



Texto para Coluna do NRE-POLI
na Revista Construção e Mercado – Pini – Setembro 2010

PREVIDÊNCIA E MERCADO IMOBILIÁRIO: A CONVERGÊNCIA DE INTERESSES DOS FUNDOS DE PENSÃO E DO SEGMENTO IMOBILIÁRIO

Economista, Gerente executivo na Previ, André Tapajós Cunha

Mudanças positivas aconteceram nas últimas duas décadas no Brasil com a estabilidade econômica (obtida com o Plano Real e consolidada no atual governo), dentre elas: i) forte desenvolvimento dos mercados de capitais; ii) desenvolvimento do aparato regulamentar tanto do setor imobiliário como do mercado de capitais e dos fundos de pensão; iii) oportunidades de investimentos sólidos em setores de infraestrutura; iv) e uma redução forte e consistente na taxa de juros básica (apesar da elevação recente, a tendência de longo prazo é de queda).

O ambiente mais propício para a realização dos investimentos produtivos permitiu uma aceleração do desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil e por consequência da indústria dos fundos de pensão e do mercado imobiliário. A seguir destaco alguns números que demonstram que houve um descasamento entre as oportunidades de investimentos verificadas pelos gestores das fundações ao longo dos últimos 20 anos e o segmento imobiliário.

- Em dezembro de 1989, ou seja, há pouco mais de 20 anos, a indústria de fundos de pensão brasileiros representava 3% do PIB do Brasil e os ativos
-



imobiliários eram a segunda maior fatia dos investimentos, com quase 20% do total do estoque dos recursos administrados pelas fundações.

- Em dezembro de 2009, o conjunto dos fundos de pensão brasileiros acumulou a incrível quantia de quase R\$ 500 bilhões, ou aproximadamente 17% do PIB brasileiro, e os investimentos imobiliários foram reduzidos até representar apenas 3% do total dos recursos garantidores desses Fundos.

O que aconteceu para a fatia do segmento imobiliário cair de 20% para 3% de participação nos ativos geridos pelas fundações? Acredito que a resposta para esta pergunta esteja diretamente relacionada ao modelo de financiamento que a indústria imobiliária escolheu para operar até meados da década passada, fortemente dependente do SFH (Sistema Financeiro da Habitação) e distante do mercado de capitais e a gestão das práticas de governança.

A indústria dos fundos de pensão evoluiu tanto do ponto de vista das técnicas empregadas na seleção de ativos como em relação ao incremento expressivo do patrimônio administrado nos últimos anos. O atual ambiente econômico e institucional favorável permite que os fundos exerçam de maneira soberana sua missão que é a de garantir o pagamento dos benefícios a todos aqueles que depositaram suas economias ao longo do tempo laboral para desfrutar de uma aposentadoria com a qualidade de vida correspondente ao esforço de acumulação feito por décadas de contribuições feitas para as EFPCs (Entidades Fechadas de Previdência Complementar).

A afirmativa que as EFPCs são formadoras de poupança de longo prazo é verdadeira, mas tal fato deve ser observado com prudência e os riscos calculados levando-se em conta: i) o aspecto temporal; ii) o descasamento dos índices de correção; iii) o não



cumprimento da remuneração prometida e iv) até mesmo a possibilidade de “default” do título adquirido. A literatura técnica indica que títulos de características semelhantes, mas com “duration” distintas, terão riscos diferentes, ou seja, quanto mais longo for o título maior será a taxa de retorno exigida para compensar os riscos assumidos pelo investidor.

Os principais agentes do mercado imobiliário perceberam que está próximo o limite de o SFH (Sistema Financeiro da Habitação - que tem como principal fonte de captação a poupança) financiar de forma sustentável o crescimento do setor às taxas registradas nos últimos anos. A securitização de recebíveis parece ser a solução da limitação deste modelo.

Nesse contexto, podemos verificar que existem sinergias entre os interesses dos fundos de pensão e os do segmento imobiliário. A boa nova é que a norma que rege os investimentos das fundações trouxe importantes novidades para o mercado imobiliário (Resolução 3.792, emitida pelo Conselho Monetário Nacional em 24/09/2009).

Uma primeira leitura poderia indicar que o regulador manteve inalterado o limite superior de 8% do total dos recursos garantidores das fundações para o segmento imobiliário tradicional, ou seja, “em tijolo”. Mas devemos atentar para a criação do segmento de Investimentos Estruturados onde é possível a alocação de até 20% dos recursos em FIPs (Fundos de Investimentos em Participações), FIEE (Fundos de Empresas Emergentes), FII (Fundo de Investimentos Imobiliário) e Fundos Multimercado. Outro ponto que merece destaque é a impossibilidade legal de uma EFPC atuar como incorporadora.

O legislador indicou o limite superior de 10% do total dos recursos garantidores para



alocação dos investimentos nos FIIs. Além disso, os CRIs (Certificados de Recebíveis Imobiliários) e os CCIs (Cédulas de Crédito Imobiliário) estão classificados no segmento de renda fixa, o que permite ao gestor de carteiras uma exposição maior ao segmento imobiliário através de produtos financeiros.

O modelo ideal para que as construtoras e incorporadoras possam obter “funding” juntos aos investidores institucionais seria a utilização dos instrumentos existentes no segmento estruturado, com a criação de fundos especializados e dedicados.

Tal sugestão justifica-se pela expertise necessária para identificar os parceiros ideais, avaliar e acompanhar adequadamente todas as fases dos projetos, desde o estudo de viabilidade econômico-financeira até a política de comercialização e venda das unidades. A dificuldade para viabilizar o início da operação destes fundos é a falta de “track record”, impossibilitando mensurar os parâmetros de performance que deverão ser exigidos dos gestores dos fundos.

Outros pontos relevantes para as fundações na aquisição de cotas em fundos de investimentos merecem destaques: qualidade do gestor, regulamento, governança e a existência de um comitê de investimento.

Felizmente nos últimos anos vimos nascer uma série de ações que fortaleceram o vínculo do segmento imobiliário com o mercado de capitais; produtos financeiros foram criados e o cenário mais provável de redução da taxa básica de juros possibilitará que produtos financeiros com base imobiliária possam se desenvolver e auxiliar os fundos de pensão a suprir a necessidade de rentabilidade exigida pelo passivo atuarial.
