



**O GRAU DE INVESTIMENTO E
OS PREÇOS DAS AÇÕES DAS
EMPRESAS DE REAL ESTATE LISTADAS NA BOVESPA**

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.
Prof. Dr. Cláudio Tavares de Alencar

1. A concessão de nota de rating BBB⁻ por duas agências (Fitch e S&P) para os instrumentos de dívida soberana brasileiros elevou o piso de qualidade dos investimentos em Reais para a categoria *investment grade* (grau de investimento). A nota de risco nesse patamar sugere que recursos internacionais com destino a aplicações conservadoras possam vislumbrar alternativas de investimento no mercado brasileiro.

Em maio de 2008, quando as notas se configuraram, a primeira reação do mercado de real estate foi de júbilo, incensada inclusive pela mídia especializada e por analistas de ocasião. Afinal, os recursos conservadores, agora passíveis de serem acessados, representam a maioria dos recursos disponíveis na economia para aplicações de longo prazo, tendo em vista que o seu foco de investimento é a preservação de riqueza, o que se ajusta com real estate, seja com âncora em empreendimentos de base imobiliária (imóveis para renda), como nos empreendimentos imobiliários residenciais (derivativos de financiamentos hipotecários para aquisição de imóveis). Registra-se, na conjuntura atual, a natural reticência representada pelos problemas criados com a desarrumação do mercado de hipotecas *sub-prime* nos Estados Unidos.

2. Essa migração de recursos não é imediata, nem muito menos esse, que é o degrau mais baixo do *investment grade*, sugere que apareceu um novo oásis de negócios.

Investimentos de base imobiliária são validados para ciclos muito longos de pay-back. Ainda que no Brasil as taxas de atratividade evidenciadas estejam sensivelmente acima daquelas dos grandes mercados, esterilização de recursos em concreto e aço para geração de renda em padrões estáveis e por longo prazo depende de se creditar confiança a ciclos prolongados de mercado estável ou em demanda. De outro lado, é fácil reconhecer a fragilidade dos documentos de análise



da qualidade de investimentos nos quais se apóiam as ofertas de negócios produzidas por empresas brasileiras, o que, certamente, não serve de estímulo a que capitais conservadores promovam a aventura de aqui se ancorar.

Investimentos em produtos derivados de financiamentos no mercado residencial dependem de dois fatores: i. existência de instrumentos consagrados de securitização de portfólios de crédito, com histórico de desempenho e de proteção aos riscos de crédito e ii. verificação de mercado secundário forte, para dar liquidez aos títulos de securitização. Crédito imobiliário no Brasil está internado nas carteiras dos bancos e o que se tem emitido e vêm circulando de CRIs, Debêntures ou cotas de FIDCs não representa volume adequado para transmitir confiança de que temos um mercado estabelecido nesse segmento.

Diante das evidências de que o setor do real estate brasileiro deveria ser privilegiado com o rótulo *investment grade*, o que se difundiu é que a primeira reação forte ocorreria com o crescimento do preço das ações das companhias listadas na Bovespa, tema sobre o qual fundamentamos esta Carta.

3. Desde maio de 2006 o NRE calcula e divulga o índice setorial de real estate (IRE), que espelha o comportamento médio dos preços das ações das empresas do setor transacionadas na Bovespa. O índice é composto pelas ações das empresas com foco de atuação no segmento residencial e das empresas que investem em empreendimentos para geração de renda. Não entram no índice as ações das empresas de comercialização de imóveis.

O IRE ¹ é o agregado de três índices de segmentos do mercado: i. - o IRE R50+, que reflete o comportamento dos preços das ações de empresas de real estate residencial que representam mais de 50% do volume de negócios do setor na Bovespa, atualmente composto pelas 3 das mais antigas ações listadas do setor (CYRE3, GFSA3 e RSID3), que inclusive estão presentes no IBovespa; ii. - o IRE R50- está associado ao comportamento das ações das demais 18 empresas de empreendimentos residenciais negociadas na Bovespa e; iii. - o IRE BI, que representa as flutuações de preços das ações das 6 empresas que investem em portfólios de empreendimentos para geração de renda.

O gráfico 1 ilustra o comportamento dos três índices desagregados, do próprio IRE e do IBovespa desde julho de 2007, compreendendo, primeiro o período no qual ocorreu o incremento da percepção de risco no mercado internacional com o agravamento da crise das hipotecas americanas, seguindo-se o recebimento do grau de investimento pela economia brasileira segundo a avaliação das agências Fitch

¹ Disponível no site do NRE



Ratings e Standard & Poor's (maio de 2008 em destaque).

Neste e nos demais gráficos desta Carta, tratamos os números índice com base 100 no mês de início da apresentação dos dados, justamente para melhor ilustrar os efeitos do *investment grade* nos preços das ações.

O gráfico 2 mostra o descolamento dos índices setoriais contra o Ibovespa. Mostrar índices com descolamento significa medir os movimentos isolados do setor, descontando-se os efeitos macroeconômicos e de crises ou euforias nos mercados, refletidos na variação do índice Ibovespa. Quando o índice descolado do setor tem gradiente negativo, ou anda abaixo do patamar 100, mostra-se uma fragilidade do setor. Nessa hipótese, o setor não se aproveita inteiramente da tendência de crescimento dos preços no mercado, ou cai mais acentuadamente do que os preços do mercado. Com gradiente positivo, ou andando acima do patamar 100, mostra-se uma resistência maior do setor contra os movimentos do mercado, caindo menos, ou subindo mais.

gráfico 1

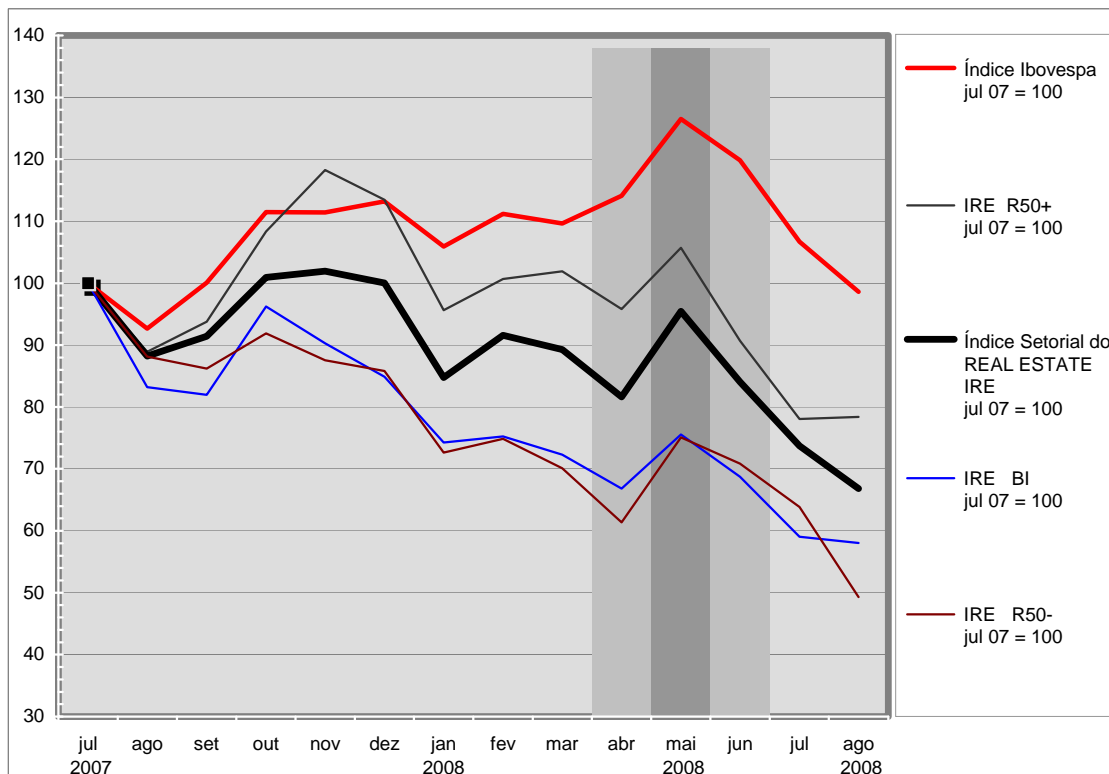
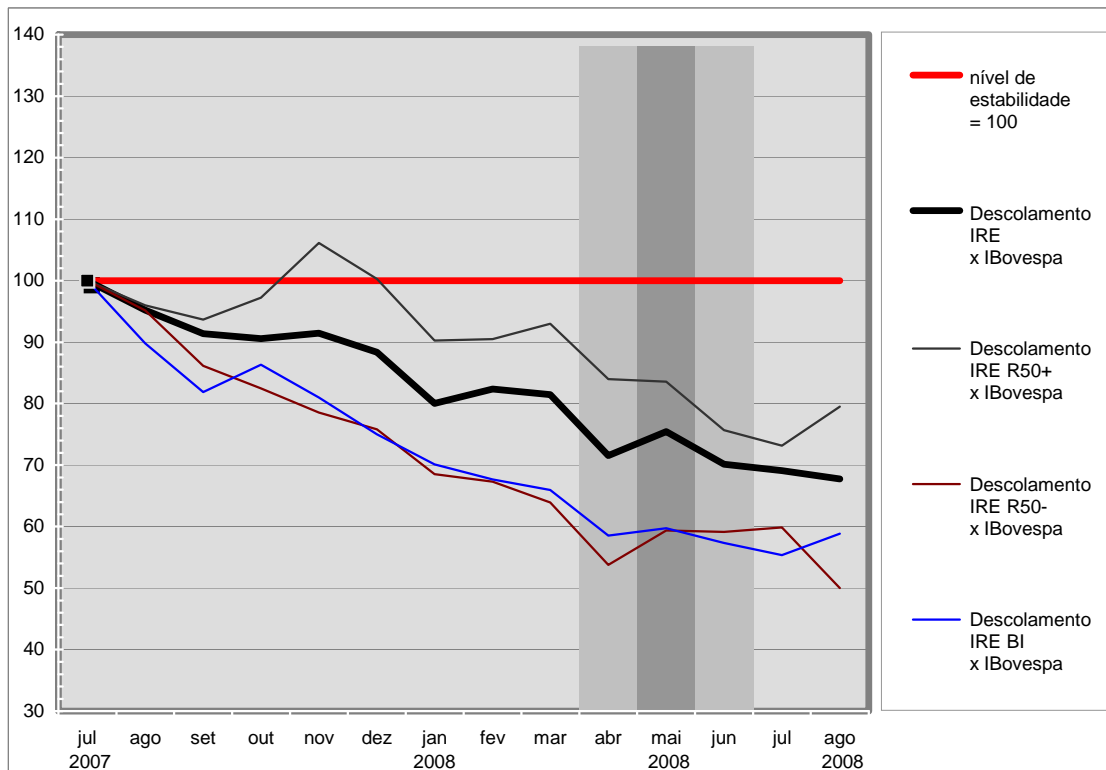




gráfico 2



A análise desses movimentos, aponta:

- todos os índices, inclusive o IBovespa, são afetados negativamente em agosto 2007, mês mais crítico na percepção do mercado quanto à solvência de instituições financeiras que carregam papéis *sub-prime* ([gráfico1](#));
- o IBovespa, o IRE e o IRE R50+ apresentam uma certa recuperação até o final de 2007, entrando os índices setoriais em queda até abril 2008. Os índices setoriais e o IBovespa apresentam um forte crescimento em maio 2008, seguramente vinculado ao evento do *investment grade*;
- de maio até agosto 2008 todos os índices declinam fortemente;
- os índices relativos do [gráfico2](#) mostram, por sua vez, que o impacto positivo que se atribuiria ao setor se desvanece, caindo os preços das ações muito mais acentuadamente que o IBovespa, refletindo um descrédito do mercado de que as



ações das corporações de real estate listadas possam se sustentar nos valores que vinham sendo praticados. É sempre bom ressaltar que preço de transação de uma ação, fora movimentos especulativos, reflete a percepção de valor prevalente do mercado;

- isolando os movimentos de preços das ações mais representativas do segmento residencial (IRE R50+), nota-se que as quedas de valor das empresas menores e das de base imobiliária é muito mais acentuado. No ciclo de julho 2007 até agosto 2008, o IBovespa caiu 1,4%, enquanto o valor de mercado das maiores empresas caiu 21,6%, para uma queda de valor de 50,7% e 42,0% das menores empresas e das de base imobiliária;
- com relação às empresas de base imobiliária, destaca-se que a percepção de valor está muito mais associada à precificação exagerada ocorrida nos IPOs, do que à desvalorização dos portfólios, que, no ciclo, na maioria dos casos, valorizaram, porque aluguéis de escritórios estão para cima e desempenho de shopping centers também, ambos resultando em mais renda, logo mais resultado para os investidores nas ações das *property companies*.

4. A análise do comportamento dos preços por meio dos índices não penetra nos fundamentos de cada companhia de real estate. Contudo, é possível perceber que o volume financeiro mensal envolvendo os negócios com cada ação do setor é variável determinante, nesse período de análise, para a sustentação do valor (preço), mesmo muito abaixo dos preços dos IPOs, independente da leitura favorável ou não das estratégias adotadas e da divulgação dos balanços das empresas ao longo do período.

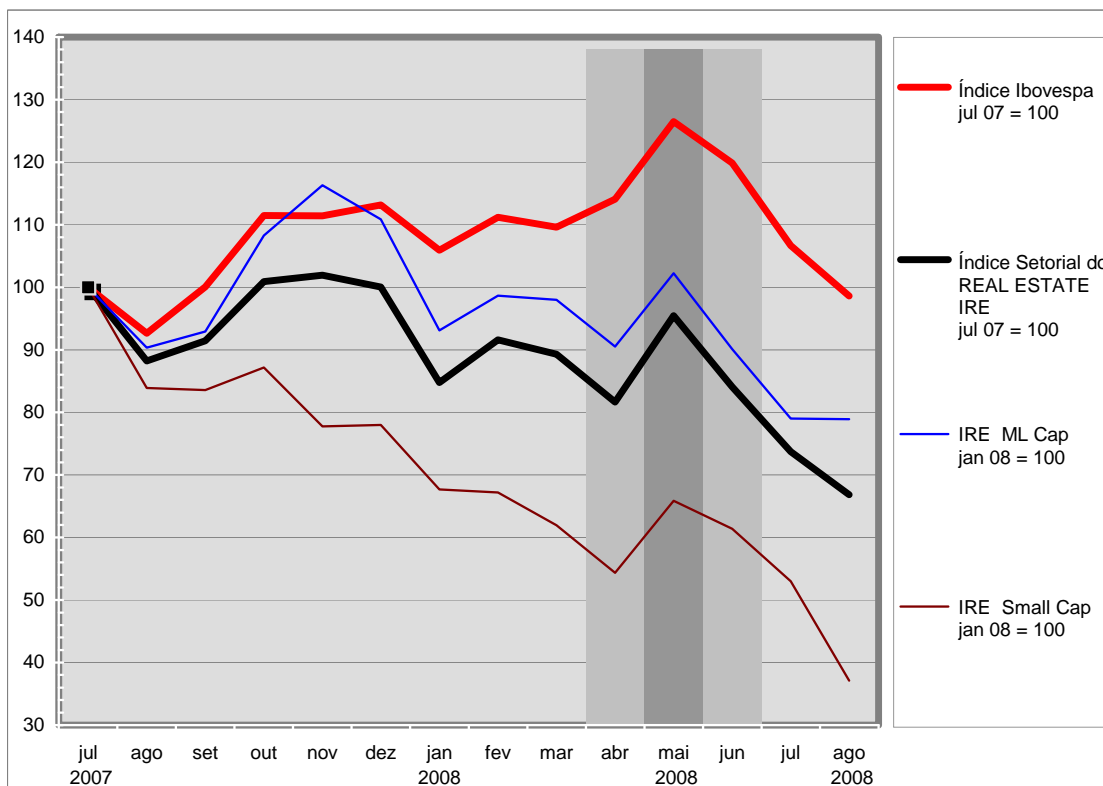
Esta tendência fica mais evidenciada quando comparamos a performance do IRE BI com o comportamento histórico das ações de empresas similares em diversos mercados internacionais, principalmente, os Real Estate Investment Trusts (REITs) Norte Americanos, na Europa, Sudeste Asiático e Austrália. O histórico de comportamento desses REITs focados em empreendimentos de base imobiliária apresenta firme estabilidade do valor de seus papéis negociados em bolsa em ciclos curtos, sendo vitimados ou privilegiados quanto aos preços mais em função do comportamento de fatores macroeconômicos, especialmente a taxa referencial de juros.

5. Outra forma de fazer a leitura do mercado é seguir a estratificação da Bovespa, separando as empresas em Mid Large Cap e Small Cap, critério que isola as grandes capitalizações (85% do mercado no Bovespa) das pequenas (os 15% restantes). Separamos as empresas com critério semelhante, listando como ML Cap



as ações de real estate com maior expressão, mas também liquidez na Bovespa, CYRE3, GFSA3, RSID3, BRML3, PDGR3, AGIN3 e MRV3, sendo as demais aglutinadas como Small Cap, excluídas sempre as corretoras de imóveis. Os gráficos 1A e 2A, no mesmo formato dos gráficos 1 e 2, mostram que, além das ações do setor experimentarem impactos mais contundentes que o todo do mercado, as empresas Small Cap são as mais penalizadas.

gráfico 1A

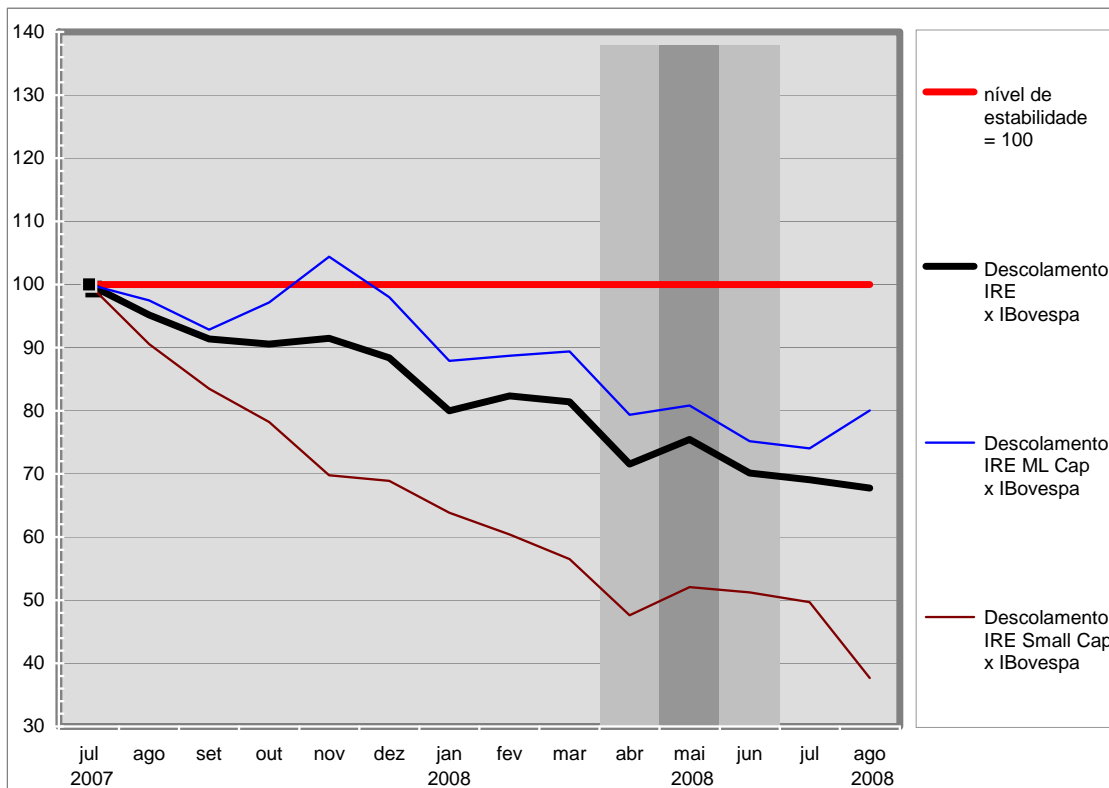


O gráfico1A continua mostrando que a percepção de mercado é que o *investment grade* não premiará o desempenho do setor, ou então, que a precificação das ações já é suficientemente agressiva para não se ver possibilidade de que o valor das empresas cresça além destes patamares. Tanto é assim, que os preços de maio 2008, sob a euforia, nem mesmo recuperam os patamares de julho 2007 e, mais, de junho até agosto 2008 caem, como o Ibovespa. O gráfico2A mostra que nesses três meses o IRE cai mais forte do que o Ibovespa, ou seja, o mercado reage contra a precificação para cima insuflada pelo *investment grade*. As ações Small Cap perdem



mais com a forte queda de agosto, com as ML Cap defendendo-se melhor, mas o que se evidencia é que o efeito esperado de valorização não ocorreu.

gráfico 2A



6. Quanto à questão de todo o segmento de real estate apresentar um comportamento de preços em queda acentuada, pode-se discutir porque as empresas, especialmente as Small Cap, não são capazes de defender preços adequados. Dois fatores se evidenciam: i. - os cenários otimistas utilizados na valuation para lançar as ações ao mercado vão se esvaindo contra a realidade de comportamento dos mercados e das empresas; ii. - a forma como se vem fazendo a leitura de qualidade do desempenho das empresas, cujos negócios são de ciclo muito mais longo do que a periodicidade com que as mesmas se expõem aos analistas, que acabam por julgar as empresas projetando para um ciclo perene comportamentos que, para muitas das empresas, não representa regime. Pode-se dizer que algumas das empresas nasceram pós IPO, pois, com sua capacidade de investimento multiplicada até por



dez vezes, estão ainda se estruturando para saber planejar, decidir e operar na nova escala. Isso faz com que os resultados ainda absorvam custos do crescimento e, mais, certamente não se encontram em regime operacional, para que seja possível tratar a amostra de comportamento de um ciclo semestral, curto para o ciclo dos negócios e curto para a vida da empresa em regime, como indicador válido para projetar desempenho adiante. A forte penalização nos preços, como se vê no índice Small Cap do [gráfico2A](#), pode ser fruto de uma leitura muito conservadora sobre a capacidade das empresas virem a fazer resultados adequados para os acionistas, frente às promessas dos prospectos de lançamento das ações.

7. O comportamento dos preços e o movimento fátuo para cima provocado pelo *investment grade* é ilustrado de modo mais agudo quando se verificam alguns movimentos de preços dentro do ano de 2008 (janeiro até agosto).

Os [gráficos 3](#) e [4](#), com formatos semelhantes aos anteriores, mostram os índices: i. - IBovespa; ii. - o da maior empresa do setor na Bovespa (Maior ML Cap); iii. - o da empresa que teve o melhor movimento de preço desde o seu IPO (Melhor ML Cap), sendo que, na sua grande maioria, as ações estão com preços abaixo dos IPOs; iv. - o da empresa que teve a maior queda de preço desde o seu IPO, que é uma Small Cap (Pior Small Cap).

- A maior empresa, até por estar presente no IBovespa, oscilou dentro do ano no entorno do mercado. De outro lado, o efeito *investment grade* tem vida muito curta (primeira semana de maio) e provoca uma queda mais forte que o mercado ([gráfico4A](#)), só recuperada em agosto.
- A empresa de preço mais estável também flutua em harmonia com o mercado, experimentando uma valorização menor pelo efeito *investment grade*, que se dissolve em seguida, na cauda de queda do mercado.
- A empresa de pior performance se aproveita do efeito *investment grade* por duas semanas, mas volta e cai acentuadamente após julho 2008.

Ou seja, mesmo fazendo leituras isoladas nos extremos, percebe-se que não há efeito *investment grade* permanente. Isto é indicador de que os preços não têm sustentação nos patamares propostos na origem dos IPOs, ou não há investidores dispostos a dar tanto crédito à mudança de degrau da nota de risco soberano de investimento concedida ao país.

Como o mercado de real estate é passivo das demandas da economia, havendo crescimento sustentado, depois de absorvidos os efeitos da situação global, poderá ocorrer reflexo positivo no comportamento dos empreendimentos de base imobiliária, ainda que de repercussão moderada, porque se diluem em ciclos



longos. Esse efeito pode favorecer os preços das ações de *property companies*, e o *investment grade* auxilia a angariar recursos de longo prazo. Nos empreendimentos imobiliários, é possível que haja ainda um caminho difícil a percorrer, até que as empresas se ajustem à sua nova escala, planejando adequadamente a oferta de produtos, administrando decisões e processos num padrão equivalente à sua dimensão, o que hoje não ocorre, e desencaixando os terrenos internados nos land bank que rendem zero. Ainda há a escuridão adiante sobre como os empreendedores redesenharão a oferta para encaixar os custos de produção que sobem num gradiente maior do que a renda do público alvo.

gráfico 3

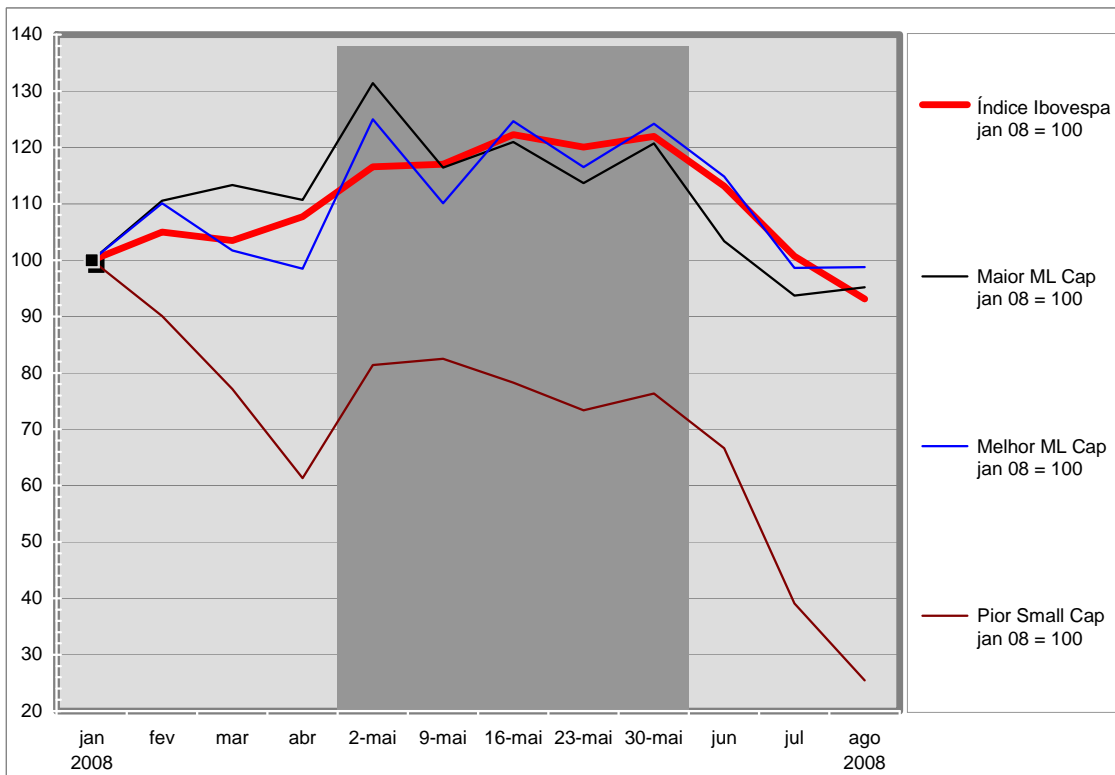




gráfico 4

