

**FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO E
REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS**

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.
Escola Politécnica da USP – Núcleo de Real Estate
Unitas Consultores

agosto de 2001

1. INTRODUÇÃO

Recentemente o Urban Land Institute realizou conferência conjunta com o Secovi-SP, objetivando tratar dos temas mais avançados no setor dos negócios de base imobiliária. Numa das sessões os participantes ouviram um dos mais proeminentes empresários americanos, que mostrou como o mercado no seu país havia crescido com uma velocidade extraordinária nos últimos 7 anos, apoiado na capitalização dos REITs. Através desses veículos, foi possível alcançar o grande mercado de poupanças conservadoras, com um produto de investimento ancorado no imóvel para renda, mas também na marca de qualidade que gera as emissões de títulos, evidenciada pela capacidade de gestão e de geração de riqueza, transferida pelos grandes nomes do mercado para os seus REITs. Ouvimos exemplos retumbantes, como o de um de seus REIT, do qual são transacionados, em média diária, títulos no montante de US\$ 45 milhões em bolsa de valores.

O crescimento do mercado americano dos títulos conservadores de investimento, com apoio nos produtos de base imobiliária, que se verificou a taxas altas nestes últimos anos, esteve sustentado, com destaque, em alguns vetores: [i] – o acentuado grau de especialização dos REIT, relativamente ao tipo de produto para renda que detém em seu portfolio, seja quanto ao foco de mercado, como quanto à sua regionalização, [ii] - o alto grau de dispersão dos portfolios dos REIT, que não são de propósito exclusivo, para abrigar uma única propriedade imobiliária, mas focados em segmentos de mercado, dentro dos quais constroem portfolios, que são reciclados continuamente, com compras e vendas, [iii] – o sistema de governança dos ativos, apoiado na imagem institucional dos grandes empreendedores do mercado, [iv] – o grau elevado de liquidez dos títulos, cuja velocidade de trocas em bolsa permite ao investidor aplicar no mercado de base imobiliária, porém com a flexibilidade e agilidade das transações do mercado de capitais.

No Brasil os instrumentos para securitização de portfólios de base imobiliária são os Títulos de Investimento com Lastro em Ativos – TILA – emitidos por Sociedades de Propósito Exclusivo - SPE- ou as QUOTAS de Fundos de Investimento Imobiliário - FII. Na mesma conferência, após a minha palestra, quando descrevi a rotina de securitização no Brasil, os instrumentos e sistemas disponíveis e dei exemplo de operações estruturadas em TILA e em QUOTAS, apareceu de um participante a questão sobre comparar um FII com um REIT. O seu entendimento era, como erradamente se vem divulgando no Brasil, que o FII foi concebido à semelhança do REIT e que basta que venhamos a expandir o mercado secundário dos títulos de investimento através da Bovespa, no recém criado BovespaFix, que poderemos experimentar o mesmo salto apresentado no mercado americano, ajustado às dimensões da economia brasileira, frente à americana. Essa comparação me leva a escrever este artigo, não só para ressaltar as diferenças, mas também para fazer alguns comentários sobre o mercado de securitização via FII, instrumento que só preenche parte das premissas, para que se vislumbre o vetor esperado de crescimento do mercado.

O futuro do mercado dos produtos de base imobiliária está na securitização, de entendimento mais ampliado, e que já está presente no mercado brasileiro há alguns anos, no ambiente dos investidores institucionais, mas que só agora vai se disseminando para o varejo. Somente que, para alcançar padrão de inserção na economia equivalente ao do mercado americano, há que se considerar os dois vetores de securitização: os FII, com as QUOTAS, e as SPE, com os TILA, para ser possível abranger a diversidade de alternativas de governança dos portfólios e de relacionamento entre investidores e empreendedores.

2. REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS

O mecanismo dos REIT foi criado em 1960, por ato do Congresso, através de uma legislação eminentemente de caráter tributário. Através desse instrumento o que se pretendeu foi dar caráter de exceção de tributo a uma corporação que, dentro de certas regras de pulverização do seu capital, dirigisse seus investimentos aos **empreendimentos de base imobiliária** (o termo usado em inglês para definir o tipo de empreendimento é *Commercial Real Estate*, como sendo o negócio apoiado em imóvel cujo objetivo é a geração de renda para o seu proprietário).

Na hipótese de que essa corporação mantenha 75% dos seus ativos aplicados em empreendimentos de base imobiliária, distribua para os investidores nos títulos de sua emissão, sob a forma de dividendos, 95% dos resultados gerados na exploração do seu portfólio e tenha seu capital pulverizado por pelo menos 100 investidores, de forma tal que os cinco maiores deles detenham menos do que 50% do capital, ela pode ser classificada como REIT, estando, assim, isenta de impostos corporativos.

O Congresso, no relatório do Comitê, que acompanha a legislação criando o veículo tributário REIT, em 1960 diz que se acredita importante que pequenos investidores possam ter asseguradas vantagens normalmente viáveis somente para aqueles de grande capacidade de investimento. Essas vantagens incluem: [i] - a diversificação do risco, através da grande diversificação do investimento, o que pode ser garantido através da aglutinação de capitais; [ii] - a oportunidade de se valer os benefícios de consultoria profissional; [iii] - e a possibilidade de capitalizar projetos que individualmente os investidores não teriam capacidade de fazer.

Como se percebe, já naquele momento tratava-se de construir um instrumento para aglutinar pequenos potenciais de investimento, objetivando construir portfólios, cuja diversificação de risco nivelasse as oportunidades dos pequenos com as dos grandes investidores em posições imobiliárias destinadas à renda, criando vantagens fiscais para o sistema de gestão do investimento coletivo.

Segundo as indicações de diferentes comentaristas e analistas desse mercado, o que daí se originou foi um sistema desordenado de aplicações imobiliárias, objetivando especificamente o planejamento tributário e, mais, como uma das regras de gestão dos *trusts* era a obrigatoriedade de que seu gerenciamento fosse feito através de consultores independentes, os empreendedores acabaram por formar corporações de consultoria que muitas vezes decidiam sobre as aplicações imobiliárias com evidentes conflitos de interesse.

No início dos anos 90, com a quebra de valor das propriedades no mercado americano, houve, por parte dos empreendedores, a visão de que levantar grandes massas de recursos através desse sistema poderia dota-los de força para fazer posições imobiliárias de grande potencial de rentabilidade, comprando as propriedades retomadas pelos bancos dos inadimplentes, por valores muito abaixo das hipotecas constituídas. Essa quebra foi resultado de mudanças no sistema

tributário americano promovidas em 1981, criando vantagens para os *real estate tax shelters*, que podiam conduzir até limites de economia tributária de 4 dólares para cada dólar investido em *commercial real estate* através desses mecanismos¹. Então, de 1981, quando o Congresso criou os benefícios, até 1986, quando foi revisto o sistema, o que se verificou foi um desordenado aplicar de recursos no mercado, ainda mais com grande alavancagem pela via dos financiamentos de longo prazo e de custo barato, o que acabou por proporcionar o desastre da queda de valor dos empreendimentos, pela incapacidade de produzir rendas compatíveis com o fluxo de amortização dos financiamentos concedidos. A mesma alteração da legislação em 1986 flexibilizou várias disposições para a criação e gestão dos REIT, sendo que uma importante medida foi permitir que cada corporação constituísse sistemas próprios de gestão, não mais sendo obrigadas a se valer da administração através de consultores independentes.

Nesse início da década de 90, empreendedores líderes do mercado, nas áreas de apartamentos para locação, escritórios e shopping-centers, se transformaram nos grandes incentivadores da constituição dos modernos REITs, acreditando a eles suas marcas de qualidade e passando a gerir capitais de pequenos investidores conjuntamente com os seus, para construir grandes portfólios, cujos critérios de gestão de risco permitiram a esses pequenos capitais o acesso a investimentos conservadores, associados a remunerações vigorosas.

Em números: [i] - em 85 os REIT estavam capitalizados no patamar de US\$ 7,7 bilhões, em 95 estavam no patamar de US\$ 70,0 bilhões, para atingir, ao final de 2000 US\$ 134,4 bilhões; [ii] - entre 93 e 98 foram captados recursos novos no patamar de US\$ 81,9 bilhões pelo sistema; [iii] - as corporações cresceram e o valor médio da conta de capital dos REIT existentes, seja através de aumento das captações, como de fusões, foi de US\$ 95,7 milhões em 90, para US\$ 850,6 milhões em 2000; [iv] – são 158 companhias no mercado, ao final de 2000².

Na era moderna dos REIT, iniciada nos anos 90 e liderada pelos grandes empreendedores imobiliários do mercado americano, eles deixaram de ser ambientes de segregação de portfólios

¹ Observação contida em *The Modern Real Estate Investment Trust Industry – An Overview*, by Mark O. Decker, in *Real Estate Investment Trusts* editado por Garrigan, Richard T. e Parsons John F.C. – 1997 Mc Graw Hill.

² Fonte de dados: NAREIT – National Association of Real Estate Investment Trusts

para se transformar em companhias de real estate, empreendedoras e poderosas, dotadas de contas expressivas de capital e capazes de criar, ou de acompanhar, eixos de movimento do mercado. Ou seja, o mercado já saiu do conceito de segregar posições em empreendimentos para securitiza-los, o que significa vender o imóvel através de títulos de investimento, para aglutinar nos REIT recursos de pequenas poupanças conservadoras, administradas pelos maiores empreendedores do mercado, que, com sua marca gerencial, exploram posições importantes no mercado de empreendimentos de base imobiliária.

Os REIT, portanto, tem uma pequena semelhança com os fundos de investimento imobiliário brasileiros.

3. FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

No Brasil, os FII representam uma das avançadas formas de aglutinação de capitais para explorar posições no mercado imobiliário. Apresentam um razoável grau de flexibilidade operacional, mas que, de nenhum modo, chega aos limites dos REIT.

Da mesma forma que acontecia com os REIT na sua origem, os FII são geridos por sistemas independentes, pois são condomínios de investimento, sem personalidade como corporações, que tem sua gestão delegada obrigatoriamente a uma instituição financeira. Admite-se a hipótese de haver um consultor de investimentos especializado no ramo imobiliário, para orientar as ações da instituição financeira.

Com este formato, os FII não foram criados para se transformar em agentes ativos de mercado, sendo desenhados mais para representar passivamente o partilhamento de um empreendimento de base imobiliária para um conjunto de investidores, inclusive os de pequena capacidade de investimento. Critérios de transparência de gestão existem, porém o sistema não tem como estabelecer compromissos de desempenho entre o empreendedor e os investidores condôminos do FII.

Uma instituição financeira aglutina recursos num FII para adquirir uma certa propriedade (a legislação não faz limitação de uma única propriedade, que evidencio somente para indicar o

estado atual do mercado, que está nos seus primeiros passos, perpetrando, ainda, ações muito cuidadosas e conservadoras). Na maioria das vezes, isso é feito não por sua iniciativa, mas para atender à demanda de um determinado empreendedor, que pretende, por este caminho de securitização, colocar seu empreendimento no mercado. Para o empreendedor, trata-se, então, de vender e se desfazer da posição, sem compromisso de qualquer ordem com o seu desempenho.

A instituição deverá, então, usar critérios técnicos rigorosos para analisar a qualidade do investimento, que se proposto para o investidor, que, ao final, estará comprando: [i] - qualidade do produto com marca de referência do empreendedor e [ii] - qualidade do investimento (preço *versus* renda esperada) segundo a avaliação da instituição financeira, ou de consultor especializado. O investimento em posições imobiliárias para renda é, na sua natureza, conservador e deverá: [i] - estar protegido por um lastro estável (a qualidade intrínseca do produto) e [ii] – oferecer uma perspectiva de renda em padrões homogêneos (o desempenho esperado do empreendimento, na sua inserção de mercado). Estas duas características estarão configuradas na marca do empreendedor e na qualidade da análise e dos prognósticos para geração de renda na exploração do empreendimento, demonstradas em estudos que oferecem indicadores de valor, renda e risco de quebra da qualidade, riscos motivados por desvios de comportamento na inserção de mercado do empreendimento.

Aceitando os indicadores de segurança, renda esperada e riscos, o investidor adquire uma posição de base imobiliária, através de um instrumento de investimento com transito de mercado mais ágil do que se retivesse diretamente a propriedade. De outro lado, investe numa propriedade, cujo valor está muito acima da sua capacidade individual de investimento, mas que o sistema de aglutinação de capitais viabiliza. A qualidade do investimento e a sua agilidade para trocas fazem do produto securitizado um instrumento competente para suprir a condição de fazer poupança conservadora, o que, mais que um avanço, representa um salto de qualidade na formatação do mercado. É de se prever que os mecanismos de securitização, dentre os quais se inclui o FII, serão responsáveis por favorecer uma grande alavancagem para o setor, sempre que os empreendedores e as instituições financeiras gestoras tenham o cuidado de promover ofertas de produtos bem planejados, vendidos por preços corretos. Através de um FII não se vende juros, mas produtos saudáveis, capazes de oferecer rendas estáveis por longos ciclos

operacionais, a taxas competitivas.

Uma securitização em ambiente de propósito exclusivo, se faz tanto em FII como em SPE, mas o que se constrói é um ambiente passivo, para segregar o empreendimento, cuja única dinâmica está no processo de gestão, na busca de desempenho na renda. Numa securitização através de SPE, com emissão de TILA, existirá sempre um compromisso maior do empreendedor, já que ele, como controlador da SPE, se engaja no desempenho do empreendimento. Numa securitização em SPE, o sistema de governança do portfolio é regrado entre os investidores e o empreendedor, mas, qualquer que seja a regra, aqui se mantém o princípio de gestão especializada. Esse modelo está bastante mais próximo do estado atual dos REIT no mercado americano, ainda que, até este momento, no mercado brasileiro, as securitizações em SPE tenham sido perpetradas sobre portfolios estanques, de forma que os títulos de investimento representem a propriedade da posição imobiliária alvo da securitização.

Para conceber ambientes ecléticos, no mesmo formato atual dos REIT, também é possível trabalhar com FII ou SPE. A diferença entre as duas formatações está no sistema de governança. Usando um FII para construir um agente agressivo de mercado implicará em conceder a gestão a uma determinada instituição financeira e não em usar a imagem do empreendedor especialista. Usando uma SPE, do empreendedor, pode-se conceber uma configuração em todo semelhante ao modelo atual dos REIT. Trata-se, entretanto, de uma questão de momento. Ensaíamos os primeiros passos de buscar as pequenas poupanças e quer parecer que o melhor produto a se ofertar ainda é o imóvel tradicional, vestido através de um instrumento de investimento, que apresenta vantagens claramente evidenciadas para o investidor. Importa, entretanto, ter a visão mais adiante, para perceber que o futuro está mais perto do modelo americano atual, em que o investidor é chamado para fazer parte de uma corporação, que, por regra de comportamento, distribui 95% dos seus resultados, mas que mantém uma posição dinâmica no mercado, reciclando continuamente seu portfolio, ao contrário da condição de nascimento desse mercado no Brasil, em que o ambiente de securitização faz somente a posição passiva de segregar uma determinada propriedade.