

## **Instrumentos de funding dos empreendimentos de real estate no Brasil**

REVISTA INFRA, EM 23/09/11

### **ESTADO ATUAL E TENDÊNCIAS**

O expressivo volume de investimentos demandado na implantação ou aquisição de empreendimentos de Real Estate, faz os empreendedores se valerem de fontes externas provedoras de recursos financeiros para complementar o funding dos seus negócios. Receber o preço das unidades diferido em longos prazos também não atende à sua equação econômico-financeira, o que impõe a necessidade de financiamento aos adquirentes fora do ambiente desses empreendedores.

De outro lado, considerando que o mercado de Real Estate seja capaz de atrair investidores para participar de forma indireta no conjunto de empreendimentos desenvolvidos pelas empresas, são necessários instrumentos e ambientes de investimento que favoreçam tal participação.

Esta 12a. reunião do Comitê de Mercado debruçou-se sobre esse tema, concentrando as discussões em:

- Percepção de esgotamento do sistema vigente para fins de funding e crédito aos adquirentes de imóveis residenciais;
- Verificação das tendências de uso dos diferentes instrumentos alternativos, seja para o segmento residencial, seja para os empreendimentos focados em renda;
- Identificação dos entraves na adoção ou ampliação dos usos de cada instrumento/ambiente inovador no Brasil, propondo-se:
  - Medidas mitigadoras para maior penetração dos instrumentos já disponíveis;
  - Novos instrumentos ou ambientes alternativos.

### **CONFIGURAÇÃO DO SISTEMA VIGENTE**

O crédito imobiliário no Brasil hoje representa cerca de 4% do PIB e estima-se que deverá alcançar em 2014 a marca de 6% do PIB. Um benchmarking com outras economias aponta que essa fração é muito aquém do que se verifica em países como Austrália, Estados Unidos e Reino Unido, onde gira em torno de 80% do PIB. Mesmo na comparação com países da América Latina, esse nível ainda é modesto, sobretudo se tomadas as referências de Chile e México, onde esse crédito representa pouco mais de 15% do PIB. Essa imagem faz emergir

naturalmente a questão voltada à capacidade do arcabouço hoje existente no Brasil para dar vazão a uma demanda de magnitude equivalente, em especial, levando em conta um crescimento de, pelo menos, 50% do patamar atual.

Tanto o crédito imobiliário quanto aquele concedido à produção de empreendimentos continua dependente, em grande parte, da estrutura definida no ambiente do SFH - Sistema de Financiamento Habitacional, hoje próximo de completar 50 anos de existência.

Em seu arcabouço, o SFH contempla, prioritariamente, o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo – SBPE (1) , operado por bancos múltiplos, que captam recursos provenientes das aplicações em cadernetas de poupança para, em grande parte, direcioná-los ao financiamento para produção de empreendimentos habitacionais e ao crédito imobiliário aos adquirentes de unidades.

Esse direcionamento é regrado, sobretudo, por meio da Resolução 3.347 de 08/02/2006 do Banco Central, que reza que os saldos de poupança de cada agente pertencente ao SBPE sejam assim destinados:

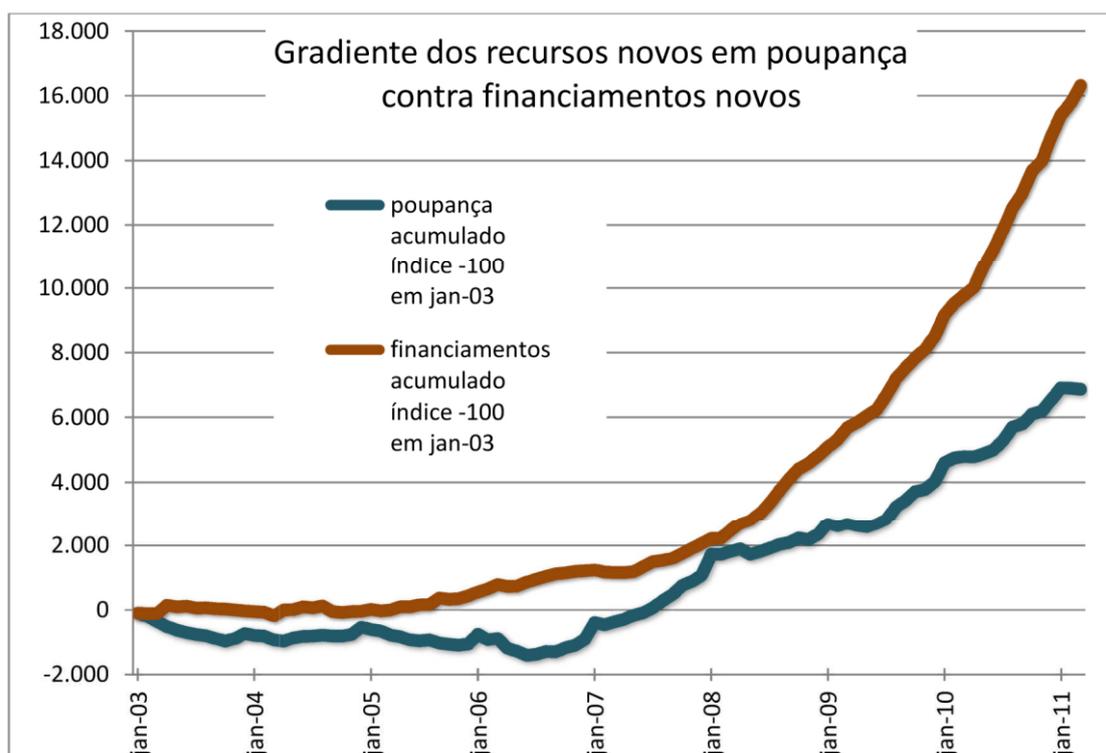
- 65% no mínimo para financiamentos habitacionais, sendo:
  - 80% mínimo em operações no âmbito do SFH
  - Recursos remanescentes em operações a taxas de mercado
- 20% encaixe obrigatório no BaCen (indexado na mesma base da poupança)
- 15% máximo em disponibilidades financeiras e operações de faixa livre (na realidade 5%, já que 10% também é recolhido junto ao Banco Central, indexado com base na SELIC).

As transações no SFH se dão por meio da utilização de uma “moeda” própria do sistema, a TR – taxa referencial de juros, empregada tanto para referenciar as remunerações dos saldos das cadernetas de poupança, quanto para a cobrança dos empréstimos tomados no ambiente do SBPE. A TR é uma taxa construída a partir de um conjunto pré-determinado de CDBs, dos quais se extrai a expectativa de inflação neles embutida, agregado a um deflator arbitrado pelo BaCen.

A não universalidade da TR como indexador em outros setores da economia, além de posicionar o SBPE como um sistema à parte, ainda enseja a ocorrência de particularidades, como ganhos ou perdas decorrentes de suas movimentações próprias, sobretudo quando se considera o longo prazo das operações.

Porém, o sistema ainda é percebido como o principal canal, seja para o atendimento ao funding para produção, seja para concessão de crédito aos adquirentes das unidades.

O que se observa é que, nos últimos anos, o gradiente da concessão de crédito tem sido mais agressivo do que o crescimento dos depósitos em poupança. Em especial, com o crescimento dos preços dos imóveis ainda mais acentuado, a questão do esgotamento do sistema toma força, e pode ser observada no gráfico abaixo, construído a partir de dados da CBIC – Câmara Brasileira da Indústria da Construção e do BaGen.



## POSSIBILIDADE DE AJUSTE NO SISTEMA VIGENTE

Na visão da maioria dos membros do Comitê, apesar do recente crescimento verificado no montante de empréstimos concedidos, o estado atual do sistema vigente vem limitando a capacidade de expansão de concessão de créditos, tanto para fins de funding à produção, quanto para adquirentes de imóveis, mesmo considerando o expressivo aumento verificado nos últimos anos.

De outro lado, o que se observa é que a concessão de crédito imobiliário nos níveis hoje praticados levou os agentes financeiros a despertar para as vantagens dessa operação, que se traduz na fidelização de clientes por longo prazo, sem demandar custos comerciais adicionais. Essa constatação leva a crer que não faltará crédito, mas poderá se tornar mais caro, a depender das condições macro-econômicas, sobretudo se a SELIC se mantiver em patamares elevados.

Evidente que quanto mais se oxigena o modelo atual, menor a possibilidade de fortalecimento de alternativas para o atendimento do fim a que o sistema se destina.

Dessa constatação, emergiram as seguintes avaliações:

#### **a) Alteração no recolhimento compulsório ao BaCen**

A regulamentação do direcionamento dos saldos de poupança, indubitavelmente, serviu para preservar a destinação de recursos ao crédito imobiliário, em momentos de demanda menos expressiva.

A destinação dos recursos captados e a intensidade no direcionamento têm servido a políticas que, ao longo do tempo, garantiram um nível mínimo de recursos aos financiamentos imobiliários.

Não só a obrigatoriedade de alocação de recursos é instrumento para tais políticas, como também a própria intensidade com que cada crédito concedido é computado para a elaboração da matriz onde cada instituição financeira atesta seu enquadramento nos padrões exigidos. Nesse cômputo, conforme seja o ativo associado ao crédito, o BaCen permite a incidência de diferentes fatores multiplicadores para cálculo do atendimento à exigibilidade e, na contrapartida, não agrega qualquer remuneração aos recursos que deveriam ter sido direcionados às operações de crédito imobiliário e não atenderam à alocação exigida.

Na configuração atual, a alteração na alocação vigente é uma rápida alternativa para estender uma condição de esgotamento que se avizinha, caso se mantenha os padrões de captação em poupança e concessão de crédito no ambiente do SBPE.

#### **b) Estímulos à captação em caderneta de poupança**

Pouco há para ser feito nesse quesito que provoque alguma alteração substantiva na preservação da capacidade do SBPE conceder créditos.

Não há como estimular a competição entre agentes participantes do sistema já que não há, para as instituições, a possibilidade de acenar com rendimentos a taxas mais atrativas, tendo em vista que esse padrão é regulamentado.

De outro lado, a caderneta de poupança tem sua remuneração atrelada à taxa referencial TR, além de gozar de benefícios fiscais. No entanto, essa combinação, conforme seja o padrão vigente da taxa SELIC, pode não resultar num veículo de investimento atrativo.

Uma tentativa de expandir o número de aplicadores poderia ocorrer pela desvinculação de sua remuneração da TR. No entanto, considerando que alterações no ambiente da caderneta de poupança historicamente provocam

reações mais apaixonadas, independentemente da tendência política dos debatedores, uma alteração dessa magnitude será objeto de intenso debate, havendo a possibilidade de que um viés emocional prevaleça, contra uma diretriz tecnicamente sustentável para a reorganização do sistema.

Apesar disso, a caderneta de poupança é percebida como investimento confiável por muitos investidores, atendendo aplicadores de maior monta, investidores dos saldos de caixa em conta corrente, ao lado de pequenos poupadores.

Da observação do comportamento histórico, não se destaca nenhuma grande alteração derivada de esforços na captação, mas a evolução de seus saldos é bastante aderente à disponibilidade de empregos e evolução das rendas.

Além disso, apesar da assimetria que se verifica entre o ciclo de remuneração da aplicação em caderneta de poupança e os longos prazos de resgate dos empréstimos com fins imobiliários, isso não se configura como um desajuste, já que a manutenção dos níveis da poupança a configuram como recurso estável, ajustado às necessidades do crédito imobiliário.

## **OS DEMAIS INSTRUMENTOS ALTERNATIVOS PARA ATENDIMENTO À DEMANDA**

Alguns instrumentos foram analisados pelo Comitê, tais como: Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRIs, Fundos de Investimento Imobiliário – FII, Letras de Crédito Imobiliário – LCI e Covered Bonds – CB.

### **CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliários**

Os CRIs são títulos de crédito de livre negociação, lastreados em créditos imobiliários, e constituem promessa de pagamento em dinheiro. Foram regulamentados pela Lei 9514/97, por meio da qual foi criado o SFI – Sistema Financeiro Imobiliário, e permite a securitização de créditos imobiliários por companhias securitizadoras, por meio desse instrumento.

O CRI é um instrumento que foi desenvolvido para securitizar ativos, a exemplo do que ocorre com os seus congêneres existentes no resto do mundo. Seu uso aqui no Brasil tem extrapolado essa função, derivando da securitização do ativo para a securitização dos direitos sobre esse ativo.

O paralelo dos CRIs nos mercados internacionais seriam, a menos da inexistência da sobre-garantia do emissor, os RMBS – Residential mortgage-backed securities e os CMBS – Commercial mortgage-backed securities, títulos lastreados em hipotecas de imóveis residenciais e comerciais, respectivamente, com expressivo mercado secundário. Aqui no Brasil, dada a regulamentação que orienta a constituição dos CRIs, esses títulos acabam sendo colocados para público (pessoa física) de alta renda ou grandes fundos de pensão, limitando sua penetração.

## **Cotas de FII-Fundo de Investimento Imobiliário**

Os Fundos de Investimento Imobiliário foram inicialmente regulamentados em 1994 e são hoje constituídos atendendo à Instrução CVM 472/2008. Trata-se de uma comunhão de recursos, inicialmente destinados a investimentos restritos aos imóveis e direitos reais sobre eles, que com a nova instrução podem investir em alguns outros ativos. Ainda, a nova legislação trouxe a flexibilidade dos fundos de gestão ativa, onde o ativo ainda não é conhecido, mas os critérios para aquisição são pré-definidos.

Esta flexibilidade aproxima os FII dos REIT (Real Estate Investment Trust), companhias abertas com propósito de investimento em tipologia pré-determinada de empreendimentos de subsetores específicos como varejo, hospedagem, etc. É a estrutura empregada na grande maioria das economias desenvolvidas.

No entanto, no Brasil, além do mercado secundário desses títulos ainda ser incipiente, persiste um uso bastante limitado para os FIIs. São frequentemente vinculados a um único empreendimento, em vez de servirem de instrumento para captar recursos para construção de grandes portfólios para renda, estrutura que agregaria estabilidade ao padrão da renda gerada. No mercado norte-americano, o investidor de um REIT é equivalente àquele que, no Brasil, investe em ações de uma “property company”, que atende a um segmento específico.

Vale destacar que, na forma como hoje estão regulamentados os FII, a isenção tributária só se aplica a pessoas físicas e originadores que detenham mais de 25% das cotas fazem, em determinadas circunstâncias, que o próprio FII perca sua imunidade tributária.

De outro lado, os Fundos de Previdência Privada, que antes só podiam ter até 8% de seu patrimônio em imóveis, aí incluídas as aplicações em cotas de FII, com a Resolução 3.792 do CMN, que criou uma alocação própria para as cotas de FII – investimento estruturado – é possível o investimento de até 10% da carteira desses fundos aplicadas em cotas de FII.

## **Letras Imobiliárias e Covered Bonds**

As LCI – Letras de Crédito Imobiliário são títulos de crédito com lastro imobiliário, com garantia hipotecária ou fiduciária, em sua maioria, emitida por bancos múltiplos, com remuneração fixa ou flutuante. São construídas a partir da carteira do crédito imobiliário cedido ao incorporador ou ao adquirente.

As LCI gozam de isenção fiscal e tem sido emitidas pelos bancos que já esgotaram seus recursos provenientes das cadernetas de poupança. Já os covered bonds representam a estrutura que vem sendo cogitada para ampliar o SFH. É uma estrutura ainda não existente no Brasil, para a qual se demanda regulamentação.

Os Covered Bonds (notação europeia) equivalem aos MBS – Mortgage Backed Securities (notação norte-americana) já que, como eles, oferecem além do lastro conferido pelas hipotecas, a garantia dos emissores.

Os Covered Bonds são títulos que permitem a agregação de um conjunto de créditos imobiliários como lastro, podem ser desenhados conforme seja a demanda dos investidores, que buscam a cobertura adicional daquela instituição financeira específica.

Essa dupla garantia é o que diferencia as LCI dos covered bonds. No caso de falência do emissor, a carteira dos créditos imobiliários se transfere ao investidor. Aliás, esta é uma característica do covered bond que tem levado a dificuldades para sua regulamentação no Brasil, sobretudo pela forma segundo a qual está estruturada nossa Lei de Falências.

## **CONCLUSÕES**

O debate levou às seguintes conclusões:

- Que mantido o recente ritmo dos depósitos em poupança e de demanda por crédito imobiliário e à produção, o SBPE ficará limitado para a concessão de novos créditos.
- Conforme seja a conjuntura macro-econômica, a aproximação dessa situação limite poderá vir acompanhada de um relaxamento no padrão dos recolhimentos compulsórios do SBPE junto ao Banco Central, já que o abandono do uso da TR como indexador do sistema, que introduziria maior dinâmica para a captação de recursos, será de mais difícil viabilização.
- Quando houver necessidade de hierarquização da concessão de crédito pelos agentes financeiros é natural que a prioridade de atendimento seja aos adquirentes de imóveis, tendo em vista que é o que agrega maior economia na operação dos agentes, além de intensificar o cross-selling para as demais operações bancárias, mesmo que isso ocorra a taxas mais elevadas.
- Para que os CRIs atendam ao objetivo para o qual foram criados é necessário o fortalecimento do mercado secundário, em um desenho que atenda a investidores individuais, ao lado de um patamar de taxa SELIC em padrões compatíveis.
- Para os empreendimentos voltados para renda, os FII melhor atenderiam se seu uso estivesse com maior foco na criação de portfólio de empreendimentos, buscando-se os ajustes regulatórios que mais potencializem essa condição.
- As LCIs tem cumprido o papel de ampliar a condição dos bancos concederem crédito imobiliário e, a se manterem atrativas em termos de remuneração, cumprirão o papel que, em momento futuro, caberá aos Covered Bonds.

(1) Apesar do SFH também contemplar o FGTS como fonte de recursos destinados à produção habitacional e crédito aos adquirentes, a presente reunião restringiu-se a analisar exclusivamente os recursos captados no ambiente do SBPE.

---

Este tema foi discutido durante reunião em 4 de agosto de 2011 do Comitê de Mercado do Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São membros do Comitê de Mercado do NRE-Poli: Alessandro Olzon Vedrossi; Alex Kenya Abiko; Carlos Terepins; Cláudio Bruni; Claudio Tavares de Alencar; Daniel Citron; Eliane Monetti; Eric Cozza; Fernando Bontorim Amato; João da Rocha Lima Jr.; José Roberto Machado, José Romeu Ferraz Neto; Marcelo Vespoli Takaoka; Mario Rocha Neto; Pedro Cortez; Roberto Aflalo Filho; Roberto Sampaio; Sérgio Alfredo Rosa da Silva; e Walter Luiz Teixeira, sendo esta Nota firmada por Alessandro Olzon Vedrossi; Alex Kenya Abiko; Carlos Terepins; Cláudio Bruni; Claudio Tavares de Alencar; Daniel Citron; Eliane Monetti; Eric Cozza; Fernando Bontorim Amato; João da Rocha Lima Jr.; José Roberto Machado, José Romeu Ferraz Neto; Marcelo Vespoli Takaoka; Mario Rocha Neto; Pedro Cortez; Roberto Aflalo Filho; Roberto Sampaio; Sérgio Alfredo Rosa da Silva; e Walter Luiz Teixeira, na sessão secretariada por Eliane Monetti, que se encarregou de consolidar, na redação desta nota, o tema tal como foi debatido.