

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

“Alternativas de Funding de Longo Prazo no setor imobiliário”

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".

Daniel Amaral Caulliraux

Matrícula: 01146814

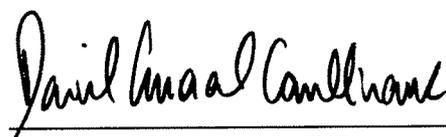
Orientador: Marcus Vinicius Valpassos

Junho de 2004

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

“Alternativas de Funding de Longo Prazo no setor imobiliário”



Daniel Amaral Caulliraux

Matrícula: 01146814

Orientador: Marcus Vinicius Valpassos

Junho de 2004

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor".

A minha mãe, por existir, e meu pai, que certa vez me disse: “quando você acha que todo mundo ao seu redor é louco, certamente há algo errado, e é você que devia procurar um médico”, obrigado.

ÍNDICE

1	INTRODUÇÃO.....	5
2	MERCADO IMOBILIÁRIO.....	7
2.1	DEFICIT HABITACIONAL	8
2.2	CONSTRUÇÃO CIVIL	11
3	SECURITIZAÇÃO.....	12
3.1	SECURITIZAÇÃO E O MERCADO IMOBILIÁRIO	12
3.2	O QUE É SECURITIZAÇÃO?	13
3.2.1	<i>Sociedades de Propósito Específico.....</i>	<i>18</i>
3.2.1.1	<i>Estrutura da operação.....</i>	<i>19</i>
3.2.2	<i>Certificados de Recebíveis Imobiliários.....</i>	<i>22</i>
4	FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.....	26
4.1	INTRODUÇÃO	26
4.2	REIT'S: A EXPERIÊNCIA NORTE-AMERICANA.....	28
4.2.1	<i>Introdução.....</i>	<i>28</i>
4.2.2	<i>Características.....</i>	<i>28</i>
4.2.3	<i>Crescimento e expansão dos REITs.....</i>	<i>30</i>
4.2.4	<i>Carteira REITs.....</i>	<i>31</i>
4.2.5	<i>Retornos dos REITs.....</i>	<i>32</i>
4.3	LEGISLAÇÃO DOS FII.....	33
4.4	CARACTERÍSTICAS DOS FII	34
4.5	ESTUDO DE CASO FII EDIFÍCIO ALMIRANTE BARROSO.....	39
4.6	NOVA INSTRUÇÃO EM ANÁLISE NA CVM.....	41
4.7	FIIs X REITs	43
	FUNDOS DE PENSÃO	45
4.8	INTRODUÇÃO	45
4.9	INDICADORES SELECIONADOS DOS FUNDOS DE PENSÃO	46
5	CONCLUSÕES.....	49
6	BIBLIOGRAFIA.....	50

ÍNDICES GRÁFICOS:

GRÁFICO 1 - COMPONENTES DO DÉFICIT HABITACIONAL.....	9
GRÁFICO 2 - DISTRIBUIÇÃO DO DÉFICIT POR FAIXA DE RENDA MENSAL FAMILIAR	10
GRÁFICO 3 - PROCESSO DE SECURITIZAÇÃO.....	14
GRÁFICO 4 – PROCESSO DE SEGREGAÇÃO DE ATIVOS NUMA SPE.....	20
GRÁFICO 5 - EXEMPLO DE UMA EMISSÃO DE CRIS COM BASE NUM FLUXO DE PAGAMENTO DE ALUGUÉIS	23
GRÁFICO 6 - PATRIMÔNIO LÍQUIDO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO POR ANO DE LANÇAMENTO	27
GRÁFICO 7 - VALOR DE MERCADO E QUANTIDADE DE REITS NO EUA.....	29
GRÁFICO 8 – IMPACTO SOBRE O RETORNO POR AÇÃO DECORRENTE DE UMA IPO	30
GRÁFICO 9 - MODELO SIMPLES DE ALAVANCAGEM FINANCEIRA.....	31
GRÁFICO 10 - DIVISÃO DOS INVESTIMENTOS DOS REITS POR TIPO DE PROPRIEDADE.....	32
GRÁFICO 11 - ESTRUTURA DE UM FII.....	36
GRÁFICO 12 - INVESTIMENTO FUNDOS PENSÃO: IMÓVEIS + FIN. IMOBILIÁRIO	47

ÍNDICE TABELAS:

TABELA 1 - VOLUME DE CRIS EM CIRCULAÇÃO (1998-2004).....	24
TABELA 2 - RETORNO DOS REITS	33
TABELA 3 - FIIS PULVERIZADOS.....	38
TABELA 4 - RENTABILIDADE HISTÓRICA DAS QUOTAS DO FII ED. ALMIRANTE BARROSO ...	40
TABELA 6 – 10 MAIORES FUNDOS DE PENSÃO BRASILEIROS.....	45
TABELA 7 – INDICADORES SELECIONADOS	46
TABELA 8 - LIMITE PARA INVESTIMENTO EM IMÓVEIS DOS FUNDOS DE PENSÃO (RESOLUÇÃO 2.829/2001 - CMN).....	47

ANEXOS:

ANEXO 1 - RELAÇÃO DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS REGISTRADOS NA CVM	51
--	----

1 Introdução

“O ritmo de crescimento e de desenvolvimento de uma economia depende da disponibilidade de recursos para investimento e do custo destes recursos. Recursos insuficientes ou custos elevados frustram projetos de investimentos que poderiam gerar produto, emprego e renda. No Brasil, as empresas experimentam grandes dificuldades para a obtenção de recursos para o financiamento de suas atividades produtivas, tanto no que tange à disponibilidade quanto com relação aos custos, o que limita a taxa de crescimento sustentado e coloca em primeiro plano de importância o tema do financiamento.”¹

O trecho acima foi extraído do relatório de conjuntura econômica elaborado, anualmente, pela CNI. Simplificações a parte, tomemos como ponto de partida para nossa análise a situação atual do setor habitacional. O Brasil apresenta um enorme déficit habitacional, cujo entendimento está associado a uma conjunção de fatores econômicos, sócio-políticos e culturais. Poder-se-iam enumerar uma série, pelos quais não há número suficiente de moradias para a totalidade da população.

A experiência internacional indica a securitização como uma forma natural de alavancar o setor financeiro imobiliário, dado que o capital do Sistema Financeiro Habitacional não será suficiente para prover o volume necessário de financiamento. Neste sentido, a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) foi um passo importantíssimo para permitir o acesso ao Mercado de Capitais de construtoras, incorporadoras e instituições financeiras originadoras de financiamentos imobiliários, abrindo espaço para novas formas de financiamento.

Proponho-me a analisar neste estudo algumas das alternativas de Funding de Longo Prazo lastreadas em imóveis, presentes no mercado imobiliário brasileiro. Inicialmente busco a caracterização do mercado imobiliário, apresentando também o enorme déficit habitacional brasileiro. Posteriormente, ressaltarei a importância relativa da indústria da construção civil para analisar algumas das formas de superar a carência de financiamento de longo prazo, variável explicativa na regressão de qualquer uma dessas séries.

Ao longo do estudo explicarei como ocorre o processo de securitização, em todos os seus aspectos, analisando o processo de securitização através da criação de Sociedades de Propósito Específico. Abordarei também o processo de securitização no que diz respeito

¹ Confederação Nacional da Indústria (2003)

aos Certificados de Recebíveis Imobiliários, discriminando algumas das possibilidades deste instrumento.

Em seguida, analiso a indústria de Fundos de Investimento Imobiliário brasileira à luz do mercado Norte-Americano de Real Estate Investment Trusts, ilustrando as principais diferenças e níveis atuais de desenvolvimento.

Concluo que o Brasil já reúne condições para a formação de um ambiente propício ao desenvolvimento de um sistema de financiamento de longo prazo, calcado, principalmente, nos instrumentos que serão apresentados ao longo do texto.

2 Mercado Imobiliário

Nota-se que a grande maioria dos brasileiros atribui grande importância ao investimento imobiliário, “não só pela identificação de parte da independência de cada indivíduo ou família com propriedade da casa própria, mas também por se mostrar uma alternativa de investimento mais segura e previsível, com uma rentabilidade satisfatória, possibilitando uma renda para a aposentadoria, com o aluguel do imóvel”.²

O mercado imobiliário tem comportamento diferente dos mercados de outros bens, apresentando volatilidade inferior às observadas nos mercados de capitais. O valor dos imóveis é influenciado pelo equilíbrio entre fatores de Oferta e Demanda, alterações no ambiente³, oferta de crédito, inflação, condução da economia, políticas fiscais, crescimento demográfico, confiança do consumidor e pela atuação não-ordenada e simultânea de empreendedores, intermediários, poder público e população.

Eventos pontuais, como a instalação de grandes indústrias, shoppings, Pan-Americano, podem ser responsáveis por fortes impactos sobre os mercados imobiliários das localidades onde se instalam, porém os efeitos sob o mercado, como um todo, são mínimos.

Tendo em vista os fatores supracitados, a presença de assimetria informacional⁴, heterogeneidade dos imóveis e de suas localizações, existência de diversos sub mercados para cada tipo de imóvel, presença de inúmeros fatores psicológicos e alto custo de mobilidade⁵, podemos classificar o mercado imobiliário como um mercado de concorrência imperfeita.

Culturalmente, estamos acostumados a anunciar os imóveis nos jornais e entregar a venda a corretores, que se encontram em todos os lugares, a qualquer hora do dia. Os procedimentos de compra e venda são conhecidos por todos e entendidos como relativamente simples, o que não quer dizer que os mesmos sejam transparentes ou claros.

O custo elevado dos imóveis em relação ao padrão da renda nacional dificulta ou impede a participação de expressiva parcela da população, relegada a locação, enquanto

² The Economist (30/03/02)

³ Localidade - localização

⁴ A grande maioria dos agentes do mercado imobiliário é inexperiente e tem pouca informação, o que cria barreiras a livre opção e dificulta a tomada de decisões.

⁵ Aqui referido como o custo do “agregado” mobilidade: Custos financeiros, tempo, desgaste psicológico, taxas municipais, custo de intermediação, registro imobiliário e mudança física (transporte).

outra parte depende de financiamentos, geralmente indisponíveis. Este contingente da população, excluído do mercado formal, passa a agir em transações não registradas (ou ilegais) contribuindo para a deterioração das estatísticas do setor. A próxima seção busca ilustrar a seriedade do déficit habitacional brasileiro.

2.1 Deficit Habitacional

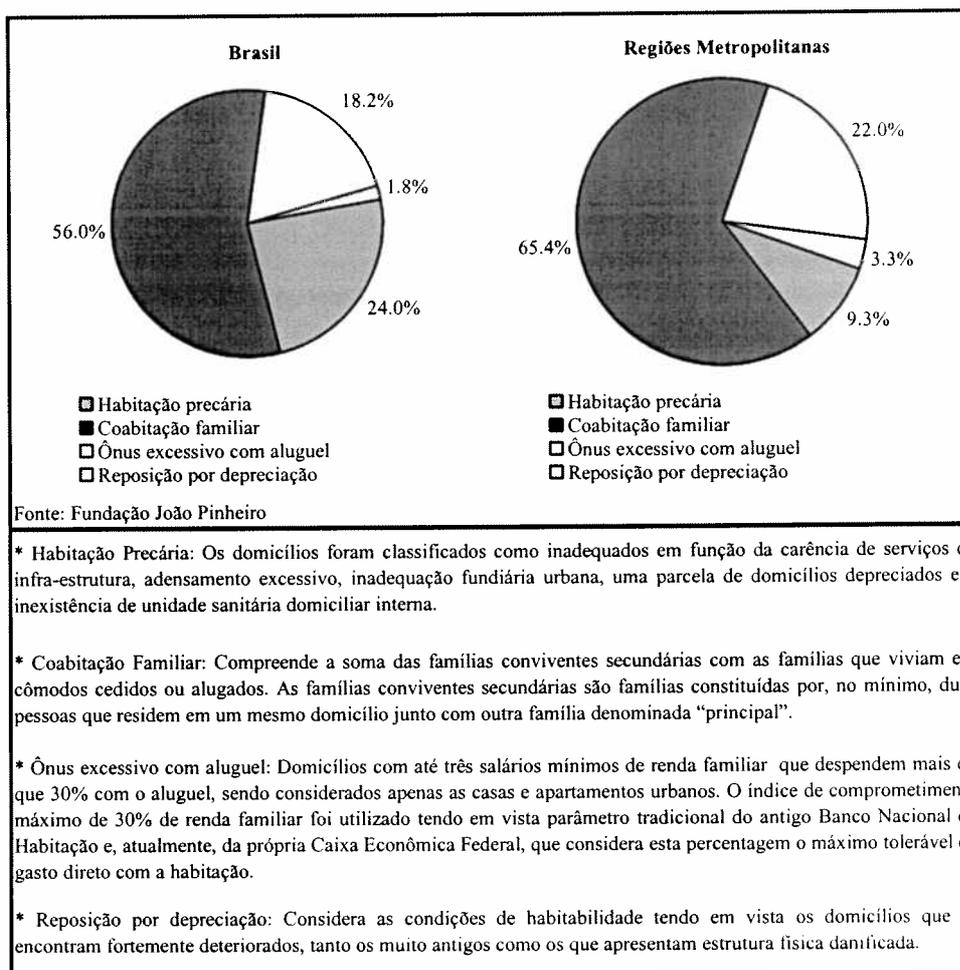
Notadamente, o Brasil possui um enorme déficit habitacional, que para ser melhor compreendido, deve levar em conta a qualidade dos domicílios observados. De acordo com estimativas⁶ da Fundação João Pinheiro, o déficit habitacional brasileiro foi de 6.656.526 novas moradias no ano de 2000, com incidência notadamente urbana, correspondendo a 81,3% do montante brasileiro. A Região Nordeste lidera a demanda nacional, com necessidades estimadas em 2.631.790 unidades, vindo a seguir a Sudeste, com 2.412.460 unidades. As duas regiões juntas representam 75,8% do déficit habitacional brasileiro.

Em termos relativos, o déficit habitacional equivale a 14,8% dos domicílios particulares permanentes brasileiros, proporção ligeiramente inferior nas áreas urbanas (14,5%) e ligeiramente superior em áreas rurais (16,5%). A distribuição do déficit habitacional segundo seus componentes revela a predominância da coabitação familiar, que responde isoladamente por 56,1% da estimativa brasileira, e por 65,4% do déficit metropolitano, enquanto a precariedade física da habitação (domicílios rústicos mais os improvisados) é responsável por 24% do déficit brasileiro estimado e apenas 9,3% do déficit metropolitano.

Os principais componentes do déficit habitacional brasileiro podem ser observados no gráfico a seguir.

⁶ Resumo do Estudo elaborado pela Fundação João Pinheiro, através do Centro de Estatística e Informações, em parceria com a Secretaria Especial de Desenvolvimento Urbano da Presidência da República - SEDU/PR, o Banco Interamericano de Desenvolvimento - BID e o Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento - PNUD. Projeto PNUD BRA-00/019 - Habitar Brasil-BID.

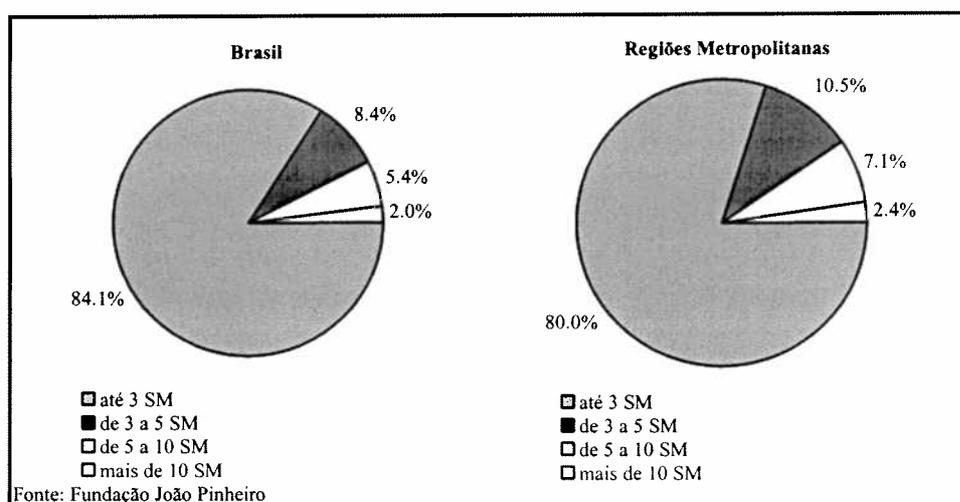
Gráfico 1 - Componentes do Déficit Habitacional



O déficit habitacional apresenta-se altamente concentrado (84.1%) na faixa de renda mensal familiar menor ou igual a 3 salários mínimos, diminuindo à medida que há a elevação nos padrões de renda. Poder-se-ia utilizar estes dados na derivação da importância de políticas governamentais de incentivo a compra ou construção da casa própria, dado que mesmo num contexto de crédito abundante, esta faixa da população na qual o déficit está concentrado não conseguiria obter financiamentos, seja por não possuir bens para dar como garantias ou por não ser economicamente viável nos contextos familiares em questão.

A distribuição do déficit habitacional por faixa de renda mensal familiar pode ser observada no gráfico a seguir.

Gráfico 2 - Distribuição do déficit por faixa de renda mensal familiar



Utilizar-me-ei de uma história para ilustrar as proposições acima. “Certa vez um guardador de carros, amigo meu, me falou da existência de um sistema curioso de compra de material de construção. Quando Lúcio tem condições financeiras, passa na loja de materiais de construção e compra um saco de cimento, ou qualquer outro material. Porém Lúcio não recebe as mercadorias contra o pagamento, guardando as notas fiscais, para que no dia em que suas necessidades por insumos forem satisfeitas, possa iniciar a construção de sua casa. O detalhe mais curioso é que sua casa estará localizada na favela do Cantagalo, em Ipanema, e será construída acima da laje da casa de seu irmão, que fica acima da casa de sua cunhada, que fica acima da casa de dois andares de sua mãe. Ou seja, Lúcio está perto de morar numa cobertura em Ipanema”.

Simplificações à parte, dada a ilustratividade do exemplo acima, quais seriam as chances de cidadãos de situação financeira semelhante à do protagonista de nossa história obter um financiamento, seja para compra da casa própria, seja para compra de material de construção?

Estimativas da Caixa Econômica Federal⁷ mostram que para acabar com o déficit habitacional das famílias que ganham até 5 salários mínimos (o que equivale a 92,6% do déficit estimado), em um horizonte de 10 anos, seriam necessários investimentos de R\$ 5,5 bilhões de reais por ano. Tendo em vista que os recursos disponíveis para investimento do setor (FGTS e orçamento da União) não ultrapassam os R\$ 2 bilhões de reais, podemos

⁷ Extraído de “A Securitização de Hipotecas no Brasil”

estimar que a carência de recursos para a habitação se encontre na ordem de aproximadamente R\$ 3 bilhões de reais anuais.

2.2 Construção Civil

Segundo Estudo da Matriz Insumo-Produto do Macro-setor da Construção (2002), da Fundação Getulio Vargas, contratado pela Câmara Brasileira da Construção Civil (CBIC), o Macro-setor da Construção Civil (composto pela construção civil propriamente dita e por todas as atividades industriais e de serviços a ela ligadas), representa 19,26% do total da renda gerada em território nacional, emprega diretamente em torno de 5,5 milhões de trabalhadores, cerca de 9% do total do pessoal ocupado⁸ na economia brasileira, sendo que um grande contingente apresenta baixa qualificação.

Para uma comparação sobre a sua importância, cada R\$ 1 milhão aplicados na sua produção geram 65 empregos (diretos, indiretos e induzidos) na economia, enquanto no setor de automóveis, caminhões e ônibus são gerados 47 novos postos de trabalho. Neste mesmo ano, o setor da construção civil teve uma participação de aproximadamente 7,5% no Produto Interno Bruto do país.

Tendo em vista o déficit habitacional brasileiro e a importância relativa do setor da construção civil na economia brasileira, apresentarei nos próximos dois capítulos algumas das alternativas de Funding de Longo Prazo, lastreadas em imóveis, presentes no mercado brasileiro, que poderiam ser mais utilizadas mais amplamente na alavancagem do mercado de financiamento imobiliário nacional.

⁸ Ou 6.1% de todo pessoal empregado no país....

3 Securitização

3.1 Securitização e o Mercado Imobiliário

O Brasil é historicamente carente de recursos para investimentos com longo prazo de maturação, em parte pela inexistência de marcos-regulatórios bem definidos em diversos setores, mas principalmente devido à instabilidade político-social que perturba a economia brasileira, e diminui a atratividade do país ao capital. Outro fator que pode ser apontado como determinante da carência de recursos para investimento imobiliário são os altos juros praticados pelo governo nos títulos públicos, uma vez que os recursos para investimento imobiliário buscam mundialmente retornos que variam entre 10 e 12% ao ano.

Atualmente cerca de 80% dos recursos destinados ao financiamento imobiliário no país provém dos próprios incorporadores, o que acaba por elevar as necessidades de capital operacional, diminuindo sua eficiência. O financiamento aos compradores de seus projetos implica na redução do volume de recursos (próprios) para aplicação em novas unidades habitacionais, ou seja, a necessidade de financiar a compra de seus projetos afasta os incorporadores de sua atividade principal – Incorporação.

A experiência internacional indica a securitização como uma forma natural de alavancar o setor financeiro imobiliário, dado que o capital do Sistema Financeiro Habitacional não será suficiente para prover, sozinho, o volume necessário de financiamento.

A Lei 9.514, de 20 de novembro de 1997, conhecida como Lei do Sistema de Financiamento Imobiliário e as resoluções 2493/98 e 2573/98 do Banco Central permitiram o acesso ao Mercado de Capitais de construtoras, incorporadoras e instituições financeiras originadoras de financiamentos imobiliários, assim como viabilizaram o surgimento de um mercado secundário para os títulos securitizados. Suas principais implementações estão abaixo referidas:

1. Criação dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), cuja emissão é restrita às companhias securitizadoras;

2. Viabilizaram a criação das companhias securitizadoras e do mercado secundário de recebíveis imobiliários;
3. Instituíram a alienação fiduciária do ativo que está sendo financiado;
4. Viabilizaram a cessão de créditos para securitização, por parte das instituições não-financeiras;
5. Permitiram a colocação de títulos e valores mobiliários por companhias securitizadoras no exterior.

3.2 O que é Securitização?

Securitização é um processo através do qual uma variedade de ativos financeiros e não financeiros (“ativos-objetos”) são “empacotados” na forma de Títulos (títulos financeiros negociáveis) e então vendidos a investidores. Os fluxos de caixa gerados pelos ativos são usados para pagar o principal e os encargos dos títulos gerados, além das despesas da operação. Os títulos, por sua vez, são lastreadas pelos ativos e são conhecidos como Asset Backed Securities (“ABS”).

Qualquer fluxo-de-caixa, atual ou futuro, pode ser securitizado, sendo que os tipos mais comuns de securitização envolvem empréstimos hipotecários, financiamentos de automóveis, recebíveis de cartões de crédito, entre outros.

O processo de securitização envolve três participantes:

1. Um originador que gera um ativo seja este um empréstimo, leasing, receptível, ou outra forma de fluxo de pagamento;
2. Intermediários que estruturam a securitização e ajudam a viabilizar a venda dos ABS aos investidores;

3. Investidores que compram os ABS.

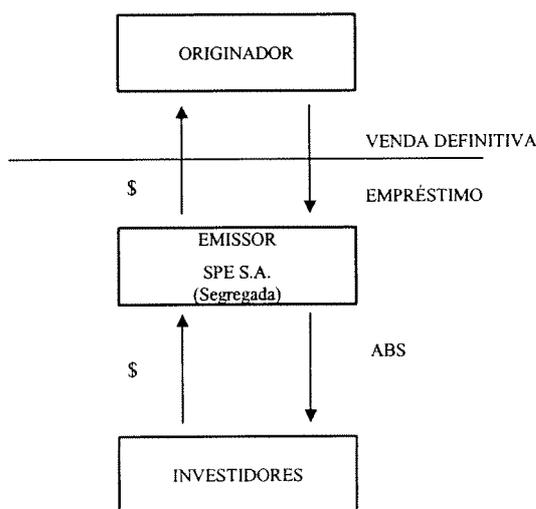
Um dos principais objetivos de uma securitização é a separação do risco de crédito do pool de ativos sendo securitizados do risco de crédito do originador. Para se atingir esta separação, o originador vende um pool de ativos especificamente identificados a uma Sociedade de Propósito Específico (“SPE”), a qual então emite ABS para investidores.

A SPE é uma empresa-de-papel (“shell company”) criado com o único objetivo de comprar o pool de ativos do originador com os fundos recebidos através da emissão de ABS lastreados pelos próprios ativos. O balanço financeiro de uma SPE consiste dos ativos adquiridos do originador de passivos constituídos pelos ABS emitidos. Através de uma “venda definitiva” (venda e transferência irrevogável e irretroatável) de um pool de ativos para uma SPE, os ativos são legalmente separados daqueles do originador. Isto significa que se o originador requerer falência, os credores não garantidos (quirografários), não teriam qualquer recurso contra o pool de ativos e seus respectivos fluxos de caixa. Por outro lado, os investidores que compraram os ABS não teriam recurso contra os ativos do originador no evento da falência.

Para efeito de repagamento de seus ABS, o investidor olha apenas para o fluxo-de-caixa gerado pelo pool de ativos assim como para as qualidades de crédito intrínsecas da operação — legalmente falando — não há recurso contra o originador.

O gráfico abaixo busca ilustrar o processo de securitização.

Gráfico 3 - Processo de securitização



O processo de securitização pode ser estruturado de forma a melhorar a qualidade do crédito a ela vinculada. Alguns dos processos possíveis são citados abaixo:

1. Tranches subordinadas de dívida securitizada: Tipicamente, uma transação de securitização extrai e separa os fluxos-de-caixa de um pool de ativos em vários pedaços chamados tranches. Uma tranche sênior tem preferência sobre os fluxos-de-caixa em relação aos direitos de uma tranche subordinada. As tranches subordinadas provêm reforço de crédito por absorverem, antes das tranches seniores, as perdas dos ativos-base do pool.
2. Spread excedente: É definido como pagamentos de juros e outras comissões recebidas sobre os ativos do pool menos os pagamentos de juros feitos para os ABS mais a comissão paga para gerir e cobrar os ativos entre outras despesas. O spread excedente é tipicamente a primeira linha de defesa para absorção de perdas; ele é utilizado antes de qualquer outro tipo de reforço de crédito ser acionado⁹. Se o spread excedente não é utilizado, normalmente ele é liberado para o originador ou retido numa conta-reserva.
3. Conta-Reserva de Caixa: O originador pode separar um certo volume de caixa numa conta-reserva para absorver perdas de crédito. Como uma alternativa, a transação também pode ser estruturada para capturar e reter qualquer excesso de fluxo-de-caixa (o qual, de outra maneira, retornaria ao originador), até que a conta reserva atinja um saldo de caixa especificado. Se a conta-reserva for usada para absorver perdas, qualquer excedente de fluxo-de-caixa deve ser usado para recompor a conta-reserva. Novamente, em havendo sobras de caixa, estas poderão então retornar ao originador.

⁹ Esclarecendo, se uma securitização tem um grande numero de perdas, o pool de ativos que suporta o ABS será diminuído, vale dizer que o reforço de crédito, incluindo qualquer disponibilidade de spread excedente, será usado para substituir o valor dos ativos perdidos. É deste modo que o spread excedente é utilizado para “absorver perdas”.

Uma transação pode também ter “gatilhos” relativos à performance, os quais, uma vez acionados, poderão exigir a retenção de caixa adicional caso a qualidade dos ativos-base se deteriore.

4. Sobre-Colateralização (provida pelo originador): Acontece quando o valor dos ativos no pool excede o valor dos ABS emitidos. Se o fluxo-de-caixa gerado pelos ativos securitizados é menor do que o esperado, o fluxo-de-caixa gerado pelo colateral adicional fica disponível para absorver as perdas. Em qualquer securitização, muitas das perdas do pool de ativos, talvez todas, são cobertas por uma ou mais destas formas de suporte de crédito¹⁰.

Assim, o suporte de crédito pode ser provido pelo originador (como é o caso com uma conta-reserva de caixa) ou retido pelo originador (como tipicamente é o caso da tranche mais subordinada)¹¹. Muito do benefício da transação é também retido porque se o pool de ativos desempenha como esperado e o suporte de crédito não é utilizado, todo o excesso de fluxo-de-caixa é liberado para o originador.

Desta forma, os interesses do originador na securitização são expostos aos mesmos riscos e recompensas a que o Capital seria. Isto é, o originador deve reter a maior parte dos direitos subordinados sobre o ativo securitizado, onde quase todas as perdas, talvez todas, estão concentradas (isto é também de chamado de “first-loss position”). Em adição, o originador apenas aproveita os excessos de fluxo-de-caixa depois que todas as obrigações contratuais estejam cumpridas.

O gerenciamento de pagamentos e a correta administração do pool de ativos, de modo a assegurar que todos os pagamentos dos ativos securitizados sejam recebidos pontualmente e que os recebíveis em atraso sejam liquidados é um elemento chave em qualquer securitização. Tipicamente o originador continua a prover este tipo de serviço para o pool de ativos que ele securitiza.

¹⁰ Estas são formas internas de suporte de crédito onde elas são parte da transação. Também podem haver suportes de crédito externos tais como garantias prestadas por terceiros cobrindo principal e juros devidos sobre as notas lastreadas por ativos.

¹¹ No caso anterior, um originador provê a conta-reserva de caixa ou pode separar parte dos recursos recebidos de uma securitização para fundear uma conta-reserva de caixa. Neste ultimo caso o originador pode reter a tranche mais subordinada de uma securitização porque a tranche pode ser não atrativa aos investidores sob o ponto de vista risco/retorno.

Na eventualidade de tal responsabilidade ter que ser transferida a uma outra entidade, a securitização é usualmente estruturada de modo prover uma boa retaguarda operacional assim como liquidez para facilitar uma transferência sem sobressaltos, com um impacto mínimo no desempenho dos ativos.

Algumas das vantagens que Investidores obtém ao adquirir posições relativas a investimentos imobiliários securitizados, ao invés das vias normais estão abaixo referidas e serão melhor explicadas ao longo do texto:

1. Maior agilidade na troca de posições de Investimento sem o comprometimento da performance;
2. Maior percepção de flutuações no valor dos investimentos;
3. Diluição dos riscos - Ocorre por duas vias:
 - i. O investidor passa a ter uma carteira composta por títulos lastreados em diversos ativos, ao invés de uma carteira composta por poucos ativos.
 - ii. Como o valor de face dos títulos securitizados (válido também para as cotas de Fundos de Investimento Imobiliário) é geralmente inferior ao valor dos imóveis, os investidores podem equilibrar melhor os riscos intrínsecos a seus portfólios.
4. Com portfólios compostos por títulos oriundos de securitização, os investidores podem desmontar posições de acordo com necessidades momentâneas de liquidez, não incorrendo, necessariamente, em problemas de excesso de liquidez.

Do ponto de vista do empreendedor, a securitização de permite acesso imediato à caixa, diversificação das fontes de captação de recursos, possibilidade de captação com

custos potencialmente mais baixos¹² e financiamento casado entre ativos e passivos, por mitigar o risco referente ao descasamento de taxas de juros e de liquidez entre ativos e passivos do originador (“hedge de longo prazo”).

O funding de Longo Prazo, lastreado por imóveis, pode ocorrer:

1. Através de instrumentos de dívida – emissão de títulos (ABS, debêntures, CRIs) através da criação de Sociedade de Propósito Específico ou Securitizadoras;
2. Através de instrumentos de equity – emissão de cotas Fundos de Investimento Imobiliário.

A próxima sessão busca ilustrar o processo de securitização, analisando o processo no âmbito de uma SPE.

3.2.1 Sociedades de Propósito Específico

As Sociedades de Propósito Específico (SPEs) são importantes no processo de securitização por permitir a segregação dos ativos-objeto da securitização, com a posterior emissão de títulos lastreados exclusivamente nestes ativos (ABS, como mencionado anteriormente).

O empreendedor constitui a SPE com um capital inicial, cuja contrapartida são ações ordinárias que lhe dão o direito de gestão sobre o ativo, restringido por cláusulas estatutárias¹³ que bloqueiam mudanças no propósito (objetivo) da SPE e limitam o processo de liquidação de ativos e distribuição dos resultados operacionais. O controle dos investidores sobre a questão operacional é reduzido e manifestável “apenas”¹⁴ através de

¹² A securitização pode resultar em custos diretos de captação mais baixos, se comparados aos custos de empréstimos comuns, não garantidos. Isto depende do rating da companhia originadora, qualidade dos recebíveis e estrutura da operação.

¹³ Específicas de cada SPE.

¹⁴ Qualquer outra forma de interferimento na gestão da SPE traria problemas a questão operacional das mesmas.

auditorias de gestão. Em outras palavras, não é possível haver pró-atividade dos investidores em relação aos resultados.

As SPEs são sociedades anônimas de capital aberto que emitem debêntures de participação em seus resultados. As debêntures serão subordinadas e emitidas em volume que corresponderá à totalidade do resultado operacional da SPE. Estas debêntures são títulos de investimento com lastro em ativos (ABS, como mencionado anteriormente), e é através de sua aquisição que os investidores se tornam credores da SPE.

Segundo Lima Júnior [1999], desde 1992 vem sendo promovidas no Brasil securitizações de portfólios lastreados em ativos reais, através das SPEs.

A maior garantia dada aos investidores em SPEs está associado à não dissociação entre empreendimento e empreendedor, dado que neste tipo de securitização o empreendedor fica ligado ao empreendimento durante todo o seu ciclo operacional. “Existe a marca do empreendedor, para controlar a SPE, dando qualidade ao ativo e a sua gestão estratégica, e a marca do gerenciador para dar qualidade à exploração”.

3.2.1.1 Estrutura da operação

O processo de securitização de ativos via SPE envolve as seguintes etapas:

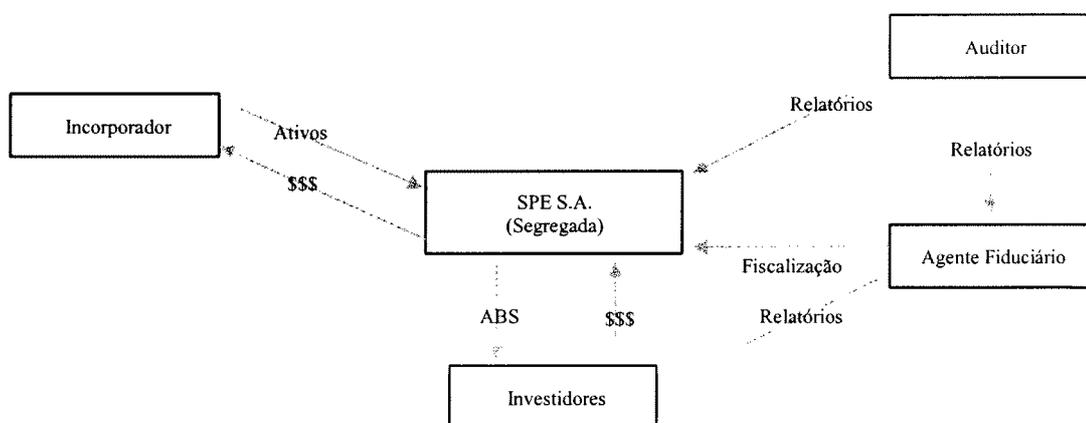
1. Constituição da SPE pelo empreendedor (Capital Inicial);
2. Segregação do ativo objeto da securitização na SPE, estando ele operacional ou não¹⁵;
3. Emissão de títulos de investimento com lastro em ativos (ABS), lastreados na SPE, que devem ser registrados junto a CVM;
4. Captação de recursos através da colocação dos TILA no mercado:

¹⁵ Se o empreendimento estiver pronto, ocorre a cessão ordinária do mesmo, e, caso contrário, há a instituição de um “contrato de implantação”, que constitui uma promessa da empreendedora de entregar o empreendimento pronto e operando.

- i. A SPE faz caixa;
 1. O valor do empreendimento é transferido ao empreendedor.
 2. Inicia-se o desenvolvimento do empreendimento.

O processo de segregação de ativos numa SPE pode ser observado no esquema abaixo.

Gráfico 4 – Processo de segregação de Ativos numa SPE



Assim, os investidores passam a ter em mãos títulos (ABS) que estão rigidamente lastreados (“ancorados”) na SPE, o que deixa as condições de alienação dos ativos sob o controle dos investidores e não dos gestores da SPE. Este processo dá aos investidores, mesmo que indiretamente, a garantia de que os títulos estão lastreados no ativo objeto da securitização. A figura do Auditor e Agente Fiduciário¹⁶ tem a função de transmitir clareza ao processo.

Os ABS são títulos de renda variável responsáveis pela transferência da totalidade do resultado operacional¹⁷ gerado no ambiente da SPE para os investidores. Estes podem

¹⁶ É figura obrigatória nas emissões públicas e, no caso das privadas, somente se existir fundo de amortização. É o representante dos debenturistas, protegendo seus direitos junto à emissora.

¹⁷ Excluída parcela destinada ao Fundo para Reposição de Ativos – FRA – responsável pelos investimentos destinados à manutenção de padrões de qualidade mínimos para os investimentos.

ser estruturados de “n” maneiras, dado que há versatilidade para se compor modelos de securitização que melhor se adaptem à realidade de cada negócio. Os dois extremos serão abordados a seguir:

1. Pode haver a securitização plena, onde o total do resultado operacional¹⁷ alcançado é distribuído para os detentores dos títulos. Se estruturados desta forma, os ABS possuirão rendimento variável, em função do desempenho obtido na exploração do ativo.
2. A SPE pode emitir títulos com remuneração pré-fixada e prazo de resgate determinado, tendo o empreendedor garantindo padrões de renda mínima para os títulos. Neste caso, é necessário se emitir uma segunda série de títulos, cuja remuneração corresponderá à renda total gerada pelo ativo¹⁷ menos os pagamentos dos títulos com remuneração pré-fixada. Essa segunda série, com renda variável, zera o resultado operacional da SPE.

Algumas das características dos títulos criados neste processo são abordadas a seguir:

1. Os ABS são registrados na Câmara de Custódia e Liquidação (CETIP) e podem ser transacionados tanto no mercado de balcão quanto em bolsa de valores. Por ser um título, a transferência de valor é imediata, contra o pagamento, e sem qualquer custo adicional de registro ou emolumentos como os que se fazem presentes em transações envolvendo a propriedade imobiliária.
2. Do ponto de vista do empreendedor não há o risco da “não-alienação fiduciária”, ou seja, não existe o risco de se entregar o produto e não receber o pagamento.
3. Cabe ainda ressaltar que os ABS podem ter qualquer valor de face, podendo ser emitidos de forma a atingir todas as faixas de renda do

mercado, e que são resgatáveis, em prazo compatível com a maturação dos empreendimentos que securitizam.

Portanto, é imprescindível que os investidores em ABS tenham conhecimento do valor real associado ao lastro dos títulos (ativo-objeto), tenham em mente que o nível de liquidez dos títulos vai estar diretamente associado à performance do empreendimento segregado na SPE e consigam identificar o padrão de renda oriundo de cada empreendimento específico.

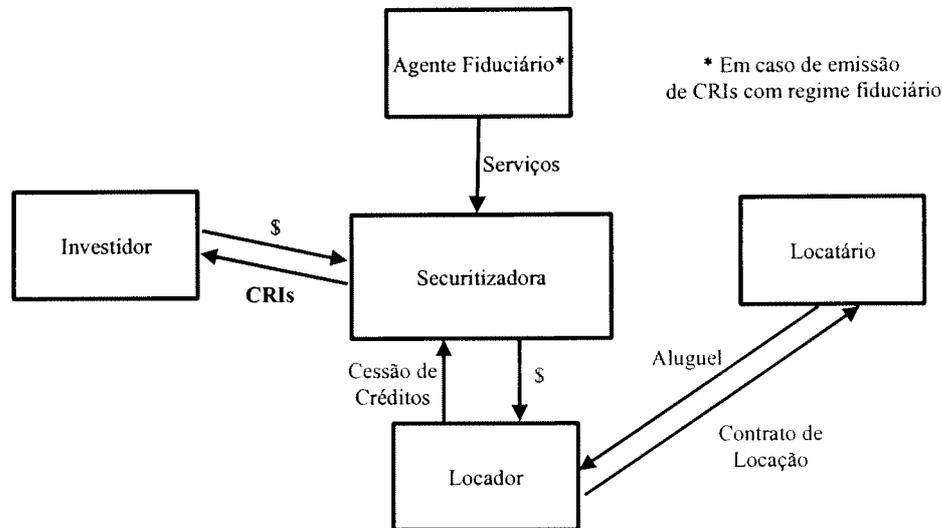
3.2.2 Certificados de Recebíveis Imobiliários

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) representam um tipo especial de título oriundo de securitização imobiliária. É um instrumento financeiro utilizado no processo de captação de recursos nos mercados financeiro e de capitais enquadrando-se como opção adequada para a composição das reservas técnicas dos investidores institucionais, bem como para o atendimento das exigibilidades de direcionamento, inclusive para operações no âmbito do Sistema Financeiro Habitacional, dos recursos captados via depósitos de poupança pelas instituições integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo.

Consistem na cessão¹⁸ dos créditos decorrentes da comercialização de imóveis a uma companhia securitizadora que, lastreada em tais créditos e mediante aprovação da CVM e averbação da cessão no Registro de Imóveis, poderá emitir, para distribuição pública ou privada, CRIs sujeitos a remuneração fixa ou flutuante, admitidas cláusulas de reajuste, observada a legislação pertinente, e a capitalização de juros.

¹⁸ Regulada, no tocante a cessões efetivadas por instituições financeiras, pela Resolução BACEN nº 2.686, de 26/01/2000.

Gráfico 5 - Exemplo de uma emissão de CRIs com base num fluxo de pagamento de aluguéis



As condições da emissão e características dos títulos deverão constar de instrumento designado "Termo de Securitização de Créditos", do qual deverão constar, entre outras informações, a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que sirva de lastro para a emissão, as outras garantias, se houver, de que disporão os adquirentes dos CRIs emitidos e a instituição ou não de regime fiduciário sobre os créditos imobiliários objeto da cessão¹⁹.

Caso seja instituído o regime fiduciário, os créditos imobiliários cedidos constituirão patrimônio afetado e separado, que não se confundirá com os demais bens integrantes do ativo da companhia securitizadora, vinculado à satisfação dos adquirentes dos CRIs daquela emissão, imune à oneração ou execução em favor de outros credores da companhia securitizadora, por mais privilegiados que sejam. Será nomeado um agente fiduciário que, a exemplo do agente fiduciário dos debenturistas, será o representante e fiscal dos interesses dos adquirentes de CRIs perante a companhia securitizadora, e, em caso de insolvência desta, perante os devedores dos créditos que lastreiam a emissão.

Entre as questões jurídicas suscitadas pela Lei 9.514/97, destaca-se a perplexidade quanto à sorte das emissões lastreadas por créditos decorrentes de promessas de compra e

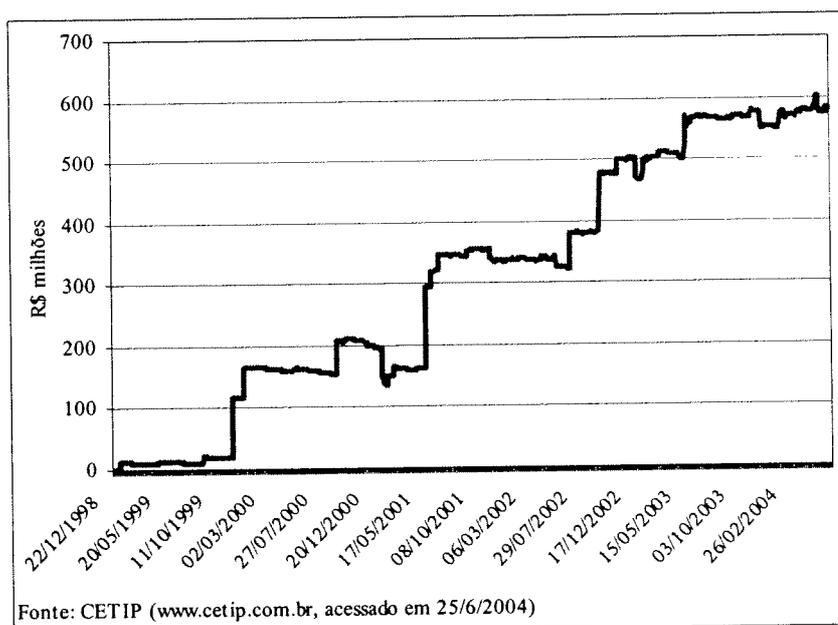
¹⁹ Caso seja instituído tal regime, o Termo de Securitização de Créditos deverá ser igualmente averbado no Registro de Imóveis.

venda, na ocorrência, bastante comum, de desconstituição da promessa por inadimplemento do promissário comprador. Ocorrendo tal desconstituição, o lastro da emissão ficará desfalcado, pois o crédito cedido perecerá, ficando a propriedade imobiliária com o cedente (por exemplo: a construtora/incorporadora), e não com o cessionário (a companhia securitizadora). Para suprir esse desfalque, tem-se cogitado de estipular, nos documentos de emissão, a obrigação do cedente de recompor a garantia dos detentores de títulos, nessa hipótese, e de constituir-se hipoteca sobre o imóvel vinculado aos créditos cedidos, em favor da companhia securitizadora.

São, em linhas gerais, títulos emitidos por companhia securitizadora, lastreados nos fluxos de recebíveis originados por financiamento imobiliário, constituindo promessa de pagamento em dinheiro. As transações feitas com os CRIs são sempre registradas na Câmara de Custódia e Liquidação (CETIP).

A tabela abaixo mostra o volume de CRIs em circulação, a partir de 1998.

Tabela 1 - Volume de CRIs em circulação (1998-2004)



Alguns exemplos²⁰ de CRIs são apresentados em seguida:

²⁰ Fonte: Companhia Brasileira de Securitização (CIBRASEC).

1. CRIs lastreados em contratos de financiamento para compra e venda de imóveis com alienação fiduciária - Tem como lastro créditos constituídos por agentes financeiros;
2. CRIs lastreados em contratos de financiamento para compra e venda de imóveis com garantia hipotecária - Tem como lastro créditos constituídos por agentes financeiros na modalidade conhecida como Taxa de Mercado;
3. CRIs lastreados em contratos de mútuo - Tem como lastro contratos de mútuo, originados por agentes financeiros, com garantia de bem imóvel, vinculado por hipoteca ou alienação fiduciária;
4. CRIs lastreados em recebíveis de aluguéis comerciais - Tem como lastro créditos originados da locação de áreas comerciais, com garantia de caução dos contratos de locação e alienação fiduciária de imóvel.

4 Fundos de Investimento Imobiliário

4.1 Introdução

Por conta do alto valor agregado dos bens imóveis e da existência de poucos investidores com recursos suficientes para investir diretamente em imóveis, os agentes do setor imobiliário sempre procuraram estruturar formas de financiamento capazes de atrair recursos em montantes suficientes para possibilitar o desenvolvimento de novos empreendimentos, preocupando-se também em torná-los acessíveis aos pequenos investidores.

Os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) estão se tornando uma opção diferenciada de investimentos para aqueles que, acostumados a investir em imóveis, buscam oportunidades de dinamização e diluição de riscos em suas carteiras. Os FIIs têm condições para dar vazão ao dinamismo do mercado, no sentido de permitirem investimentos de magnitude diversa, atingindo os mais diversos players do mercado, inclusive investidores não qualificados.

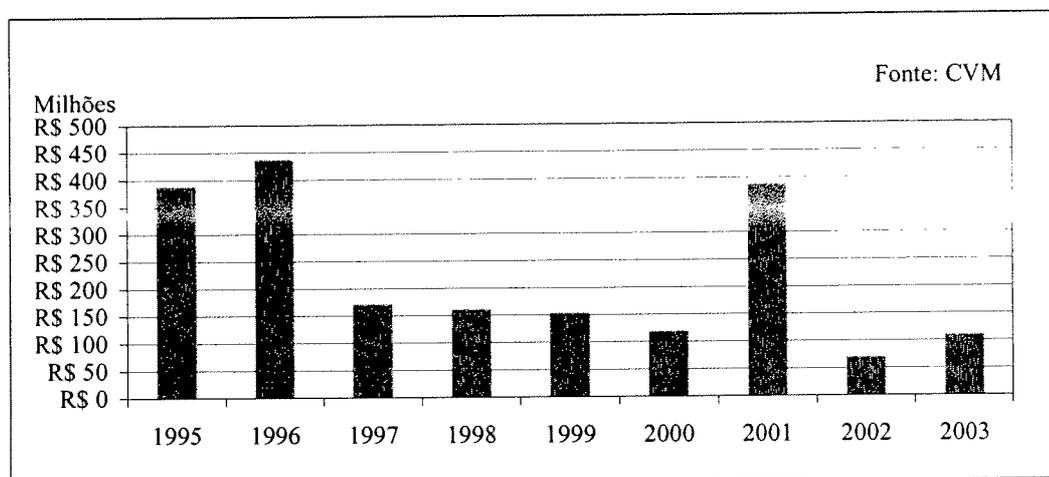
O mercado de FIIs no Brasil vem se consolidando nos últimos anos. No ano de 2001, foram realizadas 22 ofertas públicas de quotas de novos FIIs, as quais totalizaram mais de R\$ 511 milhões em recursos captados. Como demonstração do crescimento, em 2002 foram realizadas 42 ofertas, totalizando mais de R\$ 1 bilhão. Em 2003, devido às condições adversas do mercado, foram realizadas apenas 08 ofertas públicas de quotas de novos FIIs, no montante aproximado de R\$ 281 milhões.

O gráfico a seguir mostra os níveis patrimoniais atuais dos Fundos de Investimento Imobiliário, que estão ativos. Ao longo do horizonte de tempo em questão, foram extintos alguns FIIs, que portanto não são representados no gráfico. Porém, dado o caráter de perenidade presente na estruturação de FIIs que temos observado, o gráfico abaixo se torna uma ferramenta útil na comparação intertemporal do lançamento de FIIs no mercado.

Observem que os maiores níveis de patrimônio líquido podem ser observados em 1995, 1996 e 2001. Os dois primeiros representam os primeiros anos do Plano Real, onde pela primeira vez em décadas a inflação foi controlada no país. Em 2001, num contexto de desvalorização cambial, houve a consolidação de posições lastreadas em ativos reais²¹.

²¹ Obviamente determinados em moeda nacional.

Gráfico 6 - Patrimônio Líquido dos Fundos de Investimento Imobiliário por ano de lançamento



Tendo como objetivo o investimento em empreendimentos imobiliários de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários, estes fundos reúnem, atualmente, cerca de R\$ 2.04 bilhões aplicados em cinquenta e nove fundos²², que investem em hotéis, shopping-centers, edifícios comerciais, loteamentos, entre outros.

O primeiro passo dado no sentido de alargar a base do mercado dos FII ocorreu em 1999, com o lançamento de dois fundos, que possuíam em sua carteira um edifício comercial classe A e um shopping, ambos em São Paulo. Para investidores individuais, essas ofertas eram suas primeiras oportunidades de participar no novo veículo.

²² Atualmente existem 10 propostas de novos Fundos de Investimento Imobiliário em análise na CVM.

4.2 REIT's: A experiência Norte-Americana

4.2.1 Introdução

Inicialmente, os trusts não eram taxados, se a sua renda fosse distribuída entre seus beneficiários. No entanto, em 1930, uma decisão da Suprema Corte Norte-Americana tornou passível de taxação todos os veículos de investimento que fossem organizados centralmente e gerenciados como corporações, o que incluía os trusts que tinham seus investimentos orientados para o mercado imobiliário (“precursores dos REITs”).

Fundos que investiam em ações e títulos governamentais, afetados pela mesma decisão governamental, conseguiram em 1936 assegurar a não taxação de “companhias de investimento para as quais já houvesse um marco regulatório definido”, o que incluía os Fundos Mútuos. Neste período, por não serem suficientemente organizados, os REITs acabaram não se desenvolvendo como forma de investir no mercado imobiliário.

Contudo, após a II Guerra Mundial a necessidade por largos volumes de investimento imobiliário e financiamento hipotecário renovou o interesse no uso dos REITs como veículo de investimento, o que deu início a um processo que visava conseguir para os REITs os mesmos direitos (vantagens fiscais) já existentes para os Fundos Mútuos. O final deste processo se deu em 1960, com a aprovação da legislação dos REITs pelo Congresso Norte-Americano.

Os REITs foram criados no contexto de uma legislação eminentemente tributária, pretendendo-se dar caráter de exceção a corporações que dirigissem seus investimentos aos empreendimentos de base imobiliária²³, sendo o negócio apoiado em imóveis cujo objetivo fosse à geração de renda para seus proprietários.

4.2.2 Características

A fim de estar isento de impostos corporativos, os REITs devem manter pelo menos 75% dos seus ativos aplicados em empreendimentos de base imobiliária, distribuir

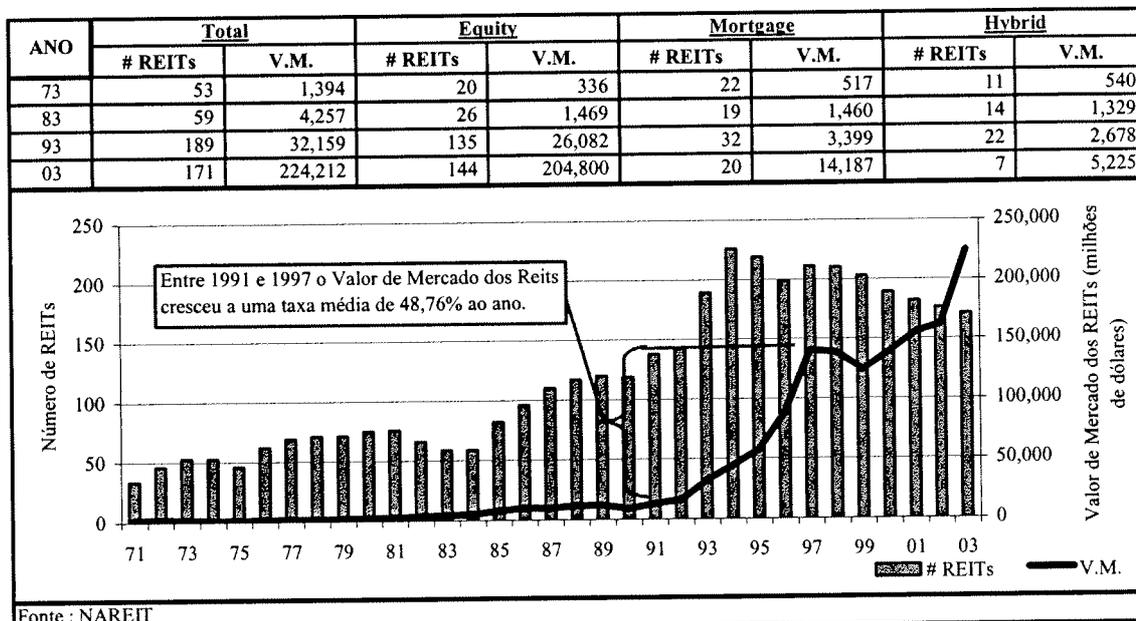
²³ *Commercial Real Estate*

95% dos resultados gerados com a exploração de seu portfólios sob a forma de dividendos, e, ter seu capital pulverizado por pelo menos 100 investidores, sendo que os cinco maiores devem deter menos de 50% do capital.

REITs são classificados de acordo com as seguintes categorias:

- EQUITY REITs - São aqueles que investem em imóveis, geralmente voltados para a renda. Atualmente correspondem a 144 entidades, representando em torno de 91.3% da capitalização total da indústria, com uma taxa média de crescimento de 26.7%, no seu valor de mercado, nos últimos 20 anos;
- MORTGAGE REITs - Formados por hipotecas e outros tipos de financiamentos concedidos a compradores de imóveis, correspondem a 20 entidades, totalizando 6.3% do mercado;
- HYBRID REITs - Misturam as duas estratégias, podendo ter em suas carteiras imóveis, hipotecas, títulos imobiliários, etc. Cerca de 4% dos REITs são híbridos.

Gráfico 7 - Valor de Mercado e quantidade de REITs no EUA



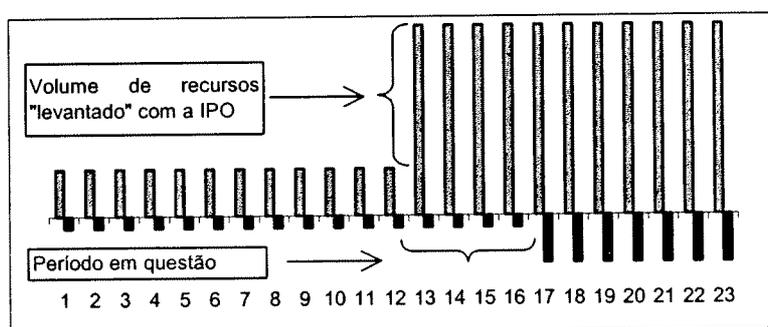
Em números, a capitalização dos REITs evoluiu de US\$ 1,3 bilhão no ano de 1976 para US\$ 57,5 bilhões em 1995, atingindo no final de 2003 o volume de US\$ 224,2 bilhões. Em outras palavras, a capitalização dos REITs cresceu a uma taxa média de 21% ao ano entre 1976 e 2003 (aumentando aproximadamente 171 vezes).

As corporações cresceram e o valor médio da conta de capital dos REITs passou de US\$ 73,4 milhões em 1990 para US\$ 1,3 bilhão em 2003, existindo no final deste mesmo ano 171 companhias no mercado. No seu atual estado de desenvolvimento, o mercado saiu do conceito de segregar posições em empreendimentos para securitizá-los, para aglutinar nos REITs recursos de pequenas poupanças, de caráter conservador.

4.2.3 Crescimento e expansão dos REITs

O requerimento de que 95% dos lucros seja pago como dividendos limita a possibilidade de retenção de ganhos (“fluxo de caixa”) com o intuito de aumentar os ativos dos REITs, ou seja, os REITs possuem um fluxo de caixa livre baixo. Assim, a expansão dos REITs está fortemente vinculada ao lançamento de novas ações, como forma de capitalização. Este procedimento é passível de críticas uma vez que vai impactar o retorno dos acionistas no período entre a aquisição de novos ativos e o início da geração de renda por estes. O esquema a seguir ilustra a proposição anterior.

Gráfico 8 – Impacto sobre o retorno por ação decorrente de uma IPO



Outra forma que pode ser utilizada para a expansão dos REITs é o financiamento hipotecário dos ativos existentes ou novos ativos, em um processo de alavancagem financeira. Este pode ocorrer de diversas maneiras, porém, de maneira geral, permitirá maiores taxas internas de retorno (IRR) para os investimentos, diretamente proporcional à taxa de juros a que os empréstimos são contratados.

Um exemplo simples de alavancagem financeira será apresentado em seguida.

Gráfico 9 - Modelo simples de alavancagem financeira

Hipóteses:		Modelo	
Taxa de Juros a.a.	8%	Ano 1	
Alavancagem	70%	Ativos	100.00
Cap-rate	10%	Patrimônio Líquido	30.00
Resultados:		Empréstimo	70.00
IRR* alavancado	15%	Renda aluguel imóvel	10.00
IRR* não-alavancado	10%	Pagamento de Juros	5.60
* Considerando taxa de desconto de 0%			

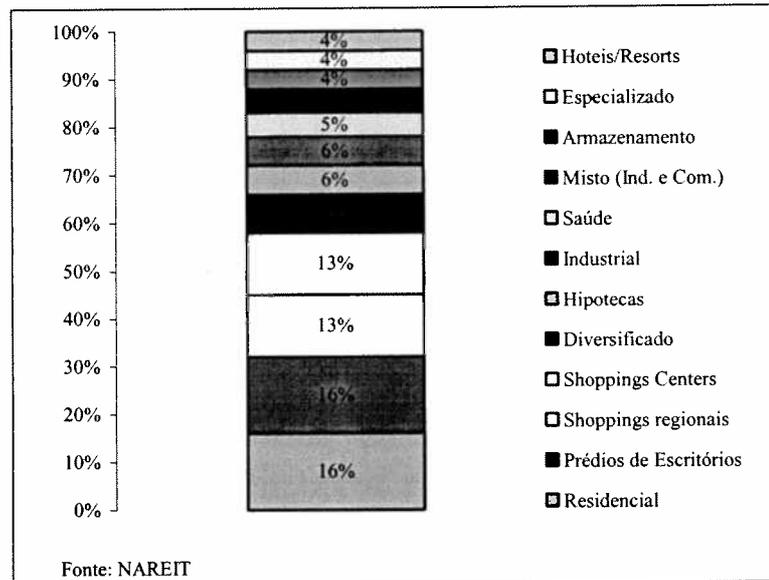
No modelo acima, a taxa interna de retorno (IRR) está sendo calculada considerando uma taxa de desconto de 0%. O Cap-Rate está sendo considerado como a renda gerada anualmente pelos ativos como uma proporção do valor de mercado (valor de venda) dos mesmos. De maneira geral, sempre que a taxa de juros for menor que o Cap-Rate a sua IRR aumentará com a alavancagem²⁴.

4.2.4 Carteira REITs

Ao analisar-se a carteira agregada de investimento dos REITs de capital aberto, temos que aproximadamente 58% dos investimentos estão concentrados em quatro tipos de propriedades: Residencial (16%), Prédios de Escritórios (16%), Shoppings Regionais (13%) e Shoppings Centers(16%).

²⁴ Obviamente se a IRR não aumentar com a contração de empréstimos, não há porque estes existirem.

Gráfico 10 - Divisão dos investimentos dos REITs por tipo de propriedade



Assim, há um elevado grau de concentração dos investimentos dos REITs em propriedades que, teoricamente, carregam um menor risco de variações no fluxo de pagamentos, ou, propriedades que tem menor volatilidade no fluxo de pagamentos esperado (o que é oriundo dos tipos de contratos presentes em cada um dos nichos deste mercado).

4.2.5 Retornos dos REITs

Os REITs apresentam historicamente retornos elevados. Se considerado o horizonte de cinco anos, a incremento do índice NAREIT Composite foi de 98,1% contra um decréscimo de 2,8% do índice Standard&Poors 500. As valorizações médias anuais, se considerado este mesmo intervalo, foram de 14,7% e (0,6%) respectivamente. A tabela a seguir apresenta os retornos de quatro diferentes índices, representativos da indústria dos REITs, e do índice Standar & Poors 500, numa base anual, para os últimos cinco anos.

Tabela 2 - Retorno dos REITs

Variação dos Índices					
Horizonte	NAREIT Composite	NAREIT Equity	NAREIT Mortgage	NAREIT Hybrid	S&P 500
5 anos	98.1%	95.5%	183.3%	107.7%	-2.8%
4 anos	111.8%	105.0%	324.3%	224.0%	-19.7%
3 anos	68.3%	62.2%	265.9%	190.3%	-11.7%
2 anos	45.7%	42.4%	106.3%	92.6%	0.2%
1 anos	38.5%	37.1%	57.4%	56.2%	28.7%
Variação média anual dos índices					
Horizonte	NAREIT Composite	NAREIT Equity	NAREIT Mortgage	NAREIT Hybrid	S&P 500
5 anos	14.7%	14.3%	23.2%	15.7%	-0.6%
4 anos	16.2%	15.4%	33.5%	26.5%	-4.3%
3 anos	13.9%	12.9%	38.3%	30.5%	-3.1%
2 anos	13.4%	12.5%	27.3%	24.4%	0.1%
1 anos	38.5%	37.1%	57.4%	56.2%	28.7%
Fonte: NAREIT					

4.3 Legislação dos FII

Os fundos de investimento imobiliário foram criados em junho de 1993, pela Lei n.º 8.668/93 e regulamentados pela CVM em janeiro do ano seguinte, através das Instruções 205 e 206. A tributação dos FII segue os parâmetros determinados na Lei n.º 9779/99, que alterou alguns dos artigos da Lei mencionada anteriormente. Esta também define, em seu artigo 2º, que os FII “que tenha como incorporador, construtor ou sócio, quotista que possua, isoladamente ou em conjunto²⁵ com pessoa a ele ligada, mais de 25% das quotas do Fundo, não contará com o regime diferenciado, estando sujeito à tributação aplicável às pessoas jurídicas”.

Na Lei n.º. 8668 de 1993, são estabelecidas as regras gerais de contabilização e definidas informações mínimas a serem fornecidas pelas instituições administradoras dos Fundos, estimulando uma ampla divulgação dados e dando liberdade para que cada entidade estabeleça sua planificação contábil, de modo a atender às suas necessidades (“processo flexível”).

As demonstrações a serem divulgadas são: o balanço patrimonial, a demonstração do resultado e a demonstração do fluxo de caixa, devendo ser incluídas notas explicativas, dos critérios de avaliação dos elementos patrimoniais e dos prazos para encaminhamento das informações para a CVM e mercado. Os fluxos operacional, de investimento e

²⁵ Parentes até o segundo grau.

financiamento, devem ser explicitados de modo a permitir uma visão mais clara da movimentação de recursos do FII ao longo de um período.

Determina também que as quotas dos FIIs são valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei 6.385/76 (Lei do Mercado de Capitais), que estabelece a competência da CVM com relação à regulamentação e fiscalização da emissão e distribuição de valores mobiliários. É dado um prazo de 180 dias (prorrogável por mais 90 dias) para subscrição da totalidade das cotas, caso contrário os recursos investidos no fundos serão imediatamente rateados entre os subscritores, nas proporções das contas integralizadas acrescidos da correção, baseada em títulos de Renda Fixa.

A mesma instrução dispõe sobre o regulamento dos fundos, em suma, o fundo deve definir a natureza de seus investimentos, prazo de duração do fundo, número de cotas a serem distribuídas, política de comercialização. Sobre a integralização dos bens e direitos a instrução diz que deve ser feita com base no laudo de avaliação, elaborado por três peritos ou por uma empresa independente.

4.4 Características dos FII

Os FIIs são constituídos sob a forma de condomínio fechado²⁶, com prazo de duração determinado ou indeterminado. Não possuem personalidade jurídica, tendo como referência a pessoa jurídica da entidade administradora.

Os bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo, assim como seus rendimentos, não se comunicam com o patrimônio da entidade administradora, sendo mantidos sobre a propriedade fiduciária desta, o que previne os investidores de eventuais perdas relacionadas a outras atividades da administradora não relacionadas à gestão do Fundo.

O Fundo deve aplicar no mínimo 75% de seus recursos em bens e direitos imobiliários, podendo aplicar o restante em outros ativos de renda fixa, para fazer face às despesas ordinárias necessárias à manutenção do Fundo, sendo que é vedada a aplicação no

²⁶ O resgate de quotas é proibido.

exterior de recursos captados no país. Deverá distribuir a seus quotistas, no mínimo, 95% dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa²⁷.

Os FII podem unicamente explorar empreendimentos imobiliários através de locação ou arrendamento, sendo vedada à exploração comercial dos mesmos. Nestas condições, os FII são isentos dos seguintes tributos:

- PIS, Cofins e ISS sobre o faturamento;
- CPMF sobre a movimentação financeira;
- IRPJ e CSLL sobre a renda.

Os rendimentos referentes às aplicações financeiras do saldo de caixa do fundo são tributáveis, mas compensados quando da distribuição de rendimentos. Para os quotistas, foi estabelecido que os rendimentos e ganhos de capital auferidos sujeitassem-se à incidência do imposto de renda à alíquota de 20%²⁸, sendo que eles são deduzidos na fonte, quando distribuídos pelos FIIs, e recolhidos posteriormente, quando auferidos na alienação de quotas dos FIIs.

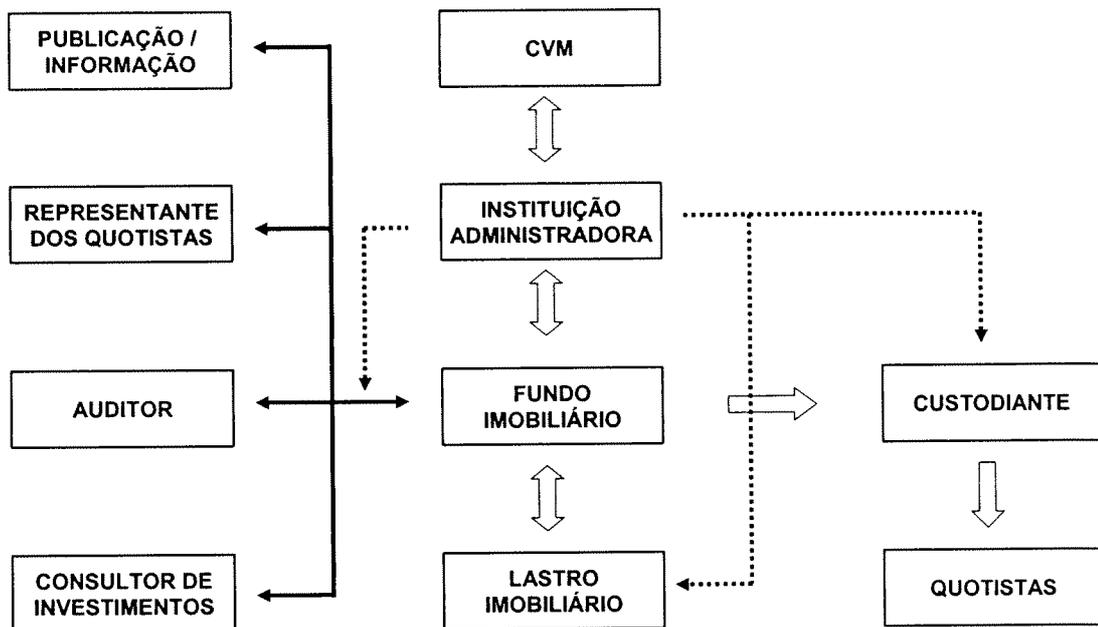
O próximo gráfico busca ilustrar a estrutura de funcionamento de um Fundo de Investimento Imobiliário, ilustrando a inserção das entidades envolvidas no processo.

²⁷ Com base em balanço ou balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano.

²⁸ Caso o quotista seja pessoa jurídica a carga tributária é distribuída como apresentado em seguida:

- IRPJ – 25% (compensável com o montante já recolhido)
- CSLL – 9%
- PIS – 1,65% (lucro real) ou 0,65% (lucro presumido)
- Cofins – 7,60% (lucro real) ou 3,99% (lucro presumido)

Gráfico 11 - Estrutura de um FII



Os FII apresentam inúmeras vantagens se comparados a outras formas de investimento existentes. Entre elas, podemos citar:

1. Acesso ao mercado imobiliário / diversificação – os FII permitem a formação de uma carteira diversificada, composta por inúmeros empreendimentos imobiliários, dado o volume de recursos geralmente envolvido;
2. Ganhos de escala – O funcionamento dos FII proporciona a todos os seus investidores as mesmas condições sobre os investimentos, ou seja, mesmo os pequenos investidores têm acesso as melhores condições. Vale lembrar que os custos de administração do Fundo são diluídos entre os quotistas, na proporção de suas participações;

3. Simplificação – Os investidores não precisam se preocupar pessoalmente com o “dia-a-dia” dos investimentos, podendo focar suas análises na “bottom-line”²⁹ dos mesmos.

Há a possibilidade de resgate parcial dos investimentos, porém, como FIIs constituem uma modalidade recente de investimento, ainda não tendo sido sua utilização difundida amplamente, e pelo fato de os fundos sempre serem constituídos na forma de condomínios fechados, os titulares de quotas de Fundos de Investimento Imobiliário podem ter dificuldade em realizar a venda de suas quotas no mercado secundário.

Na ausência de um mercado organizado de negociação secundária das quotas, a instituição administradora é, na maioria das vezes, procurada pelos interessados e faz a intermediação dessas operações. Como a lei impede que tenha quotas do fundo, ela não tem condições de se tornar um market maker³⁰, ou seja, uma instituição que está sempre realizando ofertas de compra e venda, com vistas a manter o mercado ativo.

Na tabela abaixo pode-se observar os FIIs que tiveram a pulverização de suas cotas no mercado:

²⁹ A preocupação dos investidores passa a estar focada nos retornos oferecidos por cada investimento.

³⁰ Na nova Instrução da CVM que substituirá a Instrução 205, está em discussão a permissão para que o administrador adquira até 10% das quotas do FII, disponibilizando um fundo de liquidez. Abordaremos a nova instrução em seguida.

Tabela 3 - FIIs pulverizados

FII	Financial Center	Shopping Pátio Higienópolis	Hospital da Criança	Continental Square	Água Branca
Data	ago/99	out/99	out/00	01/mar	01/jun
Emissão	Primária	Primária	Primária	Secundária	Secundária
R\$ Mil	70.000,00	40.000,00	20.000,00	71.282,46	37.920,00
Cotas Mil	100	400	200	45,7	237
Preço p/ cota R\$	0,70	100,00	100,00	1,06	160,00
Vendido(R\$ Mil)	30.000,00	40.000,00	20.000,00	71.282,46	12.000,00
Saldo(R\$ Mil)	40.000,00	não há	não há	não há	25.920,00
Renda Mínima					
%	12% a.a	1,25% a.m	1,25% a.m	12% a.a	1,25% a.m
Prazo	2 anos	3 anos	20 anos	2 anos	3 anos
Lote Mínimo(R\$)	70.000,00	10.000,00	5.000,00	29.000,00	8.000,00
Custos					
Colocação	3%	3%	3%	3,20%	3%
Taxas Admin.	0,9% sobre patrimônio	2% sobre receita	2% sobre receita	4% sobre receita	5% sobre receita
FII	Torre Norte	Europar	Rio Atlântica Hotel	Fashion Mall	Edif. Alm. Barroso
Data	01/out	02/abr	02/ago	02/out	02/nov
Emissão	Primária	Primária	Primária	Primária	Primária
R\$ Mil	369.342,00	44.000,00	42.600,00	55.158,00	104.800,00
Cotas Mil	640	440	426	552	104,8
Preço p/ cota R\$	100,00	100,00	100	100	1000
Vendido(R\$ Mil)	369.342,00	44.000,00	4.566,00	10.859,00	104.800,00
Saldo(R\$ Mil)	não há	não há	38.034,00	44.299,00	não há
Renda Mínima					
%	-	1% a.m	1,25% a.m.	1% a.m	-
Prazo	-	-	-	-	-
Lote Mínimo(R\$)	50.000,00	10.000,00	-	-	1.000,00
Custos					
Colocação	3%	-	3%	3%	-
Taxas Admin.	4,5% sobre receita	2% sobre receita	2% sobre receita	2% sobre receita	4% sobre receita

Fonte: www.fundoimobiliario.com.br (Acessado em 27/6/2004)

Como pode-se perceber, apenas 10 dos 59 fundos existentes atualmente tiveram suas quotas pulverizadas no mercado, o que nos dá uma idéia da importância relativa de investidores individuais neste mercado, que pode ser considerada baixa.

4.5 Estudo de caso FII Edifício Almirante Barroso

Todas as 104.800 cotas disponíveis, do Fundo constituído no dia 03/06/2003, foram vendidas em 75 dias, para 5.259 investidores diversos, que aplicaram em média R\$18.024,34. O edifício Almirante Barroso é totalmente ocupado pela Caixa Econômica Federal (CEF), com duas agências, um escritório de negócios e gabinetes de diretoria, além de outros setores administrativos.

Com a oferta pública, o dono do imóvel passou a ser o “Fundo de Investimento Imobiliário Edifício Almirante Barroso”, que vai alugar o imóvel à própria CEF durante o período de dez anos, renovável pelo mesmo prazo. A rentabilidade para os investidores virá dos aluguéis pagos pela locatária ao Fundo, que será administrado pelo Banco Ourinvest S/A.

A negociação de quotas no mercado secundário será através da Sociedade Operadora de Mercado de Ativos (SOMA)³¹. Para o investidor vender suas cotas, basta solicitar ao gerente de qualquer agência da CEF, que providenciará o lançamento da oferta de venda na, na qual corretores irão negociar as cotas em nome de quem quer vendê-las e dos investidores interessados na compra. Após a negociação, o cliente receberá o crédito da venda em quatro dias após a efetivação do negócio.

A rentabilidade do Fundo é garantida pelo pagamento mensal do aluguel do imóvel (receita bruta). Para o cálculo da receita líquida do Fundo, serão deduzidas:

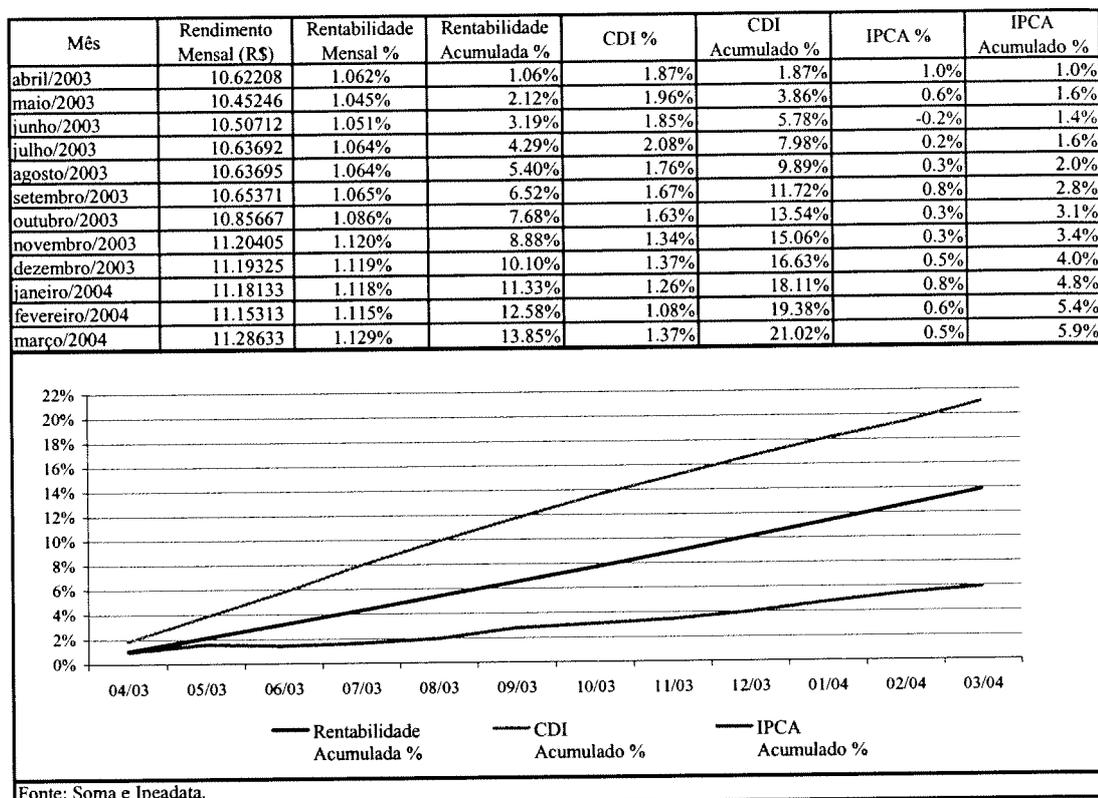
1. Taxa de administração;
2. Despesas regulamentares (custos de publicações, auditoria, CBLC, SOMA/BOVESPA)
3. Despesas extraordinárias do imóvel não pagáveis pelo locatário;
4. 5% para a constituição de um Fundo de Reserva, destinado a manutenção do prédio.

³¹ A SOMA administra o mercado de balcão organizado no Brasil, através de um sistema eletrônico de negociação dirigido por ofertas registradas por formadores de mercado e instituições financeiras associadas.

Pelos resultados alcançados, esse fundo vem atraindo outros grandes bancos, tais como o Banco do Brasil e o Bradesco, que sinalizaram ao mercado que estão estudando a constituição de FIIs. Cada fundo teria a propriedade de um conjunto de agências do banco, com a segurança de um contrato de aluguel ou leasing de longo prazo. Assim como a CEF, esses bancos usariam suas redes de agências para colocar as quotas dos FIIs.

A tabela a seguir mostra a rentabilidade histórica das cotas do FII Ed. Almirante Barroso.

Tabela 4 - Rentabilidade histórica das cotas do FII Ed. Almirante Barroso



Como pode-se perceber, o FII Edifício Almirante Barroso apresentou uma performance satisfatória para aqueles que buscavam proteção contra a inflação, porém, enquanto as taxas de juros permanecerem nos níveis atuais, não será possível ultrapassar o CDI.

4.6 Nova Instrução em Análise na CVM

Está sendo analisada na CVM uma nova regulamentação para os fundos imobiliários, que deve ir à audiência pública até agosto. Entre os pontos positivos da nova instrução, destacam-se:

1. Diversificação: os fundos imobiliários poderão investir em quotas de outros fundos e em papéis do setor imobiliário, como Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), letras hipotecárias, debêntures e ações. Atualmente, eles só podem investir em imóveis e direitos sobre imóveis;
2. Agilidade: não será necessário fazer um novo registro na CVM para alterar o regulamento ou fazer aportes inferiores a 25% do patrimônio;
3. Classificação: a CVM poderá criar uma classificação, dividindo os produtos conforme os seus ativos;
 - i. Fundo patrimonial, quando se limitar a adquirir propriedades ou direitos reais de uso, gozo e fruição de imóveis, para compra, venda e locação;
 - ii. Fundo investidor, quando se limitar a adquirir direitos obrigacionais relativos a imóveis em determinada proporção do seu patrimônio;
 - iii. Fundo financiador, quando se limitar a adquirir direitos reais de garantia, direitos decorrentes de promessas de compra e venda ou de alienação fiduciária de imóveis;
 - iv. Fundo empreendedor, quando se limitar a assumir compromissos de aquisição de imóveis ou de execução de obras que envolvam volumes de

recursos superiores aos captados na subscrição das quotas;

- v. Fundo de participação, quando se limitar a adquirir quotas de outros fundos imobiliários ou valores mobiliários de companhias abertas que tenham por objeto, exclusivamente, a prática de negócios imobiliários;
- vi. Fundo híbrido, quando deve ser indicada detalhadamente a composição de todos os tipos de investimentos admitidos pelo fundo.

Trata-se claramente de uma proposta controversa, uma vez que não é compatível com o atual nível de investimento desta indústria – teríamos uma classificação específica para cada trezentos milhões de reais de patrimônio líquido.

- 4. Internet: desde que aprovada pelos quotistas, a correspondência por meio eletrônico, como a internet, terá valor de documento;
- 5. Administração: as companhias hipotecárias poderão administrar os fundos. Atualmente, somente as instituições financeiras estão autorizadas a desempenhar essa função.
- 6. As instituições administradoras poderão comprar até 10% das cotas dos FIIs, podendo iniciar o papel de “market-maker”, o que trará dinamismo e liquidez o mercado secundário de quotas de FIIs.

Dos pontos negativos, devemos citar:

- 1. Proibição de investimentos no exterior, o que limita as possibilidades de hedge cambial, no momento de estruturação de posições por parte dos FIIs;

2. Suposta proibição de Fundos não imobiliários estarem investindo em FIIs.

4.7 FIIs x REITs

Uma diferença significativa entre os mercados brasileiro e norte-americano ocorre no nível da carteira de projetos das entidades: enquanto nos Estados Unidos os REITs, em geral, investem numa carteira de projetos, diversificando o risco de segmento de atuação e de localização, no Brasil a aplicação dos FIIs tem-se realizado somente em um empreendimento. Isto pode ser devido ao fato de essa diversificação envolver a mobilização de um maior volume de recursos financeiros e a avaliação de vários empreendimentos, o que pode ser visto como um risco e uma dificuldade a mais para a colocação de um produto novo, num mercado certamente mais conservador.

Nos Estados Unidos, as operações com quotas de REITs são normalmente realizadas em bolsas de valores e, como apresentado na tabela, anteriormente, existiam 171 fundos listados ao final de 2003. Mas, no Brasil, somente ao final de 2002 iniciou-se a listagem de fundos em bolsas, sendo que atualmente há quatro FIIs listados³² junto à Soma, pertencente à Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa). Destes quatro, somente o FII Edifício Almirante Barroso apresenta negociações diárias. Essa diferença desfavorece essa indústria no país e, certamente, está ligada à percepção do investidor brasileiro quanto ao mercado de capitais como um todo e não somente aos FIIs.

Enquanto no Brasil temos a predominância de investidores qualificados, tendo poucos FIIs pulverizados, nos Estados Unidos, os REITs encontram-se em um determinado estágio de desenvolvimento onde funcionam como fonte de captação de recursos oriundos das poupanças mais conservadoras da sociedade.

Comparando-se os níveis de desenvolvimento, teríamos para os REITs algo como:

1. Planejamento tributário;

³² Fundos de Investimentos Imobiliários Torre Norte, Edifício Almirante Barroso, Shopping Pátio Higienópolis e Memorial Office.

2. REITs de empreendimentos isolados;
3. REITs de REITs, listados em bolsa;
4. Fusões, como forma de abaixar os custos e aumentar a liquidez e segurança;
5. Poupança, como forma de garantir renda para a terceira idade.

Como mencionado anteriormente, os REITs se encontrariam na quinta fase de desenvolvimento, enquanto os FIIs brasileiros estariam passando da segunda para a terceira fase, tendo suas melhores perspectivas na criação dos Fundos de Fundos Imobiliárias, em análise na nova instrução da CVM.

Fundos de Pensão

4.8 Introdução

O primeiro fundo de pensão brasileiro foi criado em 1904, para garantir os benefícios de aposentadoria dos funcionários do Banco do Brasil. No primeiro centenário de sua fundação, a PREVI constitui o maior fundo de pensão do Brasil e também da América Latina, com um patrimônio líquido de R\$ 57,9 bilhões, dos quais R\$ 2,8 encontram-se em investimentos imobiliários. O maior crescimento dos fundos de pensão ocorreu após 1977, com a aprovação da Lei 6435/77, que instituiu o marco regulatório da previdência complementar no Brasil.

O número de participantes também cresceu a uma taxa significativa, menor porém que o acréscimo observado no número de beneficiários, dado que alguns dos maiores fundos de pensão já atingiram um grau de maturidade em que o número de participantes se estabiliza.

A tabela a seguir apresenta os dez maiores fundos de pensão brasileiros da atualidade.

Tabela 5 – 10 maiores fundos de pensão brasileiros

Posição	Fundos de Pensão	Investimentos (R\$ mil)	Participantes	Dependentes	Assistidos	Homepage
1	PREVI	57,854,138	74,637	251,948	71,823	www.previ.com.br/
2	PETROS	21,853,466	38,934	176,789	51,873	www.petros.com.br/
3	FUNCEF	14,941,031	49,255	122,494	18,854	www.funcef.com.br/frame.htm
4	SISTEL	10,936,141	30,213	145,587	38,094	www.sistel.com.br/
5	FUNDACAO CESP	8,082,689	19,196	77,034	26,842	www.funccesp.com.br/
6	VALIA	5,232,268	28,126	109,924	19,653	www.valia.com.br/index.htm
7	CENTRUS	5,152,239	86	1,872	1,901	www.centrus.org.br
8	ITAUBANCO	5,109,666	33,207	8,365	6,487	www.fundacaoitaubanco.com.br
9	FORLUZ	3,505,832	11,342	43,102	10,035	www.forluz.org.br/
10	REAL GRANDEZA	3,048,372	4,353	22,485	7,107	www.frq.com.br
	Total	135,715,842	289,349	959,600	252,669	

Fonte: ABRAPP (www.abrapp.com.br, consultado em 26/4/2004)

Os dez maiores fundos de pensão do Brasil, em conjunto, são responsáveis por 62.78% do total de recursos investidos por este tipo de entidade. Tal fato está intimamente ligado a origem destes: 9 entre os 10 maiores fundos de pensão brasileiros foram inicialmente patrocinados por empresas públicas.

As entidades fechadas de previdência complementar – os fundos de pensão – foram, na década de 1990, grandes investidores em imóveis e os principais financiadores de shopping centers e dos grandes projetos de edificações para escritórios comerciais,

sucedendo a Caixa Econômica Federal (CEF), que desempenhou esse papel até fins da década de 1980, com financiamentos a custos baixos e prazos de até 25 anos.

4.9 Indicadores selecionados dos Fundos de Pensão

Tabela 6 – Indicadores selecionados

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Ativos das EFPCs	72,742	74,815	86,629	101,033	101,129	125,995	144,025	171,152	189,280	240,139
PIB (bilhões de reais)	879	916	942	977	978	1,010	1,090	1,185	1,200	1,321
Ativos das EFPCs / PIB*	8.3%	8.2%	9.2%	10.3%	10.3%	12.5%	13.2%	14.4%	15.8%	18.2%
Valor Carteira de Investimentos (milhões de reais)	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
01. Ações	18,177	16,923	22,162	24,724	17,465	30,259	30,669	28,614	26,684	40,968
02. Imóveis	6,692	8,548	9,225	9,038	9,684	10,110	10,460	10,554	11,330	11,601
03. Depósito a prazo	5,334	8,367	6,891	6,623	8,818	5,313	4,145	4,822	3,808	2,680
04. Fundos de investimentos - RF	5,779	6,826	12,064	16,729	20,648	36,423	47,710	62,411	69,089	96,343
05. Fundos de investimentos - RV	ND	ND	1,832	9,302	9,214	14,066	14,881	16,232	20,067	21,536
06. Empréstimo a participantes	887	1,067	1,592	1,623	1,740	1,805	2,279	2,742	3,190	3,992
07. Financiamento imobiliário	2,145	3,328	3,688	3,923	4,021	3,868	3,797	3,848	3,438	3,365
08. Debêntures	862	2,992	3,446	3,384	3,229	2,892	2,660	3,201	3,733	3,707
09. Títulos públicos	1,771	2,557	4,115	3,240	5,918	7,307	8,588	17,513	22,471	27,419
10. Outros	1,201	1,445	1,704	1,878	2,382	3,011	4,687	4,496	4,612	4,492
11. Oper. c/patrocinadoras	3,642	5,408	4,954	6,396	7,637	70	201	144	76	77
Total	46,488	57,461	71,672	86,861	90,757	115,124	130,077	154,578	168,498	216,180
Porcentagem da Carteira de Investimentos	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
01. Ações	0	29.5%	30.9%	28.5%	19.2%	26.3%	23.6%	18.5%	15.8%	19.0%
02. Imóveis	0	14.9%	12.9%	10.4%	10.7%	8.8%	8.0%	6.8%	6.7%	5.4%
03. Depósito a prazo	0	14.6%	9.6%	7.6%	9.7%	4.6%	3.2%	3.1%	2.3%	1.2%
04. Fundos de investimentos - RF	0	11.9%	16.8%	19.3%	22.8%	31.6%	36.7%	40.4%	41.0%	44.6%
05. Fundos de investimentos - RV	0	0	0	10.7%	10.2%	12.2%	11.4%	10.5%	11.9%	10.0%
06. Empréstimo a participantes	0	1.9%	2.2%	1.9%	1.9%	1.6%	1.8%	1.8%	1.9%	1.8%
07. Financiamento imobiliário	0	5.8%	5.1%	4.5%	4.4%	3.4%	2.9%	2.5%	2.0%	1.6%
08. Debêntures	0	5.2%	4.8%	3.9%	3.6%	2.5%	2.0%	2.1%	2.2%	1.7%
09. Títulos públicos	0	4.4%	5.7%	3.7%	6.5%	6.3%	6.6%	11.3%	13.3%	12.7%
10. Outros	0	2.5%	2.4%	2.2%	2.6%	2.6%	3.6%	2.9%	2.7%	2.1%
11. Oper. c/patrocinadoras	0	9.4%	6.9%	7.4%	8.4%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
Total	1	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

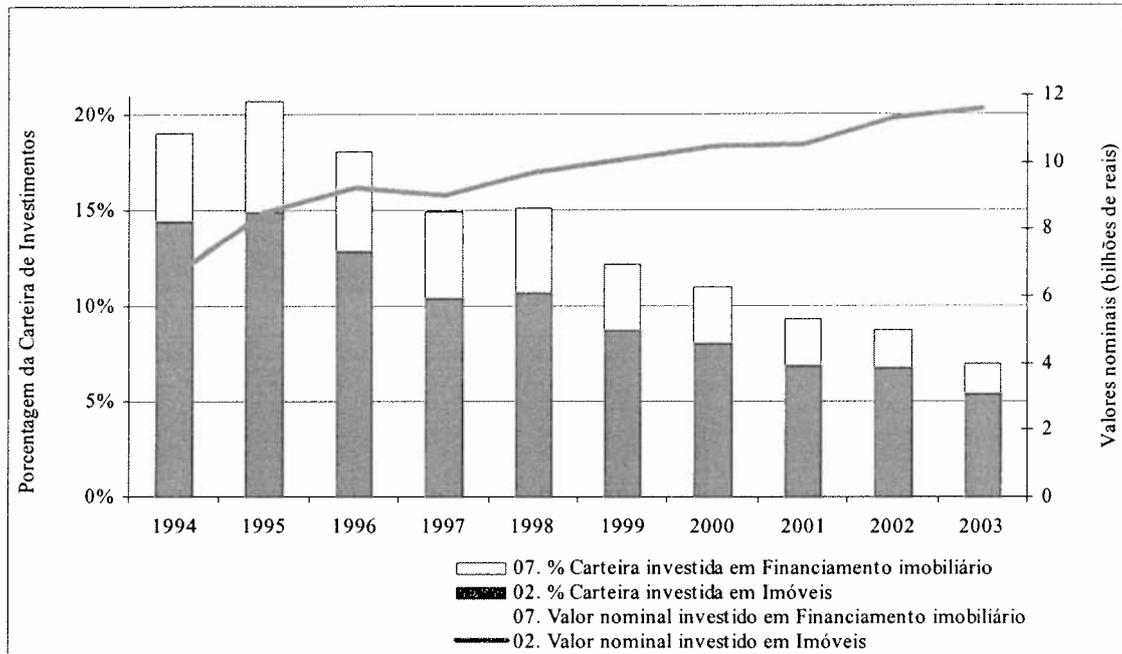
Fonte: ABRAPP (www.abrapp.com.br, consultado em 25/4/2004)

Em termos nominais, o valor da carteira de imóveis, que em 1995 era de R\$ 8,5 bilhões, em 2003 alcançou R\$ 11,6 bilhões, um acréscimo de 36,5 %. No mesmo período a carteira total de investimentos saltou de R\$ 57,5 bilhões para R\$ 216,2 bilhões, com acréscimo de 276%. O Gráfico 11, a seguir, mostra essa evolução. Observe-se o crescente predomínio dos investimentos em renda fixa, acrescidos dos títulos públicos, face ao seu retorno e liquidez diária, vis-à-vis aqueles de renda variável (ações e fundos de ações) e em imóveis, tal qual o FII, de maior risco e de menor liquidez, que encontram barreiras significativas nas altas taxas de juros praticadas na economia brasileira.

Os resultados obtidos pelos fundos de pensão em imóveis têm sido questionados, em relação à qualidade das análises dos empreendimentos, dos preços pagos, do retorno e

da composição de suas carteiras, em termos de percentuais de participação nos investimentos e de concentração de portfólios.

Gráfico 12 - Investimento Fundos Pensão: Imóveis + Fin. Imobiliário



Em decorrência disso, em março de 2001 o governo federal entendeu que havia um excesso de investimentos em imóveis nas carteiras dos fundos de pensão, face às regras recomendáveis de diversificação, e baixou uma regulamentação²¹ estabelecendo um cronograma de redução da participação percentual desses investimentos na carteira total de seus ativos até 2009.

Tabela 7 - Limite para investimento em imóveis dos Fundos de Pensão (Resolução 2.829/2001 - CMN)

2001/02	2003/04	2005/06	2007/08	2009
16%	14%	12%	10%	8%

Pela Resolução 2.829³³ os fundos de pensão devem obedecer aos limites explicitados na tabela anterior, para aplicação em seus investimentos imobiliários, aí incluídos aqueles realizados para:

1. Desenvolvimento – investimentos, em regime de co-participação, na realização de empreendimentos imobiliários, com vistas à sua ulterior comercialização;
2. Aluguéis e renda – investimentos em imóveis ou na realização de empreendimentos imobiliários com a finalidade de obter rendimentos sob a forma de aluguel ou renda de participações;
3. Fundos imobiliários – investimentos em cotas de fundos de investimento imobiliário;
4. Outros – investimentos em imóveis de uso próprio, recebidos em dação, em pagamento ou como produto da execução de dívidas ou garantias, terrenos e outros imóveis não classificáveis nas carteiras acima referidas.

Cabe ainda ressaltar que essa regulamentação trata o FII como um investimento em imóvel e não como em um título de renda variável, conforme definido na lei que o instituiu. Essa condição certamente prejudica o desenvolvimento da indústria de FIIs, que perde a possibilidade de contar com aquele que é o principal investidor do mercado.

Na média, os fundos de pensão já estão enquadrados nos limites estabelecidos, como pode ser verificado nos dados da Tabela 7, mas informações disponíveis em mercado indicam que a maioria se encontra com seus limites comprometidos e que a Previ, o maior deles, tem margem para aplicações no segmento. Certo é que os fundos de pensão estão praticamente fora desse mercado e que muitos analisam oportunidades de desinvestimento de suas posições imobiliárias.

³³ Resolução 2.829/2001, do CMN

5 Conclusões

O presente trabalho procurou mostrar a atual conjuntura do mercado imobiliário brasileiro, no que diz respeito a carência por habitações, apresentando e discutindo algumas das formas de financiamento de longo prazo existentes. Procurou-se destacar a importância do desenvolvimento de determinados instrumentos como forma de alavancar o mercado de financiamento imobiliário.

A experiência internacional indica a securitização como uma forma natural de alavancar o setor financeiro imobiliário, dado que o capital do Sistema Financeiro Habitacional não será suficiente para prover, sozinho, o volume necessário de financiamento.

Neste contexto, o atual ambiente regulatório já possibilita a implantação de um eficiente sistema de securitização, sendo flexível em relação às diversas formas de estruturação, e instrumentos presentes. No tocante aos aspectos legais dos FIIs, as expectativas concentram-se em torno da nova instrução da CVM que deve tornar-se efetiva a partir de Agosto/2004.

A efetiva implementação da securitização de créditos imobiliários e as limitações para a participação de investidores institucionais em imóveis e incorporações certamente farão com que o mercado secundário seja a forma mais segura e adequada para viabilizar o aporte de recursos necessários para os grandes projetos imobiliários, garantida a rentabilidade e a liquidez exigida por esse segmento.

O ambiente macroeconômico encontra-se em pleno processo de estabilização, deixando para trás o passado inflacionário, mas ainda apresentando elevados níveis de taxas de juros, dificultando o desenvolvimento de um mercado de investimentos e financiamento de longo prazo. Porém, a formatação de títulos com um bom nível de classificação de riscos e remuneração compatível, alcançado através de estruturas de subordinação e garantias adicionais, pode ser considerada uma porta de entrada dos investidores institucionais no mercado de securitização residencial no Brasil.

Concluindo, o Brasil já reúne condições para a formatação de um ambiente propício ao desenvolvimento de um sistema de financiamento de longo prazo, calcado, principalmente, nos instrumentos apresentados ao longo do texto.

6 Bibliografia

1. BEAUD, Michel. *A Arte da Tese: como preparar e redigir uma tese de mestrado, uma monografia ou qualquer outro trabalho universitário*. Tradução de Glória de Carvalho Lins-2 ed- Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 1997.
2. BRANCO, Carlos Eduardo Castello e MONTEIRO, Eliane de Mello Alves Rebouças. *Um Estudo sobre a Indústria de Fundos de Investimentos Imobiliários no Brasil*. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V.10, N.20, Pg. 261-296, DEZ. 2003
3. BRUEGGEMAN, W. B. & FISHER, J. D. *Real Estate Finance and Investments*. 10ª ed.; Ed. Mac Graw-Hill, 1997.
4. DIAS, Dionísio Carneiro & VALPASSOS Marcus Vinícius Ferrero. *Financiamento a habitação e instabilidade econômica*. FGV, 2003.
5. GOMES, Paulo André. *Brazilian Pension Funds: Real Estate Investments*. 2001
6. ILAN Goldfajn & CARNEIRO D. D. *A Securitização de Hipotecas no Brasil*. Texto para discussão n.426 (www.econ.puc-rio.br.)
7. LIMA JÚNIOR, João da Rocha. *Fundos de investimento imobiliário e títulos de investimento de base imobiliária*. São Paulo, EPUSP: 1994.
___ *Fundos de Investimento Imobiliário e Real Estate Investment Trusts*. São Paulo, EPUSP: 2001.
8. SALOMON, Delcio. *Como fazer uma monografia*. São Paulo: Martins Fontes, 2001.
9. MOODY'S INVESTORS SERVICE. *Desmistificando a Securitização*. Nova York, 2003
10. Resumo do Estudo elaborado pela Fundação João Pinheiro, SEDU/PR, BID, PNUD. Projeto PNUD BRA-00/019 - Habitar Brasil-BID. 2000

ANEXOS

Anexo 1 - Relação dos Fundos Imobiliários registrados na CVM

Nº	RAZÃO SOCIAL DO FUNDO	DATA	VALOR DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO (em R\$)	Nº DE COTAS
1	ALDEIA DO VALE FDO DE INV IMOB	31/05/2004	9.960.013,28	1.000.000
2	FDO ALPHAVILLE DE INV IMOB	31/05/2004	19.777.178,77	1.200.000
3	FDO BRÁSILIO MACHADO DE INV IMOB	31/05/2004	13.124.006,87	14.000.000
4	FDO CAMPINAS INV IMOB	31/05/2004	1.584.154,81	2.500.000
5	FDO FINANCIAL CENTER INV IMOB	31/05/2004	26.553.467,81	38.399.793
6	FDO FORTALEZA INV IMOB	31/05/2004	41.804.901,92	500
7	FDO INV IMOB ABC PLAZA SHOPPING	31/05/2004	54.313.254,10	40.000.000
8	FDO INV IMOB BCO BBM BARRA FIR	31/05/2004	2.162.714,48	375
9	FDO INV IMOB C&D ESTAÇÃO PLAZA SHOW	31/05/2004	7.172.262,41	73,54
10	FDO INV IMOB CENTRO TEXTIL INTERN	31/05/2004	42.951.215,07	35.885.118
11	FDO INV IMOB CONTINENTAL SQUARE FARIA LIMA	31/05/2004	71.243.029,15	69.033.500
12	FDO INV IMOB CR2 LARANJEIRAS	31/05/2004	1.374.210,75	33,8
13	FDO INV IMOB CR2 RJZ I	31/05/2004	-2.464.800,35	2,88
14	FDO INV IMOB CR2 RJZ II	31/05/2004	-1.225.364,17	38,4
15	FDO INV IMOB CR2 RJZ III	31/05/2004	-329.554,35	42
16	FDO INV IMOB ED ALMIRANTE BARROSO	31/05/2004	96.329.423,41	104,8
17	FDO INV IMOB EDIFÍCIO OURINVEST	31/05/2004	4.997.700,61	49,8
18	FDO INV IMOB EUROPAR	31/05/2004	42.556.019,53	440
19	FDO INV IMOB FASHION MALL	31/05/2004	10.377.871,32	110
20	FDO INV IMOB FATOR-RIO OFFICE	30/04/2004	87.230.489,92	135.527
21	FDO INV IMOB GAFISA BANCO BBM	31/05/2004	256.568,76	170
22	FDO INV IMOB GAFISA BCO BBM BAY VIEW RES SERV	31/05/2004	878.881,39	840
23	FDO INV IMOB GAFISA BCO BBM INTERATIVEFLAT	31/05/2004	783.585,64	500
24	FDO INV IMOB GEO GUARARAPES	31/05/2003	13.967.700,05	12.583.000
25	FDO INV IMOB HERMES	31/05/2004	51.137.413,05	54.316
26	FDO INV IMOB HOSPITAL DA CRIANÇA	31/05/2004	17.680.446,06	200
27	FDO INV IMOB LOGUS	31/05/2004	4.526.102,13	5.750.000
28	FDO INV IMOB MANHATTAN	31/05/2004	20.144.381,81	106,7
29	FDO INV IMOB MEMORIAL OFFICE	31/05/2004	48.616.848,10	508.008
30	FDO INV IMOB MISTRAL	31/05/2004	39.675.089,90	8.703.994
31	FDO INV IMOB NOVA MORADA	31/05/2004	24.240.142,94	66,1
32	FDO INV IMOB PANAMBY	31/05/2004	178.580.181,96	758,4
33	FDO INV IMOB PATEO MOINHOS DE VENTO	31/05/2004	66.593.650,52	233.608
34	FDO INV IMOB PAULO OCTAVIO	31/05/2004	15.127.178,38	17.698.472
35	FDO INV IMOB PROJ AGUA BRANCA	31/05/2004	87.287.600,23	750
36	FDO INV IMOB PROPERTY	31/05/2004	-15.618.677,60	54
37	FDO INV IMOB RIO ATLANTICA HOTEL	31/05/2004	8.264.919,44	90
38	FDO INV IMOB RIO BRAVO	31/05/2004	1.484.753,20	77
39	FDO INV IMOB RIVER SHOPPING	31/05/2004	4.190.498,35	17.465.039
40	FDO INV IMOB RSC	28/05/2004	37.282.000,00	37.282.000
41	FDO INV IMOB SHOPPING GUARARA	31/05/2004	10.460.834,74	6.932.660
42	FDO INV IMOB SHOPPING PATI HIG	31/05/2004	36.118.679,56	400
43	FDO INV IMOB SUPERQUADR 311 NO	31/05/2004	29.637.252,76	279.872
44	FDO INV IMOB TORRE NORTE	31/05/2004	353.663.163,75	3.935.562
45	FDO INV IMOB TORRES IBIRAPUERA	31/05/2004	13.347.600,00	13.347.600
46	FDO INV IMOB TRADE CENTER	31/05/2004	86.511.199,13	42.632
47	FDO INV IMOB TROPICAL	31/05/2004	15.261.094,91	20.041.000
48	FDO INV IMOB VIA PARQUE SHOPPING	31/05/2004	45.517.663,67	1.777.326
49	FDO INV IMOB VILLE DE FRANCE	31/05/2004	9.220.833,67	1,2
50	FDO JK INV IMOB	31/05/2004	24.955.651,78	26.218.723
51	FDO SIGMA DE INV IMOB	31/05/2004	9.680.110,58	80
52	FP F ANDROMEDA FDO INV IMOB	31/05/2004	35.620.036,08	369,95
53	GUANABARA FDO DE INVT IMOB	31/05/2004	5.196.942,26	3
54	LAGRA FDO INV IMOB	31/05/2004	102.956.573,92	53.957
55	LOGINVEST FDO INV IMOB INDL	31/05/2004	34.953.667,17	17,1
56	MINAS INDUSTRIAL FDO INVT IMOB	31/05/2004	96.283.080,38	5.301.000
57	PÁTRIA FDO INV IMOB	31/05/2004	3.720.291,89	13.929.894
58	SC FDO INV IMOB	31/05/2004	24.176.766,11	14.475
59	SCP FDO INV IMOB	31/05/2004	6.121.783,04	42
TOTAL:			2.077.994.685,05	-

Fonte: www.cvm.gov.br, acessado em 27/6/2004)