

**ESCOLA POLITÉCNICA
DA USP**

**DEPARTAMENTO DE
ENGENHARIA DE
CONSTRUÇÃO CIVIL**

**GEPE
GERENCIAMENTO DE
EMPRESAS E
EMPREENDIMENTOS
NA CONSTRUÇÃO CIVIL**

**TÍTULOS DE INVESTIMENTO
COM LASTRO EM ATIVOS**

**O MERCADO BRASILEIRO
À ESPERA DE UM LÍDER**

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

SETEMBRO 1.999

**TÍTULOS DE INVESTIMENTO
COM LASTRO EM ATIVOS**
**O MERCADO BRASILEIRO
À ESPERA DE UM LÍDER**

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.
Professor Livre-Docente da Escola Politécnica da USP
Criador e coordenador do Grupo de Ensino e Pesquisa em
Gerenciamento de Empresas e Empreendimentos na Construção Civil

RESUMO

Os meios de investimento em produtos imobiliários, tradicionalmente usados pela sociedade brasileira para fazer poupança, já tem um formato muito mais avançado do que a mera propriedade do imóvel. Estes meios, construídos a partir do que se denomina de securitização do empreendimento de base imobiliária (empreendimento cujo produto é destinado à exploração para renda, como edifícios de escritórios, hotéis, shopping-centers e, até, hospitais), permitem quebrar a rigidez do investimento imobiliário e dar ao investidor uma capacidade muito maior de gerir seu portfólio de investimentos, seja quanto ao equilíbrio frente ao risco, como com relação à mobilidade dos ativos. O mercado americano, usado como paradigma de comparação neste texto, já está consolidado em patamares de investimento importantes e no mercado brasileiro já está instalada e disseminada a técnica de securitização, apoiada nas características particulares da legislação brasileira. Todavia, os produtos de securitização tem sido derivados para aplicação de recursos dos investidores institucionais, faltando ainda reconhecer o líder que “espalhe” este produto pelos investidores de menor expressão – o grande mercado. Parece que este papel deve caber a instituições financeiras, que, se não atentarem para esta nova forma de se investir, serão substituídas pelos próprios empreendedores do mercado, que já estão ganhando coragem para agir diretamente com seus investidores, mesmo considerando a perda de qualidade que este voo solitário pode representar.

PALAVRAS-CHAVE

Mercado imobiliário; investimento de base imobiliária; securitização.

ABSTRACT

Invest in real estate assets, that is a tradition in the Brazilian society in order to constitute a long-term savings portfolio, in today's market can be achieved using modern instruments, instead of simply buying the property itself. These instruments are derived from the securitization of the real estate asset that creates equity real estate assets - EREA, representing office buildings, hotels, shopping centers and, even hospitals. Invest through an EREA, which means to broke the rigidity that has the real estate investment, when acquiring directly the property, increases to the investor the capacity of managing his portfolio, according more solid risk considerations and gives a mobility for the investment vector that the property does not have. In the Brazilian market we already have set all the knowledge and technology necessary to make the change of directions in this type

of investment, as we can observe in the actual American market, used for comparisons. However, in Brazil, this strong instrument is being used as an investment vector only for the institutional investors and the market is waiting for a leader that disseminate the securitization titles among the small investors. This seems to be a function to be accomplished by the financial institutions. But I see in the horizon that, if they don't start their action soon, the developers will supply this position, acting directly with their investors, even considering the lack of quality that this sole flight can represent.

KEY WORDS

Real Estate; securitization; equity real estate assets.

**TÍTULOS DE INVESTIMENTO
COM LASTRO EM ATIVOS**
**O MERCADO BRASILEIRO
À ESPERA DE UM LÍDER**

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.
Escola Politécnica da USP
SETEMBRO 1.999

1. O TEMA DA SECURITIZAÇÃO

- No Brasil, ainda com pequena expressão diante do potencial do mercado, desde 1.992 vem sendo promovidas securitizações de portfólios ancorados em ativos reais, com o objetivo de aglutinar investidores para implantar empreendimentos e explorar a atividade alvo das SOCIEDADES DE PROPÓSITO EXCLUSIVO – **SPEs** - criadas para segregar esses ativos.

No Brasil, a partir da constituição da Cibrasec e da aprovação da estrutura legal necessária para dar suporte à criação de títulos associados a hipotecas, está criada a base operacional para exploração do mercado de hipotecas, este ancorado em portfólios imobiliários tradicionais.

- Usando o mercado americano como imagem, os ativos reais (*real estate assets*) são explorados, como produtos de investimento, através destes mesmos dois canais, o da securitização de portfólios de ativos reais e o da securitização de hipotecas constituídas sobre os ativos imobiliários tradicionais.

Naquele mercado, o investidor individual, sem a tradição de aplicar recursos em patrimônios imobiliários, ou com base em imóveis foi, nos últimos anos, penetrando nos produtos de investimento formatados através da securitização de portfólios de ativos reais, antes desenhado especificamente para os investidores institucionais¹,

¹ Assim entendidos, como aqueles segmentos que devem constituir reservas especiais para sua atividade econômica, reservas pautadas por padrões de rentabilidade estáveis e garantia de lastro muito expressiva, mesmo que se reconheça que este binômio esteja ancorado em rendas conservadoras, mas de baixa flutuação (estabilizadas) por longo horizonte.

notadamente as companhias de seguro e os fundos de pensão. Isso ocorreu porque as instituições administradoras das aplicações financeiras desses investidores passaram a reconhecer que, numa montagem de portfólios de investimento com risco mais equilibrado, há que haver produtos com estas características – rendas estáveis, por ciclo longos, apoiadas em lastros extremamente seguros. Houve, assim, um grande crescimento no mercado de fundos de investimento especializados em posições imobiliárias, de base imobiliária, ou, de forma mais abrangente, ancoradas em ativos reais.

Com respeito aos títulos derivados da securitização de hipotecas, o mercado ainda está concentrado nos investidores do mercado financeiro, com alguma participação dos institucionais.

Para tomar conhecimento do que representa o mercado americano, uso os dados do *journal* Investment Property & Real Estate Capital Markets Report, de julho 99, com dados relativos ao final do ano de 1.998. Estes, ilustrados nas figuras 1 e 2² adiante, mostram a repartição do mercado dos títulos representativos dos *EQUITY REAL ESTATE ASSETS*³, num patamar consolidado de **US\$ 710,8 bilhões** e dos *DEBT REAL ESTATE ASSETS*⁴, com a dimensão de **US\$ 1109,0 bilhões**.

Nestas notas somente me preocupa o mercado de securitização de ativos, não o de hipotecas, de forma que, para especular e comparar com a economia brasileira, tomemos as posições dos **EREA** identificadas na figura 1. Ali se destaca o mercado de investidores privados como francamente dominante – 46,7% do total - para uma posição de 25,3% dos investidores institucionais. Considere-se ainda que parte das posições dos REITs está com investidores privados, pois diretamente, ou

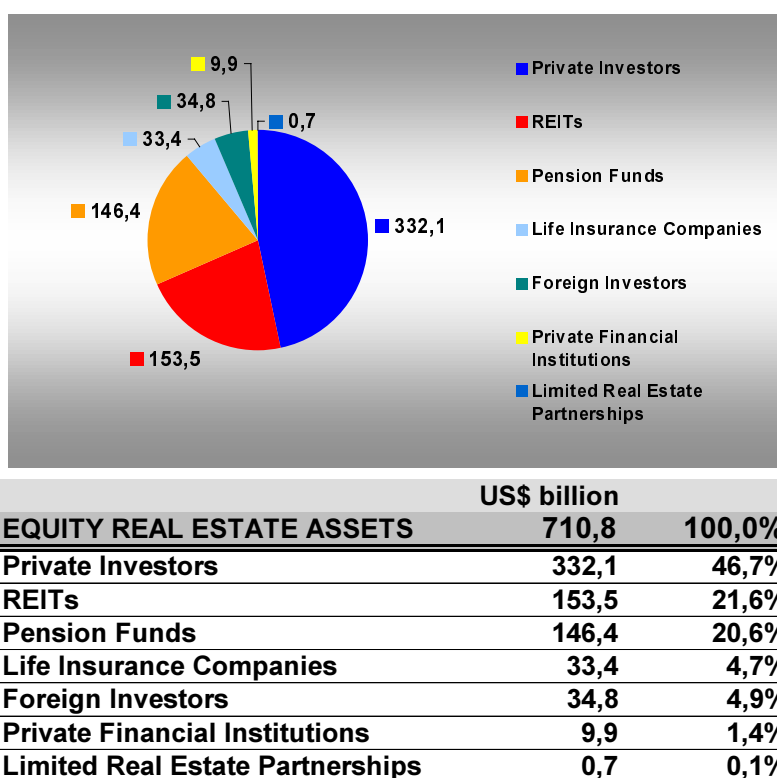
² Mantenho a nomenclatura das figuras em inglês, como no original, para não perturbar, com uma tradução livre, a precisão de termos ainda não usados no Brasil.

³ Numa tradução livre: Títulos de securitização ancorados em ativos de base imobiliária.

⁴ Numa tradução livre: Títulos de securitização ancorados em instrumentos de débito lastreados em hipotecas de ativos de base imobiliária.

através de fundos de investimento especializados, as posições de *equity* dos REITs estão no mercado.

figura 1



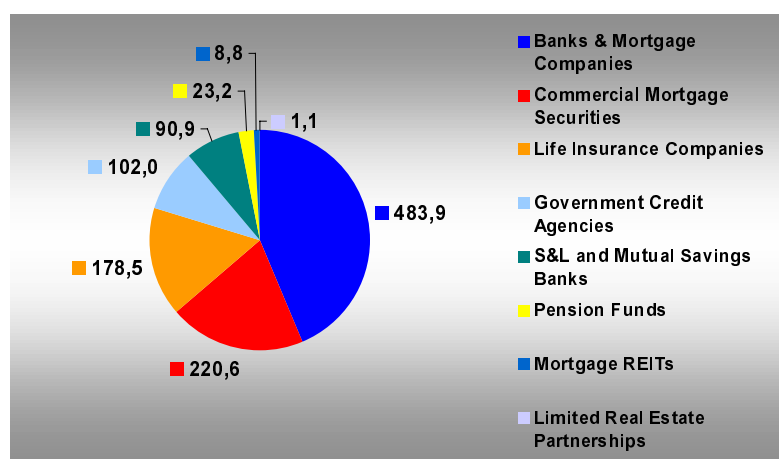
Outro aspecto a se comentar é a expressão do volume de investimentos nesse formato para o produto interno bruto: usando os números de 1.998, os ativos securitizados representam algo como 8,3% do PIB estimado para 98⁵. A se considerar o PIB do Brasil estimado para 98⁶, essa mesma razão equivaleria a um mercado de securitização no patamar de R\$ 75 bilhões de dezembro de 98. A se considerar, ainda, a participação dos investidores institucionais, usando os parâmetros do mercado americano, alcançaríamos um nível potencial de R\$ 19 bilhões de dezembro

⁵ US\$ 710,8 bilhões para US\$ 8.510 bilhões (fonte: www.polisci.com)

⁶ R\$ 901,6 bilhões (fonte: estimativa Bacen)

de 1.998. Ou, tomando a referência paramétrica dos investidores privados, haveria um mercado potencial de R\$ 35 bilhões de dezembro de 1.998. Ou seja, se adotarmos como referência paramétrica um padrão conservador de análise para investimentos privados em *real estate* securitizados, como é a característica do mercado americano, encontraríamos para o Brasil um veio de investimentos da maior expressão.

figura 2



	US\$ billion	
DEBT REAL ESTATE ASSETS	1.109,0	100,0%
Banks & Mortgage Companies	483,9	43,6%
Commercial Mortgage Securities	220,6	19,9%
Life Insurance Companies	178,5	16,1%
Government Credit Agencies	102,0	9,2%
S&L and Mutual Savings Banks	90,9	8,2%
Pension Funds	23,2	2,1%
Mortgage REITs	8,8	0,8%
Limited Real Estate Partnerships	1,1	0,1%

- O mercado brasileiro, na securitização de ativos reais, é francamente inexplorado. O que já se produziu de securitização não deve ter alcançado o patamar de R\$ 3 bilhões⁷, que, além de ser de volume baixo para os 6 anos de vida do mercado,

⁷ Não há dados coletados sobre o mercado, sendo essa uma referência estimativa a se considerar os projetos de que tenho conhecimento e que foram a mercado. Mesmo assim, esta estimativa compreende alguns processos de securitização de recebíveis, não ligados especificamente a operações de natureza ou de base imobiliária.

representa uma pequena fração da capacidade de investimento dos investidores institucionais, único segmento de mercado que tem sido explorado para colocação dos títulos. O mercado brasileiro tem buscado, praticamente com exclusividade, canal de colocação junto aos fundos de pensão, porque as empresas que estruturam estes projetos não tem condições de fazer a dispersão dos títulos no mercado pelos investidores individuais, em razão da necessidade de escala para colocação dispersa e, principalmente, de fundos de reserva para fazer a função *market maker*, ainda que indireta, que se entende como necessária para sedimentar o mercado. Essa sedimentação está associada a se estabelecer confiança nos títulos, não do ponto de vista da qualidade dos projetos, mas especificamente quanto à sua liquidez, que, no início, com poucos projetos, não convém ser deixada ao sabor do mercado, porque não haverá escala e suficiente difusão do conhecimento sobre os produtos para consegui-la de forma espontânea.

Se levarmos em conta a tradição de investimentos em produtos imobiliários e de base imobiliária, que se verifica no mercado brasileiro, discutir o sistema de colocação destes títulos significa conceber um produto que não disputará com outros, de caráter financeiro, que as instituições oferecem para seus clientes, mas, ao inverso, pressupõe alargar a base de mercado, para trazer para produtos mais avançados de investimento os recursos que estão mal aplicados nos investimentos imobiliários tradicionais⁸.

- Numa breve nota de esclarecimento, a rotina da securitização de um ativo compreende:

⁸ Já fazia um banqueiro a imagem que evidencia esta característica do mercado imobiliário brasileiro. Basta, como exemplo, olhar pela janela de um edifício na Av. Faria Lima, para divisar a massa de recursos de investimento puro que está aplicada em propriedades imobiliárias destinadas à renda, já que praticamente tudo que se vê não está sustentado por financiamentos. Imagine-se fazer a mesma coisa de uma janela de Manhattan; provavelmente a totalidade das posições imobiliárias está sustentada por hipotecas, ou, já modernamente, por instrumentos de investimento que traduzem a securitização desses ativos.

- i. segregar o ativo numa SOCIEDADE DE PROPÓSITO EXCLUSIVO – SPE⁹, [i-a] - através de qualquer meio de cessão, se o ativo já está implantado, pronto para operar, ou operando, ou [i-b] - através de um contrato de implantação com um empreendedor¹⁰, no caso de ser ainda um projeto;
- ii. emitir, com âncora na SPE, os TÍTULOS DE INVESTIMENTO COM LASTRO EM ATIVOS – TILA, que serão o canal de investimento para captação de recursos do mercado;
- iii. captar recursos, colocando os TILA junto aos investidores, para pagar a cessão do ativo, ou pagar o contrato de implantação.

Desta forma, o ativo fica rigidamente ancorado na SPE, passando as transações das posições de investimento, entre investidores, a se fazer, daí em diante, através da circulação dos TILA. Esse princípio, conceitualmente muito simples, mas que promove a quebra dos maiores entraves para os investimentos em ativos reais que são a rigidez e a baixa divisibilidade¹¹, é que potencializou a expansão dos negócios de securitização de ativos, especialmente nas economias mais avançadas. A ancoragem na SPE, que significa inalienabilidade, ou, em casos mais sofisticados, condição de alienação sob controle dos investidores nos TILA, não dos gestores da SPE, faz a garantia para o investidor de que o título tem lastro no ativo, apesar de que de forma indireta.

De outro lado, a gestão profissional do ativo, sem a interferência direta dos

⁹ O conceito técnico mais abrangente é o de um VEÍCULO DE PROPÓSITO EXCLUSIVO – VPE. No Brasil usamos a SPE porque é o veículo mais fácil de ser enquadrado na legislação vigente, especialmente para dar forma aos títulos de securitização e às garantias para os investidores.

¹⁰ Preferencialmente protegido por um *completion bond*.

¹¹ Os empreendimentos de base imobiliária podem ser divisíveis, mas através de mecanismos que não permitem aos investidores nas frações geradas, liquidez e mobilidade para o seu investimento equivalentes, àquelas que se alcança com a securitização.

investidores também fica garantida¹², pois a SPE é controlada por especialistas no mercado em que está inserido o ativo, desde os de configuração mais simples, até modelos sofisticados de hotéis, hospitais e operações comerciais, ou industriais. Um investidor não se preocupará com o conjunto dos investidores, para, daí, tomar conclusões sobre a qualidade do seu investimento; o empreendimento tem independência operacional com relação ao conjunto dos investidores.

Como existe a marca do empreendedor, para implantar e controlar a SPE¹³, dando qualidade ao produto (o ativo) e à sua gestão estratégica e a marca do gerenciador para dar qualidade à exploração, na realidade o investimento tem um caráter expandido, não estando preso exclusivamente à existência do ativo, mas aos vetores que sustentam a qualidade da sua implantação e posterior operação.

O resultado do empreendimento é distribuído para os investidores através dos **TILA**.

Num extremo, quando se promove uma securitização plena, através de títulos perenes, o total do resultado alcançado, provisionadas reservas para investimentos continuados em adequação e atualização funcionais, é distribuído para os investidores. Nessa forma, os títulos perenes tem renda variável, presa ao desempenho do ativo.

O outro extremo corresponderá a securitizações em que a SPE se obriga com o investidor a pagar uma certa remuneração fixada para os **TILA**, além de resgata-los até uma data¹⁴. Nesse caso, o empreendedor deverá figurar como garantidor do padrão mínimo de desempenho, capaz de gerar o fluxo de caixa suficiente para o

¹² A interferência dos investidores no gerenciamento operacional é sempre muito contida, sendo admitido somente o controle de desempenho, através de uma auditoria de gestão.

¹³ O controle da SPE é do empreendedor, limitado por cláusulas pétreas do seu estatuto, vinculadas com critérios de alienação do ativo e distribuição de resultados operacionais alcançados na exploração desse ativo.

¹⁴ O resgate e o pagamento da remuneração podem ter fluxos regrados e datas certas, ou, então, critérios regrados de pagamento em função dos fluxos de caixa disponíveis na SPE, fazendo

cumprimento das responsabilidades com esta espécie de títulos. Quando se securitiza com esses títulos, a estratégia compreende a formatação de uma segunda série, apoiada no mesmo ativo, essa de remuneração variável, equivalente ao total da renda gerada pela operação do ativo, menos os pagamentos devidos aos títulos da primeira espécie. Essa segunda série “zera” os resultados da S P E, para que esta tenha uma configuração neutra, a se considerar a rentabilidade das ações de seu capital¹⁵, porque uma das premissas de planejamento estratégico, do conceito de securitização de um ativo, é que somente os **TILA** recebam o total da renda gerada pelo empreendimento.

Não há nenhuma rigidez para se configurar um sistema de securitização, de sorte que há versatilidade, seja para compor modelos intermediários entre esses dois extremos, como para promover inovações. Como exemplo, já existem no Brasil securitizações nas quais uma das séries de títulos paga, de forma regrada, uma remuneração fixada, acrescida de uma remuneração variável, vinculada a participação na receita operacional.

a data de liquidação do resgate incerta.

¹⁵ A conta de capital é controlada pelo empreendedor e é semente nas securitizações, não tendo expressão diante do volume de recursos derivados para o projeto pela via da securitização.

2. O MERCADO À ESPERA DE UM LÍDER

No Brasil, os projetos cujo ciclo de project finance está encerrado, ocorrendo as etapas de implantação, ou de operação, tem tido o esforço de colocação dos investimentos com foco exclusivo nos investidores institucionais. Entretanto, existem, no mercado brasileiro, veículos habilitados para que se implante um mecanismo consistente de colocação de **TILA** para investidores privados - falta somente um líder.

Quando se trabalha com investidores institucionais, o alvo é vender posições expressivas de investimento, de tal sorte que o investidor avalia o negócio como se estivesse investindo o total dos recursos que se vai captar. Isso faz considerando que tem experiência e conhecimento, em virtude de já ter posições no setor econômico do ativo securitizado, ou, de forma genérica, por estar munido de instrumentos de análise de qualidade e riscos de empreendimentos, que podem ser empregados de forma discricionária para diferentes negócios.

A tradição tem mostrado dispersão de colocação de **TILA** em projetos já securitizados para um máximo de dez instituições, muita vezes somente cinco, atendendo o limite de requisito legal na composição da carteira de cada instituição, que é de não mais do que 20% de uma mesma emissão de **TILA**. Essas instituições tem tradição de carregamento de posições de investimento de grande rigidez¹⁶ e registram investimentos desta categoria nas suas reservas para maturação de longo prazo, preocupadas com rendas conservadoras mas estáveis e de baixo risco, rendas pouco acima da sua meta atuarial. Então, suas premissas fundamentais na decisão de investimento via **TILA** estão apoiadas na visão de

¹⁶ Edifícios de escritórios, shopping-centers, hotéis, hospitais, posições acionárias de controle em grandes companhias..... Quanto aos investimentos capitulados como imobiliários e de base imobiliária, a estatística consolidada Abrapp em dezembro de 1.988 dava, para os 301 fundos de pensão associados, uma posição de R\$ 9.864 milhões, num total de ativos de R\$ 90.797 milhões.

risco de médio e longo prazos e na oportunidade de manutenção das rendas mostradas nos cenários de comportamento esperados para a exploração do ativo securitizado. A liquidez dos TILA tem relevância, mas não no sentido da grande dispersão (cotação regular do título em Bolsa de Valores, por exemplo), pois o vetor de decisão está associado aos exemplos bastante rígidos, representados pelas posições imobiliárias e de base imobiliária, que, regra geral, os investidores institucionais não fazem circular, mantendo em suas carteiras por ciclos muito longos.

Quando se admite explorar o segmento dos investidores privados, outras são as premissas de decisão. Somente permanece o conceito de que o que se tem em foco, dentro da matriz de investimentos desse indivíduo alvo é a sua conta de investimentos imobiliários, entendida como aquela conta de poupança mais conservadora. Não se objetiva fazer a substituição das contas de maior liquidez, que estarão nos títulos de renda fixa e, eventualmente nos de renda variável – basicamente mercado financeiro e de capitais. Sua conta de investimentos imobiliários para renda tem, evidentemente, as mesmas características de rigidez já citadas, com o agravante, relativamente ao investidor institucional, de que esse investidor individual não está perto do comando da gestão do bem mas com a vantagem de que detém uma fração de maior padrão de liquidez¹⁷.

Importante considerar, também, que o investidor individual não tem apoio para a decisão de investimento no mesmo nível de profundidade que o institucional, de modo que, mesmo que a operação seja complexa, a imagem que se lhe transmite do investimento e do seu retorno devem se revestir de simplicidade, ou, então, seus retornos devem ter um certo padrão de proteção, capaz de superar suas dúvidas sobre investir. O investidor

¹⁷ Como exemplo: [i] – o investidor institucional tem um hotel e [ii] – o investidor individual terá uma unidade num flat, voltado integralmente para locação, no conceito de uso hoteleiro. O primeiro tem um ativo de difícil trânsito, pelo volume de investimento que representa o valor da propriedade, mas tem o domínio estratégico da exploração, que permite controlar a manutenção da qualidade no longo prazo. O segundo tem um ativo de melhor trânsito, mas não tem controle sobre a qualidade do ativo, na sua razão de inserção no ambiente do empreendimento, porque nesse ambiente o investidor é membro de uma comunidade, submetido à sua vontade majoritária.

institucional, com dúvidas, promove análises de risco, encontra indicadores e “decide diante do risco”. O investidor individual toma o mesmo procedimento, com a diferença que deve receber prontas as análises de risco e, ainda mais, formatadas numa linguagem que possa absorver.

O vetor de investimentos imobiliários do investidor individual geralmente se sustenta na premissa corrente, que é tecnicamente refutável, de que esse modelo conservador de investir é seguro porque o investimento está protegido pelo lastro representado pelo valor do imóvel, servindo a exploração do imóvel para fazer a renda do investimento¹⁸. Dessa forma, o mercado se movimenta, na oferta, despreocupado em caracterizar a qualidade do investimento, mas focado exclusivamente em demonstrar a sua imagem de valor¹⁹. Essa condição fica em evidência quando se visualiza a agressividade com que se promovem os empreendimentos imobiliários para investidores individuais²⁰, promoção através da qual se procura tirar o investidor da posição de dúvida sobre a qualidade do investimento, não com informação, mas com a imagem da velocidade acelerada de vendas, que faz, de forma indireta, sustentação do valor, como lastro do preço. Assim, o investidor individual tem, para investir, uma única referência sobre a qualidade do investimento, que é o valor, como lastro. A imagem de liquidez é orientada por tradição, na medida em que, ao reconhecer que existe um grande conjunto de investidores tomando esses produtos, assim haverá outra plêiade de indivíduos capazes e orientados para investimentos semelhantes. O único bloqueio para alcançar liquidez fracionária alta é a rigidez, porque há reduzido mercado para se vender parte de um imóvel, de sorte que, necessitando vender, para fazer caixa, mesmo que em montante menor do que o preço do

¹⁸ Para ilustrar a falsidade desta premissa tomemos um exemplo: a uma taxa de atratividade de 15% ano, efetiva, num horizonte de 20 anos, ciclo usual para análise deste tipo de investimento, o valor do imóvel, se permanecer estável no patamar da inflação, responderá, ao final, por garantir pouco mais do que 6% do valor do investimento. Os restantes 94% serão garantidos pela renda na exploração.

¹⁹ Os indicadores da qualidade de um investimento devem responder, no mínimo, a questões sobre segurança (valor do lastro), liquidez, rentabilidade e riscos.

²⁰ O melhor exemplo no mercado brasileiro são os flats.

imóvel, o investidor terá que vendê-lo todo.

O produto **TILA** se associa de forma direta ao imóvel. Dai, para se promover a venda to **TILA** como produto de investimento há, então, que: **[i]** - enfatizar o valor do lastro, **[ii]** – mostrar seus parâmetros de liquidez e **[iii]** - identificar a renda, com seus padrões de estabilidade e dispersão.

- Em princípio, a condição de **valor do lastro** é para ser demonstrada com imagem equivalente à apresentada por um produto imobiliário qualquer. Na realidade, a velocidade de vendas do produto é que baliza o que é caro ou barato; não há método nem critério de arbitragem de valor que o vendedor disponibiliza para o comprador, nem procedimento a que este tenha acesso, a não ser meios de comparação, quando disponíveis e de consulta evidente, nos casos em que, por exemplo, mais de um produto equivalente é oferecido ostensivamente no mercado. Em síntese, nos **TILA** como no imóvel, a imagem mais ingênua, cujo entendimento é direto e que prescinde de conhecimento técnico, ou experiência de mercado, é a de que o valor de venda é compatível com o valor do produto, quando este apresenta uma velocidade de vendas acelerada.
- A **liquidez** de um **TILA** é maior do que a do imóvel, porque o seu valor de face é mais baixo, podendo-se compor uma securitização de ativo, com **TILAs** de valor de face qualquer, recomendando-se, porém, um valor de fácil transação. Um imóvel se associa a um conjunto de **TILAs**, de forma que a liquidez fracionária do imóvel securitizado é alta, porque cada **TILA** circula independentemente do imóvel e dos demais **TILA** a ele vinculados.

Entretanto, o valor de transação do produto ser mais baixo não é por si um indutor de melhor liquidez – há que se fazer a consideração da existência de canais de comercialização ativos, que promovam trocas de forma ágil e é aqui que se identifica a maior fragilidade do mercado brasileiro nesse momento, para explorar este tipo de investimentos.

Usando novamente a imagem do mercado americano, a aceleração da expansão, no

sentido de captar recursos do investidor individual, se verificou a partir da criação de fundos de investimento especializados em posições securitizadas de empreendimentos, fundos que constituem seus portfólios com títulos equivalentes aos **TILA**, podendo, por estratégia operacional, derivar parte das aplicações para produtos financeiros de alta liquidez, com o objetivo de dar sustentação aos fluxos de caixa provocados pelas entradas e saídas de investidores. Nesses casos, o investidor tem o apoio do conhecimento do administrador sobre os empreendimentos e compra a marca de confiança do administrador e o *track record* do fundo, quanto à sua rentabilidade histórica. Acabam por ser fundos de aplicação que trabalham o vetor conservador do portfólio dos investidores e representam mais um produto do mercado financeiro, tendo, porém, que dar destaque sobre sua estratégia de aplicações, porque, caso contrário, competindo no mercado exclusivamente com a demonstração de rentabilidade, poderiam estar sempre “atrás” dos produtos exclusivamente financeiros, especialmente os que trabalham com veios mais agudos de risco.

- A **renda** dos investimentos nos **TILA** é variável, podendo apresentar, como já comentado, parcelas fixadas. A qualificação da sua estabilidade, ou no outro sentido, dispersão, se prendem à aderência do comportamento das variáveis de receita, despesas e reinvestimento com relação às expectativas lançadas nos cenários que apoiam a emissão dos **TILA**. Quanto maior a fração fixada da renda, ou quanto mais próxima esta for das rendas de oportunidade e atratividade alternativas, oferecidas pelos produtos de investimento exclusivamente financeiros, mais os **TILA** serão atrativos para o investidor individual²¹.

²¹ Essa não é uma condição utópica, ou exótica. Se tomarmos, como exemplo, os investimentos em empreendimentos imobiliários, ou de base imobiliária, suportados por linhas de crédito, verificaremos que seus patamares de rentabilidade capacitam os empreendedores a tomar recursos de custo elevado. O único problema de sustentação dos empreendimentos de base imobiliária financiados está na necessidade de prazos médios para longos de repagamento dos financiamentos. Admitindo, então, que um empreendedor toma recursos “financiados” via **TILA**, estes podem ter rentabilidade fixada compatível com a capacidade dos empreendimentos de pagar taxas mais elevadas, combinada com participações em receita ou resultado, que farão os **TILA** atrativos. Se os títulos forem perenes, ou, então

Esse aspecto da renda e de sua estabilidade, ou dispersão, está vinculado mais à hipótese de resgate do TILA em prazos longos, ou, no limite do desejável, formatando títulos perenes. Assim, o mercado serão tão mais ativo, quanto melhor se considerar veículos que garantam um determinado padrão de liquidez para o investidor individual, porque, para ele, o que conta não é o resgate do títulos, mas a possibilidade de sair da sua posição de investimento, quando necessitar, ou desejar. Desta forma, como a característica de prazo longo é dos empreendimentos e repercute nos TILA da sua securitização, a liquidez deve ser provida por meios de mercado, porque não há como alterar a natureza dos empreendimentos.

No Brasil, a atividade de mercado pode estar apoiada em instrumentos já disponíveis; o que se aguarda é o surgimento do líder. O líder deve ser uma instituição financeira, preocupada em desenhar uma estratégia para manejar TILAs, ou um produto intermediário entre os TILA e os investidores individuais. O líder será aquele com a vontade de fazer este manejo, dando expressão ao mercado, na medida da grande dimensão do mercado dos investimentos com apoio em empreendimentos, porque o instrumental necessário para agir está disponível e a garantia de sucesso, à imagem de mercados em economias mais maduras, é indiscutível.

Fazer o manejo dos TILAs significa assumir a posição de *market maker* de projetos escolhidos para fazer a busca da dispersão, até que o mercado atinja um patamar de suporte para caminhar sozinho.

Esse vôo solo significará que, a partir da postura do líder²², outras instituições passarão a

de resgate em prazos longos, a equação financeira do empreendedor, para implantar o empreendimento, se equilibrará. Usando a comparação, então, concluímos que o problema da remuneração competitiva está somente associado a um prazo longo de resgate para os TILA.

²² É evidente que o sucesso fará com que outras instituições migrem para o mercado. O líder fará o papel de inovador, mas não vislumbro a possibilidade de que venha a se especializar de forma tão agressiva, ao ponto de inibir a participação daqueles que venham a buscar cópia do seu sucesso. De qualquer sorte, para que o mercado cresça, à semelhança das curvas aceleradas vividas pelas economias mais evoluídas, há a total conveniência, mesmo para o

atuar no mercado, ocorrendo a natural dispersão pelas carteiras dos clientes investidores das diversas instituições participantes do mercado, o que ensejará trocas de posições e o amadurecimento da demanda pelos títulos. Nessa marca, os investidores institucionais encontrarão um meio eficaz de girar seus portfólios de investimento em empreendimentos, de modo que é de se esperar que, por aí também deverá crescer o mercado.

Um aspecto que não deve ser inibidor é a necessidade da especialização. Afinal, os empreendimentos são securitizados levando em conta a sua capacidade de geração de receita e resultado futuros e os investidores individuais, que investem nos TILA através de uma determinada instituição financeira, terão a tendência de aceitar as marcas de expectativas de desempenho e renda associada, mais em razão da confiança no colocador, do que nos estudos de rentabilidade dos títulos. Então, os candidatos à liderança poderão se preocupar com a responsabilidade e risco de imagem, no caso de colocar títulos de empreendimentos, que venham a se comportar abaixo das expectativas. Mas essa é a situação pela qual passa qualquer instituição quando trabalha na área de investimentos, buscando recursos em *underwriting* para capitalizar empresas – os TILA tem muitas das características das ações, mas, numa análise comparada, com grandes vantagens para o pequeno²³ investidor privado.

A especialização para referendar a qualidade dos títulos já existe no Brasil, através de empresas de consultoria especializada, de que podem se valer as instituições, para validar os cenários, as análises de qualidade dos investimentos, com seus riscos e seu *rating* derivado.

líder, de que várias instituições nele atuem.

²³ O conceito de pequeno está associado à participação do investidor no total da massa de investimentos que será captada na securitização do empreendimento.

3. AÇÃO DE MERCADO

Três são os vetores necessários para incrementar a ação de mercado, derivando o sistema de colocação dos TILA, do foco exclusivo nos investidores institucionais, para criar canais privilegiados na busca dos recursos dos investidores privados:

i. *a existência, no mercado, de empreendimentos com padrão de segurança e estabilidade elevados* - porque não há como apoiar a dispersão da colocação em negócios de especulação, ou desprovidos de estrutura técnica confiável de planejamento estratégico. Isso exige segregar, de dentro do mercado, empresas, cujo padrão de planejamento esteja acima da média, na medida em que é reconhecido o atraso setorial no ambiente dos negócios desse setor, pautado em procedimentos de planejamento frágeis, ultrapassados, quando não de qualidade técnica discutível, ou não confiável. Como essa imagem pobre não representa a totalidade do setor, há que selecionar empreendimentos, cuja raiz de planejamento fuja das matrizes correntes de: [i-a] - copiar o sucesso, sem atentar para a dimensão do mercado; [i-b] - identificar o potencial de mercado pela capacidade de colocar o produto de investimento, mas não pela condição de que o empreendimento tenha garantia de qualidade no seu desempenho dentro de um ciclo operacional longo; [i-c] - produzir somente para vender, sem se engajar com a qualidade do desempenho, porque depois de entregar pronto e operando, o empreendedor já não terá mais riscos ou vínculos com o negócio.

ii. *a existência de empresas de consultoria, com reconhecida capacidade, para validar as análises de qualidade e riscos dos empreendimentos.* Não se admite pretender explorar esses veículos de investimento ancorados exclusivamente em investimentos sem risco, porque não há empreendimento sem risco, mas, ainda mais em mercados com tanto espaço de demanda potencial, como das economias em crescimento à imagem da brasileira, haverá sempre empreendimentos de qualidade compatível com as expectativas de resultado de quem investe para renda, buscando lastro seguro e riscos contidos. Há, no Brasil, empresas de consultoria especializadas em empreendimentos,

de um lado, e em formatação de securitização, de outro, altamente confiáveis, para dar esta garantia de qualidade.

iii. *capacidade de colocação.* Até o presente, os **TILA** tem sido colocados para investidores institucionais, por empresas que tem capacidade de colocação, porque ela está fundamentada na qualidade dos estudos e análises, que preparam para seus investidores. Empreendimento solidificado pela marca do empreendedor, somado a estudos de securitização que emulam a formatação de indicadores da qualidade dos investimentos e dos seus riscos, nos quais se aplicam métodos avançados e inovadores, formam um binômio já reconhecido no nosso mercado. Porém, para atingir o investidor individual isto é pouco, porque não se discute suporte técnico de qualidade, mas capacidade de diálogo especializado com uma grande massa de indivíduos e essa hipótese somente se verifica junto aos bancos que tem perfil de varejo. Mesmo considerando que o núcleo dos investidores individuais nos **TILA** pode reunir, num primeiro momento, somente os de renda média para alta, que tem capacidade de investir em imóveis para renda, é importante considerar que os **TILA** podem ter qualquer valor de face, mesmo pequeno, o que alarga de forma expressiva o espectro de mercado alvo, pois atinge a fração da poupança conservadora de qualquer orçamento individual.

A união desses três vetores sintetiza o conjunto de fatores necessários para alcançar uma curva de crescimento acelerada na captação de recursos para empreendimentos através dos **TILA** gerados na sua securitização. Na expansão do mercado, na busca dos investidores privados, os elementos de ancoragem serão: **[i]** - empreendimentos de qualidade, **[ii]** – apoiados por modelos de formatação da securitização usando técnicas avançadas na estruturação dos títulos e confiáveis na avaliação da qualidade e riscos do investimento, securitização que produz títulos **[iii]** – cuja colocação se fará através de instrumentos e procedimentos adequados, implantados por instituições financeiras com intensa atuação junto a investidores privados.

i. empreendimento de qualidade quer dizer: **[i-a]** - marcas sólidas do empreendedor

e do operador; [i-b] – investimento cuja notoriedade possa servir de imagem positiva para o investidor privado²⁴; [i-c] – expectativas de renda apoiadas em cenários sem fantasias²⁵.

ii. estruturação da securitização usando: [ii-a] - técnicas avançadas, significa moldar os empreendimentos para que os investidores tenham garantias e proteções adequadas aos riscos do investimento, que devem superar as condições equivalentes dos investimentos tradicionais de base imobiliária e [ii-b] - técnicas confiáveis, significa preparar os instrumentos de análise da qualidade e riscos dos investimentos com padrão muito acima da média do mercado brasileiro, o que já pode ser encontrado em empresas de consultoria especializada altamente qualificadas.

iii. instrumentos e procedimentos de colocação adequados, significa, [iii-a] - além da

²⁴ ...o orgulho da propriedade, não importa que fração o investimento represente do todo...

²⁵ Isso não significa “cenários tão conservadores, que fogem da realidade esperada, para refletir comportamento em crise”. Normalmente estes cenários “mais do que pessimistas” refletem a ingenuidade de empreendedor, que admite que o mercado pode mostrar atratividade para negócios, ao ponto de viabiliza-los em cenários de crise. Quando se encontra um estrato de mercado com esta condição, trata-se, certamente, de um desvio conjuntural, que, no médio prazo, pode representar uma crise verdadeira, mais aguda do que a imagem do cenário deformado.

Tomemos o cenário do mercado de investimentos hoteleiros em “flat-services” nessa conjuntura, na cidade de São Paulo, como exemplo. Tantos são os negócios levados aos investidores nos últimos quatro anos, que não se tem referências para avaliar a condição de equilíbrio do mercado dentro de três a quatro anos, quando um grande volume de apartamentos deve estar em oferta. Há analistas que prenunciam uma grande crise, com as taxas de ocupação, num primeiro momento, migrando para patamares de 30%, que são insuficientes para remunerar os investimentos, com um ajuste posterior do mercado, num patamar de tarifas mais baixo, que levantará as taxas de ocupação, mas manterá os retornos ainda insuficientes para os investimentos aplicados. Há analistas que se apoiam na consideração de que a expansão da economia, após seus ajustes, construirá o patamar de sustentação para absorver esta oferta e como esses investimentos são de maturação lenta, na implantação, é correto investir para estar preparado quando a demanda crescer. E há os que continuam lançando novos empreendimentos, sem se preocupar com nada disso, porque trata-se de produzir para vender e, na medida em que o investidor, ao comprar não tem questionado sobre a rentabilidade do seu investimento, porque admite que o valor do principal está protegido e entende esta como uma imagem válida, basta encontrar mais e mais figuras de marketing inovador (mídia agressiva, nomenclaturas e marcas inovadoras...), que as vendas estão garantidas e o sucesso também.

atitude cuidadosa na colocação, de instruir o investidor sobre a qualidade e os riscos de seu investimento, [iii-b] - dar apoio ao investidor para fazer liquidez dos seus títulos.

4. OS VEÍCULOS PARA ATUAÇÃO NO MERCADO

Já que a ênfase que empresto ao assunto neste texto está em acentuar que o mercado está aberto para uma atuação vigorosa, no sentido de colocar **TILA** para investidores privados, desde que estes encontrem sustentação para a liquidez dos títulos, no ciclo em que o mercado amadureça para uma dimensão tal que as trocas de posição entre investidores venha a ser natural, os veículos para atuação no mercado devem considerar a premissa da liquidez. E esta condição deverá ser cumprida sem que os colocadores terminem por entesourar os **TILA**, que seus investidores subscreveram.

Os **TILA** em si podem ser resgatáveis, somente que em prazo longo, compatível com o prazo de maturação dos empreendimentos que securitizam, e, nesta hipótese, a liquidez é característica essencial do título, mas parece que o maior mercado está para os títulos perenes, nos quais o investimento se confunde com o tradicional investimento imobiliário, ou de base imobiliária. Então, o investidor deverá poder fixar as imagens de renda, sustentação do valor investido e capacidade de liquidar sua posição de investimento. Renda e valor são atributos que se associam ao **TILA**, através das análises do desempenho esperado dos empreendimentos ao qual estão presos, mas as figuras de liquidez devem ser providenciadas pelo *market maker* do título, até que o mercado esteja ampliado e diversificado o suficiente, para que as trocas de posição venham a ocorrer submetidas à sua própria dinâmica. Assim, o que se aguarda no mercado é uma instituição que empreste sua força para colocar os **TILA**, mas que tenha amplitude de penetração num conjunto amplo de investidores, tal que permita promover trocas de posição, envolvendo um mínimo de recursos de tesouraria.

Não se trata de oferecer recompra dos títulos, mas de estruturar um sistema de penetração na sua base de investidores, para fomentar continuamente a capacidade de investimento, que servirá de base para suportar venda de títulos dos investidores que necessitam liquidez. Trata-se de, estando o empreendimento em operação, com os **TILA** produzindo rendimentos, cotar, regularmente, para compra e para venda, os **TILA** dos

projetos de que patrocinou a subscrição primária. Não vejo necessidade de cotar os títulos no período de implantação do empreendimento, porque, a se comparar com os investimentos imobiliários e de base imobiliária, esse é um ciclo de muito baixa liquidez, no qual, evidentemente, o investidor não recebe renda.

Esse cotar está vinculado ao potencial da base de investidores, de sorte que o colocador deverá dimensionar primeiramente este potencial e dirigir a colocação de cada projeto com margem de segurança que entenda confortável para fazer circular **TILAs** entre investidores da base, quando ocorrer uma oferta de venda. A recolocação do **TILA** poderá estar defasada da recompra, de sorte que se admite, na ação do *market maker*, a existência de uma massa de recursos suficiente para “comprar primeiro” e “vender depois”, sendo que a cotação diferenciada entre compra e venda deverá responder pelos custos de carregamento, mais a remuneração pelo serviço. Os recursos para fazer o carregamento podem ser: [i] - do empreendedor, que destinará parte dos recursos captados e correspondentes a uma fração dos seus resultados na implantação, para que o colocador faça uma conta de reserva, com aplicações financeiras de elevada liquidez, provisionando recursos para fazer essa função; [ii] – do colocador, que destinará parte de seus recursos de tesouraria para fazer esta função, procurando, é natural, obter resultados, já que este é um negócio em si mesmo, sendo os resultados alcançados com o diferencial na arbitragem das taxas de compra e venda; [iii] – de fundos de investimento coletivo administrados pelo colocador, já que os **TILA** estão habilitados para compor a carteira da maioria dos fundos de investimento, pois, na sua essência, são papéis de distribuição pública, emitidos por empresa privada²⁶.

Pode-se conceber mecanismo, que consiste em criar um veículo intermediário de investimento, com características semelhantes às do mercado americano, fazendo fundos de investimento especializados em **TILA**. A INSTRUÇÃO CVM, No.303, DE 5 DE MAIO DE 1.999, regula a criação e funcionamento de FUNDOS DE INVESTIMENTO de estrutura de carteira absolutamente livre, desde que regrada, e cuja política de investimento seja do

²⁶ Na grande maioria dos casos, tratam-se de debêntures de renda variável.

conhecimento dos investidores. Manda a instrução, inclusive, que, na denominação do fundo apareça o ativo prevaemente na composição da sua carteira. Podem ser criados, assim, FUNDOS DE INVESTIMENTO EM TÍTULOS DE SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS. A instrução diz, ainda, que se limita em 49% do patrimônio líquido do fundo as aplicações em instrumentos de renda fixa, induzindo que sejam veículos para investimentos em instrumentos de renda variável.

A se usar este modelo, o investidor penetra no negócio através de um produto intermediário, que será a cota do fundo, podendo o seu administrador, com os próprios recursos captados, manter aplicações em renda fixa e de alta liquidez, para poder sustentar as cotações de compra e venda diárias.

Nesse caso, o *market maker* cumpre sua estratégia usando dois veículos para manejar os **TILA**: [i] – o investimento direto, na sua base de investidores, através do qual penetra no patamar dos recursos de investimento para longo prazo, de perfil equivalente ao imobiliário e de base imobiliária e [ii] – o investimento através do fundo especializado, que usa para fazer o investimento direto, como administrador do fundo, e onde deixa recursos em aplicações de alta liquidez para promover o carregamento das posições de recompra, antes da revenda.

Considere-se as diferentes características que se atinge nesse modelo misto. O perfil do investimento no **TILA** tem imagem associada diretamente ao empreendimento que ele securitiza e aí se estabelece um paralelo entre o negócio securitizado e o **TILA**, o que faz captar o investidor pela descrição exaustiva do empreendimento. Investir no fundo significa buscar aplicações de rendas estáveis e lastros seguros e está no veio conservador da matriz que compõe o portfolio do investidor privado. Pode-se dizer que a atração para investir no fundo é a renda estável, na exploração do empreendimento, acrescida de picos de renda variável nas trocas de posição que o administrador faz no portfolio do fundo. O perfil para investir no fundo está entre a renda variável dos fundos de ações e a

renda fixa²⁷.

Concluindo, o mercado à espera do líder já oferece todos os ingredientes para crescer: [i] – há empreendimentos, mercados e força empreendedora, que permitem estruturar securitizações com grandes reservas de segurança e expectativas de rentabilidade atraentes; [ii] – há conhecimento técnico e experiência acumulada para formatar securitizações, fazendo TILAS atrativos; [iii] – os investidores, no Brasil, tem uma imagem muito positiva dos investimentos em ativos reais, para o qual derivam uma parte expressiva dos seus recursos de poupança e [iv] – estão disponíveis os instrumentos para fazer a colocação, seja [iv-a] - de forma direta, combinada com a utilização dos fundos de investimento administrados pelas instituições para fazer o carregamento de posições, permitindo oferecer um certo padrão de liquidez no nascimento do mercado, ou [iv-b] - através de fundos de investimento em títulos de securitização de ativos, ora autorizados a se constituir, por recente instrução da CVM.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Faço estas referências, com textos de suporte de seminários e outros que publiquei na EPUSP e com publicações recentes (1.998 e 1.999) de artigos internacionais para o leitor

²⁷ Uso como exemplo, novamente, o mercado americano. Jay L. Willoughby, num artigo, publicado no Real Estate Markets Report, no início do ano de 1.997, falava sobre o desempenho dos negócios de REITS no mercado americano no ano de 1.996, exaltando a sua qualidade, comparada com os rendimentos mostrados pelo índice S&P500. Enquanto, no ano anterior, o índice de ações mostrava uma variação no patamar de 23%, o retorno mostrado pelo índice da National Association of Real Estate Investment Trusts estava em 35%, considerando que os fundos especializados em escritórios, hotéis e facilidades de estocagem tinham encontrado retornos acima de 45%. Essas rendas altas não são derivadas da exploração dos empreendimentos, mas de trocas de posição no portfolio dos fundos, que detém posições de investimento tomadas em altas taxas de retorno e que fazem circular, recebendo grandes ágios, ou quando os empreendimentos já estão maduros e apresentam uma história de rentabilidade alta e constante, ou, quando a taxa de atratividade setorial cai, permitindo fazer lucros na venda das posições de investimento.

que pretenda fazer uma incursão sobre o tema da securitização de portfólios de base imobiliária:

CHANDRASHEKARAN, Vinod. **Time-Series Properties and Diversification Benefits of REIT Returns**. USA 1999. Journal of Real Estate Research – ARES pp.91-112.

FRIDAY, H. Swint et alii. **Ownership Structure and the Value of the Firm: The Case of REITs**. . USA 1999. Journal of Real Estate Research – ARES pp.71-90.

GELTNER, David et alii. **REIT-Based Pure-Play Portfolios: The Case of Property Types**. USA 1998 Real Estate Economics – ARES pp.581-612.

ROCHA LIMA Jr., João da. Securitização de Portfólios Imobiliários. In: **SEMINÁRIO: RECURSOS PARA O SETOR IMOBILIÁRIO**. São Paulo, 1.994. INSTITUTO DE ENGENHARIA. Publicação em separata.

_____. **Securitização de Portfólios de Base Imobiliária - Fundos de Investimento Imobiliário e Títulos de Investimento de Base Imobiliária**. São Paulo, EPUSP 1.994 (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil)

_____. Princípios para Análise da Qualidade de Empreendimentos - O Caso dos Empreendimentos de Base Imobiliária. In: **SEMINÁRIO SOBRE ANÁLISE DE INVESTIMENTOS**. São Paulo, 1.995. ABRAPP . Publicação em separata.

_____. Os Sistemas Operacionais para Securitização de Portfólios Imobiliários e de Base Imobiliária Via Debêntures. In: **SEMINÁRIO APLICANDO FERRAMENTAS AVANÇADAS PARA FINANCIAMENTO DE EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS**. São Paulo, 1.997. IBC . Publicação em separata.

_____. **Os Sistemas Operacionais para Securitização de Portfolios Imobiliários e de Base Imobiliária via Debêntures.** São Paulo, EPUSP 1.997 (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil)

_____. **Decidir sobre Investimentos no Setor da Construção Civil.** São Paulo, EPUSP 1.998 (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil).

SHELOR, Roger M. et alii. **The Financial Performance of REITs Following Initial Public Offerings.** USA 1.998. Journal of Real Estate Research – ARES pp.375-388.

SU, Han Chan et alii. **Institutional Investment in REITs: Evidence and Implications.** USA 1.998. Journal of Real Estate Research – ARES pp.357-374.