



Texto para Coluna do NRE-POLI
na Revista Construção e Mercado – Pini – Junho 2009

**O papel do *private equity* na consolidação do
mercado imobiliário residencial**
Prof. Dr. Fernando Bontorim Amato

O mercado imobiliário brasileiro passou por uma transformação nos últimos anos com a promulgação de novas leis e regulamentações que acarretam, dentre outros fatores, na expansão do crédito imobiliário em condições mais favoráveis de juros e prazos aos compradores, principalmente àqueles do segmento residencial. Com isso, uma parcela da população com menor poder aquisitivo passou a ter acesso a crédito compatível com a sua renda familiar, situação esta que ensejou num aumento na demanda habitacional.

Diante de tal quadro, alguns empreendedores buscaram capitalizar suas empresas no intuito de ofertar mais moradias e conseguir ganhar uma maior fatia não somente nos mercados em que vinham atuando, mas também em outros localizados nas mais diversas cidades e estados brasileiros. Esses recursos financeiros vieram, de forma expressiva, por meio da abertura do capital com o lançamento de ações em Bolsa de Valores (*Initial Public Offering* – IPO). Na busca por recursos para implantar suas estratégias de crescimento, outros viram no capital de *private equity* uma fonte de recursos capaz de aceitar o binômio risco-retorno inerente à atividade de empreender no setor.



Os fundos de *private equity* (FPE), que concentram esse tipo de capital no País, perceberam essa oportunidade de remunerar os recursos de seus investidores através de duas formas distintas de atuação. Na primeira delas, os FPE são parceiros na viabilização de novos projetos imobiliários ao prover, junto com os empreendedores, o capital de investimento (*equity*) necessário à sua consecução. Assim, os FPE entram em incorporações residenciais que têm como característica a formação do *fundings* com uma parcela expressiva proveniente da contratação de financiamentos bancários.

Já na segunda opção, os FPE buscam se associar a empreendedores cujas empresas têm um elevado potencial de crescimento mercadológico e geográfico. As associações visam basicamente três tipos de operações: [i] capital de risco: investimento em empresas em fase de consolidação que pretendem expandir seja de forma orgânica ou por meio de fusão e/ou aquisição de concorrentes; [ii] *leverage buyouts*: aquisição alavancada de companhias maduras para reduzir custos e enxugar o quadro de pessoal com objetivo de incrementar a lucratividade e, por conseguinte, seu valor de mercado; [iii] recuperação empresarial: aquisição de participação em companhias com dificuldades financeiras, porém estabelecidas em seus mercados, fazer uma reestruturação no intuito de vendê-las futuramente.

Efeitos da Crise

Diversos FPE fizeram aportes em empresas e/ou investiram diretamente em projetos imobiliários. Contudo, a tônica de crescimento vigoroso do mercado, observada desde 2005, foi interrompida com o agravamento da crise dos *subprime* nos EUA em maio de 2008, que gerou graves problemas em instituições financeiras, restrição ao crédito, dificuldades em empresas, desemprego e recessão econômica em vários países.



Os FPE também foram afetados à medida que investidores começaram a reduzir suas aplicações, seja por necessidade de capital oriunda da perda do valor dos seus ativos, seja por receio dos compromissos assumidos pelo fundo e/ou dos resultados prováveis a serem alcançados. No exterior, FPE utilizaram de altos níveis de alavancagem financeira (até 80% do valor da operação) para realizar seus investimentos com a justificativa na crescente valorização dos ativos. Esses fundos têm tido dificuldades para garantir a sua própria solvência, ficando mais expostos e vulneráveis com a redução do preço dos ativos e à obrigatoriedade de marcação a mercado das carteiras..

Com a queda e a volatilidade dos preços dos ativos ligados ao setor imobiliário, muitos investidores em *private equity* reviram suas posições, seja pela redução do capital comprometido seja até mesmo pela desistência da aplicação. Alguns fundos ligados ao setor imobiliário foram obrigados a desmobilizar parte de seus *portfolios*, incluindo desde terrenos para novos projetos até imóveis prontos com renda.

A crise influenciou severamente parâmetros de mercado e expectativas de geração de valor, o que trouxe um retrocesso para os gestores dos FPE. Os prêmios de risco exigidos pelos investidores em *private equity* têm aumentado em quase todos os países do mundo. No Brasil, o reflexo se deu em algumas captações que estavam sendo realizadas e que tiveram que ser interrompidas parcial ou totalmente.

Todavia, o cenário dos FPE aqui é um pouco diferente à medida que os gestores fizeram captações antes do agravamento da crise, permitindo que tivessem recursos disponíveis em caixa para aplicação em novos negócios. Segundo estimativas da Associação Brasileira de Private & Venture Capital (ABVCAP), existem em torno de



US\$ 11 bilhões já captados para aplicar nos mais diversos setores da economia.

Após a deflagração da crise, foram trazidas também incertezas no sistema financeiro que refletiram no mercado imobiliário brasileiro com a restrição crescente no crédito bancário tanto aos futuros mutuários como às próprias incorporadoras.

Para sustentar seus ambiciosos planos de crescimento, essas empresas já haviam buscado recursos por meio da emissão de debêntures e de empréstimos de capital de giro, cujos encargos financeiros são superiores aos do Sistema Financeiro da Habitação (SFH). Os recursos do IPO foram utilizados, sobretudo, para compra de terrenos para novos projetos e aquisição de outras empresas. Para assegurar a entrega dos empreendimentos lançados, as incorporadoras residenciais de maior porte ficaram ainda mais endividadas. Os balanços anuais das companhias de capital aberto publicados recentemente mostram que o endividamento total mais que dobrou e ultrapassou o valor de R\$ 10 bilhões no final de 2008.

Outro efeito da crise foi a redução do ritmo de vendas nos lançamentos e durante as obras, o que agravou ainda mais a necessidade de capital. Os estoques de unidades lançadas e não comercializadas atingiram mais de R\$ 25 bilhões no final de 2008, um incremento de quase R\$ 10 bilhões em relação ao ano anterior.

Novo Cenário

Com vendas em queda e endividamento crescente, o valor de mercado das empresas de capital aberto foi severamente afetado pela fuga de capitais estrangeiros das bolsas de valores de todo o mundo. No Brasil, as companhias imobiliárias tiveram uma redução tão drástica que algumas delas passaram a ser negociadas por preços



inferiores ao seu valor patrimonial. Logo, tornou-se então mandatária a postergação do lançamento de empreendimentos, da execução de projetos e da compra de terrenos. Algumas companhias com maiores dificuldades chegaram até a vender terrenos adquiridos e projetos lançados ou em construção.

Com isso, abre-se uma nova perspectiva para que os FPE possam utilizar seus recursos para adquirir participações acionárias relevantes em incorporadoras de capital aberto ou fechado. A estratégia adotada pode estar centrada no crescimento inorgânico de um grupo de empresas por meio de fusões e aquisições de seus concorrentes.

A maior dificuldade na obtenção do financiamento bancário tem levado empresas a buscar recursos junto a FPE como alternativa de capitalização. Um exemplo claro é a aquisição do controle acionário da INPAR feita pelo fundo norte-americano de private equity PALADIN. Outras companhias de capital aberto com dificuldades financeiras, como a ABYARA, a KLABIN SEGALL, a COMPANY e a TENDA, também foram adquiridas por outras incorporadoras do setor e por investidores estrangeiros.

Na realidade, o processo de consolidação das incorporadoras residenciais já iniciou há anos, mas deve passar por uma nova etapa com o surgimento de alguns poucos grupos empresariais que aglutinarão as companhias de capital aberto com suas respectivas subsidiárias formadas por meio de alianças e parcerias com empresas de menor porte do setor.

Caberá aos FPE, os quais alguns já possuem participações acionárias em empresas imobiliárias, saber assumir um papel ativo na consolidação através da capitalização destas. Como lógica de desmobilização após a consolidação, seus gestores, que



sempre avaliam a liquidez dos investimentos, podem vislumbrar a alienação da participação acionária adquirida para um investidor estratégico ou ainda uma futura oferta pública secundária das ações em Bolsa de Valores.

Os fundos ficaram ainda mais seletivos com a crise, o que tem restringido as suas atividades. Contudo, há oportunidades para investimento de *private equity* no sentido de consolidar o setor e atender ao déficit habitacional do País para o qual o Governo Federal tomou um conjunto de medidas de incentivo às moradias voltadas para a baixa renda.
