baixa nos rendimentos distribuídos mais desvalorização da cota, o fundo West Plaza é um dos poucos com prejuízo no ano, de 6,17% até novembro, segundo dados da Fundo Imobiliário. No universo das 47 carteiras com foco em renda acompanhadas pela consultoria, a rentabilidade média foi de 34,84% no mesmo período. Em novembro, o "dividend yield" desse grupo de fundos ficou em 0,73%, em média, ante 0,44% do West Plaza.

Outro fundo imobiliário que pode enfrentar questões semelhantes é o Floripa Shopping, que possui 38% do centro de compras de mesmo nome, na capital de Santa Catarina. O shopping já foi finalizado, mas ainda conta com garantia de rentabilidade mínima de 0,88% ao mês sobre o valor de emissão (R\$ 1 mil), oferecida pela Plenaventura Participações, até a distribuição de outubro de 2013.

O shopping enfrenta hoje uma vacância de 5%, considerando lojas vagas aguardando documentação e em reforma. E sua receita ainda está longe de ser suficiente para alcançar o valor mínimo de distribuição. Em novembro, para pagar um rendimento de R\$ 8,80 por cota, o Floripa Shopping precisava gerar um lucro de R\$ 442 mil, mas só obteve R\$ 194,6 mil, segundo relatório do fundo. Assim, a rentabilidade real no mês ficou em 0,40% sobre o valor de emissão, praticamente metade do retorno mínimo oferecido. Mas, como a garantia vale até outubro de 2013, o cotista segue recebendo 0,88% sobre o valor no lançamento.

Na bolsa, o desempenho está longe de ser exuberante, como os mais de 60% registrados pelo fundo líder no ranking (*ver tabela nesta página*), mas está positivo em 8,34%, considerando a variação da cota no mercado, que no ano até novembro caiu 2,5%, e a distribuição de rendimentos.

Ainda no grupo dos que mostram perdas na bolsa está outro fundo com garantia de retorno. Trata-se do RB Capital General Sulacap, com queda de 3,35% no ano até novembro. A carteira possui uma participação de 44% no Parque Shopping Sulacap, empreendimento ainda em construção no Rio. A inauguração do centro de compras está prevista para agosto de 2013 (inicialmente era maio), quando deve começar a gerar resultado operacional.

Durante a fase de construção e o período de maturação - correspondente aos três primeiros anos de operação -, a empresa responsável pelo empreendimento garante aos cotistas o pagamento de um prêmio de locação, equivalente a uma rentabilidade líquida de 85% da CDI. No período de construção, os recursos captados na oferta, realizada em 2011, permanecerão investidos em um CDB. Com a queda do juro, o rendimento distribuído pelo fundo em termos absolutos também diminuiu. Em novembro do ano passado, a carteira distribuiu cerca de R\$ 0,75 por cota, valor que caiu para R\$ 0,52 no mês passado. A cota, que valia R\$ 89,2 há 12 meses, hoje está em R\$ 82,5. Após o período de maturação, as receitas imobiliárias do fundo serão compostas só pelo resultado operacional do shopping.

Para Rodolfo Amstalden, analista da Empiricus - uma das poucas casas que acompanha regularmente o setor -, a garantia do Floripa Shopping é mais segura do que a do Sulacap. Para quem é cotista do primeiro fundo, é certo que vai receber mensalmente R\$ 8,80 por cota até outubro de 2013, o que indica um retorno com dividendos de 10,3% para o ano que vem, já considerando queda na distribuição a partir de novembro.

Contudo, mesmo negociando a 0,8 vez o valor patrimonial, a cota acumula perda motivada pela dificuldade de as receitas aumentarem a ponto de atenderem o piso de lucro de R\$ 442 mil. "Àqueles que quiserem aproveitar a bela distribuição de proventos em 2013, recomendamos cuidado com a possível quebra estrutural no fluxo de caixa, dada a iminência do fim da mamata garantida", afirma Amstalden, em relatório.

No caso do Sulacap, diz o analista, a garantia está atrelada ao CDI, que vem caindo com a Selic e provocando a redução do montante de distribuição garantido. "Até o lançamento do centro comercial, esse efeito não poderá ser compensado pelas receitas de locação."

Marcelo Michalúá, sócio-diretor da RB Capital - que administra o fundo -, destaca que a opção por atrelar a garantia mínima ao CDI foi dar ao investidor a proteção que ele tem em uma aplicação com liquidez. "Se houvesse uma deterioração no cenário e o juro subisse, ele estaria protegido", diz. Além disso, a aplicação dos recursos captados em um CDB, que é o que tem suportado a remuneração, funciona como uma garantia à construção. Segundo ele, a General Shopping, que toca o empreendimento, só terá acesso aos recursos após a entrega da obra.

Sobre os contratos já fechados pelo shopping, o analista da Empiricus pondera que, há cerca de um ano, o percentual de lojas locadas gira em torno de 60%. Michalúá, da RB, ressalta, no entanto, que mais de 90% da área dedicada a lojas-âncora já está contratada. "Isso trará diversificação e pulverização da receita, o que tende a mitigar o risco imobiliário", afirma.

André Freitas, responsável pela gestão dos fundos imobiliários da Credit Suisse Hedging-Griffo (CSHG), diz que o investidor precisa conhecer o ativo que serve de lastro para a carteira e avaliar se ele tem potencial para perpetuar a renda mínima que está sendo oferecida. "É preciso ter um cuidado ainda maior com os fundos de renda garantida para não correr o risco de principal. Se há queda no rendimento, a cota perde valor".

Mas o retorno garantido é um instrumento que pode viabilizar aquisições de empreendimentos que ainda não se estabilizaram, ou porque estão com aluguel defasado ou porque estão em fase de construção, diz Freitas. "O mecanismo é válido para capturar um ganho previsto para acontecer num futuro próximo". Segundo Michalúá, da RB, é importante avaliar a qualidade do ativo e a composição de sua receita para ter segurança de que o rendimento pode se manter no nível inicial ao longo do tempo.

Do universo acompanhado pela Fundo Imobiliário, pelo menos seis carteiras oferecem retorno garantido, entre as que investem em shoppings e no segmento comercial. Para Amstalden, da Empiricus, o setor que inspira mais cautela entre os fundos com renda garantida é o de shoppings. Além de ter de buscar um número muito maior de locatários para absorver o espaço relativamente a um prédio corporativo, que pode ser ocupado por alguns grandes inquilinos, os shoppings têm um período de maturação. Mas o risco de um fundo que investe em shopping já maduro tende a ser menor relativamente a carteiras que contam com um ou poucos inquilinos em um prédio comercial, ressalta Michalúá, da RB. Ele lembra ainda que o shopping é beneficiado quando há aumento do consumo.

Tudo gira em torno das premissas usadas para estimar os valores do aluguel e aquisição dos imóveis, segundo os especialistas. Quanto menos conservadora, maior o risco de frustração. E isso não é restrito aos fundos com renda garantida. Outro caso emblemático envolve o fundo Hospital Nossa Senhora de Lourdes. Em outubro de 2011, o locatário enviou ao administrador da carteira proposta para reduzir o valor do aluguel em 33%, que foi rejeitada. O locatário fez nova tentativa, ao propor redução de 22%, também negada. O hospital chegou a atrasar o aluguel e desde o início deste ano paga parcela correspondente a 80% do valor vigente, amparada em decisão liminar enquanto tramita ação revisional de aluguel. Vale lembrar que o valor vigente foi aceito pelo hospital.