

Por Martha E. Corazza

O futuro dos investimentos imobiliários nas carteiras dos fundos de pensão deverá ser redefinido não só por conta do impacto da crise que afeta preços dos ativos, mas também pelo apetite dos novos planos de benefícios por esse tipo de alocação. Mudanças regulatórias também serão relevantes nesse redesenho, uma vez que poderão ajudar a aprimorar a abordagem dos gestores. Com um grande número de planos de Benefício Definido já maduros e fechados para novas adesões, justamente aqueles que historicamente mais investem em imóveis, há dúvidas sobre como será formatado o interesse dos planos novos por esse tipo de investimento. Atualmente, há uma média de 5% dos ativos dos fundos de pensão alocados em investimentos imobiliários diretos (o limite legal máximo é de 8%). A proposta de reformulação da Resolução CMN 3.792, que foi discutida pela Comissão Técnica Nacional de Investimentos da Abrapp, inclui a possibilidade de se ampliar esse limite para 10%.

Outra mudança em discussão é a que propõe unificar numa única categoria todos os segmentos passíveis de alocação direta ou indireta em imóveis, explicitando a essência imobiliária desses ativos e tornando mais transparente seu risco. Os investimentos indiretos incluídos nessa categoria seriam feitos necessariamente por meio de fundos compostos por ativos de base exclusivamente imobiliária. A ideia é ter sob uma única rubrica os investimentos diretos e os demais ativos financeiros lastreados em imóveis, segundo explica o coordenador da CTNI, Maurício Wanderley: "Desse modo seria possível deixar mais claro o risco imobiliário envolvido nessas carteiras". A medida traria maior transparência e aperfeiçoamento de governança a essas aplicações.

Veículos para investir - Na avaliação feita pelo membro da Comissão Técnica de Investimentos Imobiliários da Abrapp, Francisco Fabrini de Augustinis, o ideal será que esse mercado cresça cada vez mais também por meio da alocação em outros veículos, além do investimento direto. Quanto às mudanças regulatórias, ele lembra que o melhor caminho será ter uma regulação flexível e não muito fixada em limites. Um dos principais pontos a serem alterados, acredita Augustinis, é o atual impedimento para que os fundos de pensão detenham o controle dos imóveis na fase de incorporação. O limite máximo de aplicação é de até 25% dos imóveis em desenvolvimento (sem habite-se). "Entendemos a preocupação do regulador com o risco, até porque o mercado imobiliário não tem tanta transparência, mas a verdade é que tudo que é muito regulado acaba limitando as possibilidades do gestor; Nos EUA, por exemplo, onde 7% a 8% do patrimônio das fundações estão investidos em imóveis, não há muita regulação", afirma Augustinis.

Os planos de benefícios novos, explica o integrante da CTN, estão claramente mais interessados em compor suas carteiras com papéis lastreados em imóveis do que no mercado físico. Em 2016, embora os fundamentos do mercado imobiliário continuem ruins, ele lembra que os veículos financeiros lastreados em imóveis comerciais têm tido alta expressiva, segundo o índice IFIX (Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários da BM&FBovespa), e as diferenças de precificação entre o mercado físico e os veículos financeiros tem aberto a possibilidade de operações de arbitragem.

Fator estrutural - No mercado físico, além dos fatores ligados à atual conjuntura econômica, há também o impacto de questões estruturais que exigem uma reflexão por parte dos gestores, sugere Augustinis. O retorno dos imóveis comerciais cujo desempenho é medido pelo Índice Geral do Mercado Imobiliário Comercial, o IGMI-C calculado pela FGV em parceria com a Abrapp, reflete uma significativa perda de rentabilidade. "No caso dos shopping centers, por exemplo, segmento que passou por uma verdadeira corrida de construções entre 2007 e 2008, o comércio virtual tem provocado uma grave situação de esvaziamento", explica Augustinis.

Como resultado, há hoje aproximadamente um milhão de metros quadrados de área vaga total nos shoppings no país, ou o equivalente a quatro shoppings do tamanho do Pátio Higienópolis (SP). "Há uma parte desse esvaziamento que é conjuntural mas também há fatores estruturais que não

devem mudar, como essa questão do comércio virtual, então os shoppings precisam cada vez mais locar seus espaços para áreas de lazer, escolas e até universidades”.

Indicador - O IGMI-C, cuja carteira foi composta por 529 imóveis no segundo trimestre de 2016, somando um total de R\$ 24.1 bilhões em todos os tipos de imóveis comerciais – o maior peso é de lajes para escritórios comerciais, com participação de 50.7% na amostra; shopping centers (32.3%); industrial/logística (5.2%); hotéis (3.3%) entre outros - avaliou a rentabilidade de ativo por ativo e apurou um retorno negativo médio de 0,01% no período, o primeiro resultado negativo desde o início da série histórica, no ano 2000, conta o professor e pesquisador da FGV, Paulo Picchetti.

Embora esse desempenho recente, claramente desfavorável, não possa ser entendido como um indicativo de perspectivas negativas a médio ou a longo prazo, ele estima que a correção de preços no mercado de imóveis comerciais ainda deva continuar por algum tempo: “Começamos a ver alguns sinais de reversão do ciclo de recessão econômica em determinados setores mas esses sinais não são tão claros no setor de serviços, que tem forte impacto sobre o desempenho avaliado pelo IGMI-C”.

Fonte: [Diário dos Fundos de Pensão](#), em 08.09.2016.