

**ESCOLA POLITÉCNICA  
DA USP**

**DEPARTAMENTO DE  
ENGENHARIA DE  
CONSTRUÇÃO CIVIL**

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

**NOVOS PRODUTOS  
FINANCEIROS E O  
MERCADO IMOBILIÁRIO**

**INVESTIMENTOS VIA  
TÍTULOS DE SECURITIZAÇÃO**

**Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.**

**SETEMBRO 1.999**

**INVESTIMENTOS VIA  
TÍTULOS DE SECURITIZAÇÃO**

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.  
ESCOLA POLITÉCNICA DA USP  
GEPE – GERENCIAMENTO DE EMPRESAS E EMPREENDIMENTOS

setembro 1.999

## 1. INTRODUÇÃO

Este texto contém notas relativas à minha palestra no **1o. SEMINÁRIO** da LATIN AMERICA REAL ESTATE SOCIETY. Para que as referências sejam de fácil entendimento, reproduzo as imagens gráficas, que uso na exposição do tema, com uma nota auxiliar, que faz uma síntese da imagem e dos comentários que nelas estão apoiados.

A palestra percorre a seguinte temática:

### **FOCO NO INVESTIDOR**

#### **1. INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**

COMO SE MOVE O INVESTIDOR

A QUALIDADE

A SEGURANÇA

A RIGIDEZ

#### **2. INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**

AS ÂNCORAS DA QUALIDADE

### **FOCO NO EMPREENDEDOR**

#### **3. FUNDING PARA IMPLANTAÇÃO**

PRODUTOS COMPETITIVOS

RECURSOS PARA IMPLANTAR

RENTABILIDADE E O.P.M.

#### **4. EXPANSÃO DA BASE DE MERCADO**

A QUEBRA DA RIGIDEZ COMO ÂNCORA

---

**O FUTURO**  
**PARA ALGUNS O FUTURO É HOJE**

**5. OS MERCADOS AVANÇADOS**

SECURITIZAÇÃO

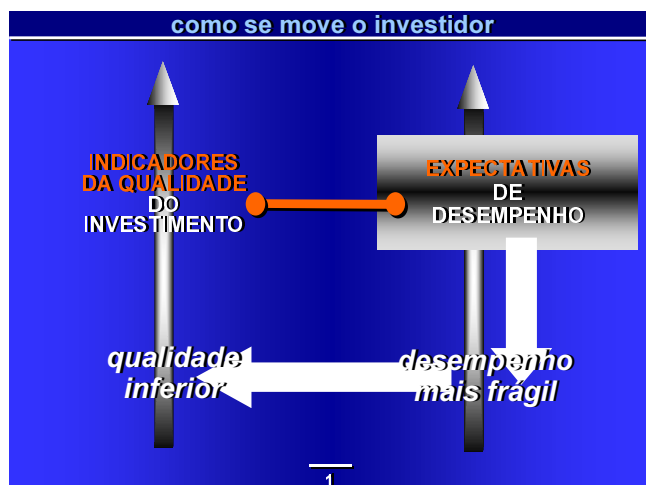
O MERCADO AMERICANO

O POTENCIAL DO MERCADO BRASILEIRO

**6. VANTAGENS E RESISTÊNCIAS**

VANTAGENS PARA O INVESTIDOR

O EMPREENDEDOR FRENTE À INOVAÇÃO



1. O mercado toma decisões de investimento apoiadas em indicadores de qualidade, que exploram o potencial de desempenho do empreendimento ( ou do produto do investimento), com apoio em prognósticos de comportamento por um longo horizonte ( na maioria dos casos 20 anos ), que fazem o cenário referencial.

Desta forma, a qualidade do investimento, ilustrada pelos indicadores, não significa nada além de uma expectativa, cuja ocorrência está presa a que a realidade comportamental do empreendimento, seja quanto seus componentes sistêmicos, como quanto às variáveis do seu ambiente, venha a apresentar a mais completa aderência, no horizonte da operação, às expectativas de desempenho descritas no cenário referencial.



Expectativas de desempenho mais agressivas, levarão a indicadores da qualidade do investimento mais “saborosos”, porém, desempenho mais frágil significará qualidade inferior.

2. Então, somente a informação baseada nas expectativas de desempenho do cenário referencial é pouco para o investidor, que se moverá usando informação mais detalhada, que registra a velocidade de queda dos indicadores da qualidade do investimento, como função do impacto da quebra da configuração de desempenho registrada no cenário referencial.



3. O formato desta análise sobre impacto de distúrbios sistêmicos, ou conturbações no ambiente de inserção do empreendimento<sup>1</sup> se prende à busca da identificação das flutuações de qualidade, quando se simula quebras de comportamento. Como a lógica para discutir riscos é sempre analisar o que acontece se as expectativas forem menos

favoráveis que as do cenário, a rotina resulta em estudar o binômio [ **quebra de desempenho x queda de qualidade** ], procurando, daí avaliar os riscos do investimento.



4. Os **riscos** serão identificados como **altos** nas situações em que baixas quebras de comportamento tem como repercussão altas quedas de qualidade no investimento e, no pólo oposto, **riscos baixos** estão presos a situações em que altas quebras resultam em baixas quedas. Destas considerações é que se extrai a evidência de que a decisão de investimento

se inicia pela aceitação do risco, para daí se concentrar na dimensão do indicador da qualidade.

A se considerar, então, o indicador [ **rentabilidade do investimento** ], que acaba por ser a principal referência de qualidade do empreendimento, configura-se sempre para o investidor um binômio [ **rentabilidade x riscos** ], que é a variável de trabalho para instruir a decisão de fazer o investimento.

---

<sup>1</sup> Para facilitar a leitura destas notas, uso, indiscriminadamente *empreendimento* ou *investimento*, no mesmo sentido, para me referir a *investimento no empreendimento*.

---



5. Do ponto de vista desse binômio, considerando a franca correlação positiva, que deve haver entre rentabilidade e risco, única hipótese que justifica um equilíbrio entre a oferta de capitais de investimento para empreendimentos e a demanda, podemos identificar alguns degraus que interessam na discussão dos investimentos imobiliários. Os investimentos

especulativos na economia são os que se apoiam nos binômios mais agressivos e as aplicações conservadoras servem para identificar uma fronteira inferior. Considerando estas marcas, os riscos baixos que se busca ao fazer investimentos imobiliários os situam na proximidade das aplicações conservadoras, enquanto o negócio de empreender, para vender produtos de investimento imobiliário, está na faixa superior, porque se configuram como operações de risco elevado, só sendo validadas com expectativas de alta rentabilidade.



6. O investimento imobiliário tem uma marca de riscos contidos, porque apresenta a segurança do lastro estável, mesmo que essa imagem muitas vezes seja distorcida e mascarada, como comento adiante. A segurança do investimento tem contrapartida em rendas conservadoras, que o investidor reconhece. Ou seja, quando, do seu portfolio de aplicações, um

investidor destaca uma fração para aplicar em imóveis para renda, essa fração compõe o estrato pretensamente de menor risco do investimento, de sorte que o investidor já aceita que, através desse canal, as rendas esperadas serão relativamente as mais baixas do conjunto dos seus investimentos. Entende-se, então, que o investimento terá **QUALIDADE** se puder mostrar uma

âncora inequívoca de **SEGURANÇA**.



7. A segurança do investimento está apoiada na sua capacidade de manter um desempenho estável no ciclo operacional, o que significa que o imóvel deverá ser operado e administrado com competência, para produzir renda de qualidade e de padrão homogêneo. Esta capacidade é fruto de dois vetores: não só a qualidade intrínseca da base imobiliária que gera

renda e faz o lastro do investimento, mas a eficiência da gestão. Assim, dos agentes que intervêm no investimento, o empreendedor, que produz o imóvel, e o operador representam figuras chaves para garantir a segurança do investimento, aquele pelo produto e este pela capacidade de explorá-lo da forma mais eficaz e produtiva.



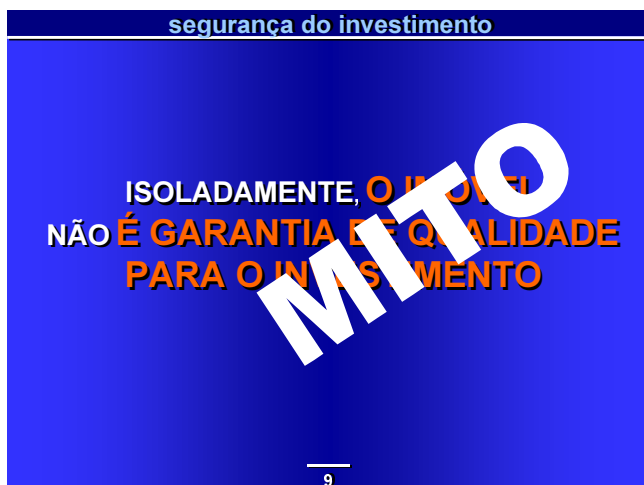
8. A performance do investimento dentro do ciclo operacional é razão direta de ações perpetradas no ciclo que envolve a concepção do empreendimento, como produto de investimento, e a sua implantação. A inserção de mercado é que garante estabilidade de desempenho, de sorte que o planejamento do produto é que representa o veio indutor da segurança do

investimento, segundo este ponto de vista. Quanto ao produto físico – o imóvel e seu equipamento – quem dá a condição de lastro de qualidade é, em parte, a qualidade aplicada na produção da edificação e, aí a marca de qualidade do empreendedor é que faz a ancoragem.

No segmento de mercado dos investimentos imobiliários há uma forte tendência de se cometer

uma impropriedade grave quanto à forma segundo a qual se faz esta imagem de lastro. Dissemina-se uma idéia falsa de que basta o imóvel para fazer a segurança do investimento, quando, na realidade, é a inserção de mercado e a qualidade da sua operação que são os vetores responsáveis pela segurança, admitindo-se que a qualidade intrínseca na implantação do imóvel seja capaz de dar sustentação a uma operação eficaz.

Quando se faz a leitura dessa imagem 8 deve ficar claro que os quatro tópicos ali descritos é que fazem a segurança do investimento, com ênfase para planejamento e operação.

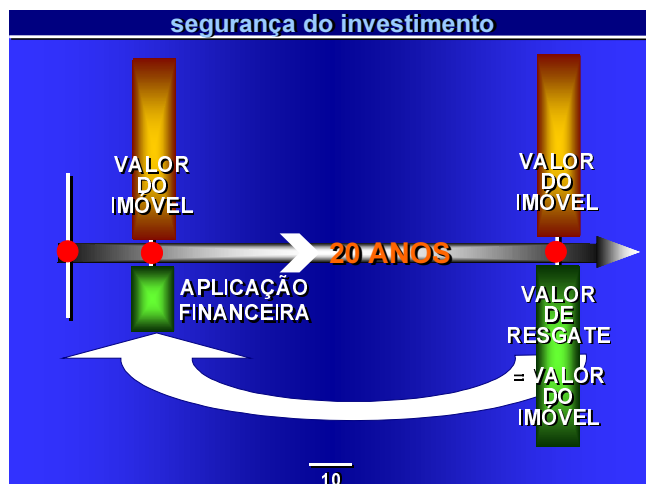


9. A frase “*o imóvel é garantia de qualidade para o investimento*”, no conceito segurança, muito divulgada, particularmente pelos empreendedores, representa um MITO, que deve ser criticado. O correto é dizer que “*isoladamente, o imóvel não é garantia de qualidade para o investimento*”, no conceito de segurança.

O que sustenta a segurança do investimento imobiliário é a sua capacidade de gerar renda em padrões que remunerem o investimento em níveis satisfatórios e é falso imaginar que o investimento transformado em ativo real está automaticamente protegido pelo simples fato de que a contrapartida do investimento não é volátil.

A imagem que é importante fazer é que os ativos reais só são sustentação dos investimentos neles aplicados se agregarem valor ao empreendimento na mesma razão de seu custo e, mais, se forem capazes de induzir produção de renda satisfatória, tendo em vista este nível de custo ( ou de investimento ).





10. Para mostrar, de forma muito simples, que a idéia de que o imóvel garante o investimento é um mito, admitamos duas aplicações em paralelo, para viver por 20 anos, ciclo operacional usado para validar os estudos de qualidade dos investimentos imobiliários: [i] - uma aplicação de um certo VALOR, num imóvel, que, pela sua qualidade física e de inserção urbana, não

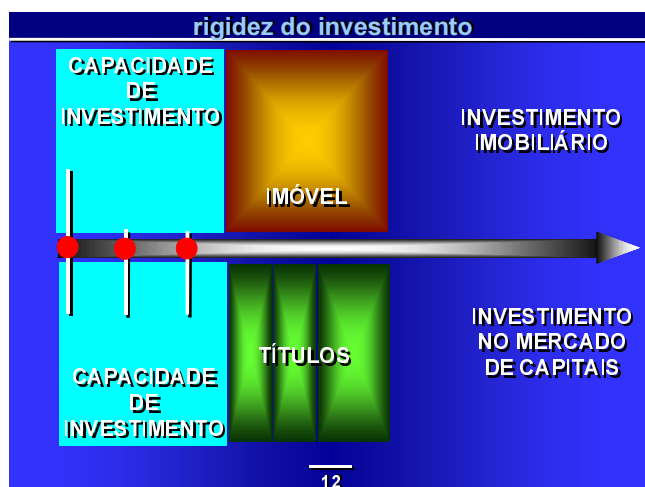
sofre nenhum desgaste expressivo nesse ciclo, ao ponto de que, ao final, terá o mesmo VALOR da origem ( feitas as ressalvas de ajustes pelo andamento da inflação ) e [ii] - uma aplicação financeira que, ao final dos 20 anos tenha um VALOR DE RESGATE idêntico ao VALOR DO IMÓVEL. Desagindo o valor do imóvel pelos 20 anos a uma taxa de 1% efetiva mês, tradicional imagem de taxa de atratividade setorial para as aplicações em imóveis para renda, encontraremos que basta fazer uma aplicação financeira equivalente a 9,2% do VALOR, que ela resultará, ao final dos 20 anos, no valor do imóvel.



11. Comparando as duas alternativas de investimento, podemos concluir que, se o imóvel não desvalorizar no ciclo de 20 anos, ele protegerá somente 9,2% do investimento à taxa de 1% efetiva mês, cabendo ao desempenho da renda na exploração do imóvel proteger, a essa mesma taxa de 1%, 90,8% do valor do investimento imobiliário praticado.

Esse simples cálculo é a referência para afirmar que o canal de suporte da qualidade de um investimento imobiliário é exclusivamente a eficácia alcançada na sua exploração, que se sustenta na qualidade do planejamento da sua inserção de mercado e na eficiência dos sistemas de operação e administração. A presença do lastro físico não faz reserva de segurança, sendo

somente o vetor de suporte para ser possível alcançar a produtividade desejada na geração de renda. O investimento imobiliário é seguro quando se pode vislumbrar com clareza a sua capacidade de gerar renda em patamares necessários para conferir valor ao lastro, como produto de investimento e não como um aglomerado de custos, ainda que a contrapartida dos custos sejam sempre ativos tangíveis<sup>2</sup>.



12. Quando se compara o investimento imobiliário, com o objetivo de auferir renda, com o investimento no mercado de capitais, evidencia-se a RIGIDEZ RELATIVA DO INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO. Considere-se um momento qualquer, em que o investidor tem uma certa capacidade de investimento, que corresponde ao valor de um imóvel. Para entrar na sua posição

de investimento via mercado imobiliário, no formato rígido, toda a sua carteira de investimentos será preenchida naquele momento, pelo imóvel.

A mesma capacidade de investimento no mercado de capitais pode ser preenchida em momentos diferentes, buscando melhores oportunidades, em razão da divisibilidade do investimento em títulos.

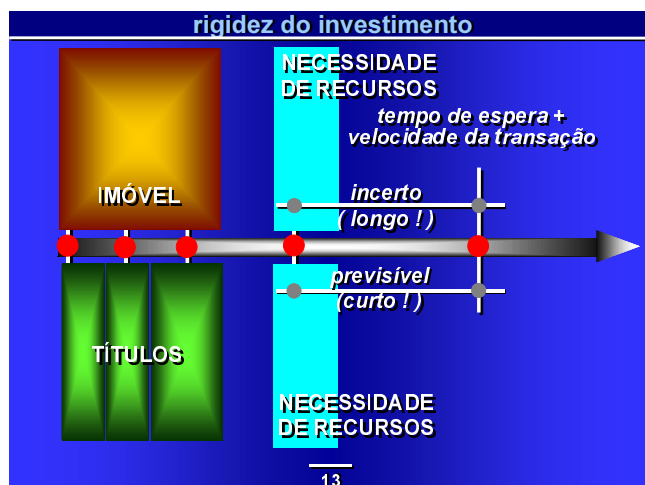
13. A mesma figura de rigidez se verifica na desmobilização da carteira de investimentos, aí refletida em dois aspectos. Admitindo que, num momento futuro, o investidor tenha a necessidade de fazer liquidez numa certa dimensão (NECESSIDADE DE RECURSOS na imagem 13), o tempo de resposta nos dois mercados é diverso, como também é diferente a

---

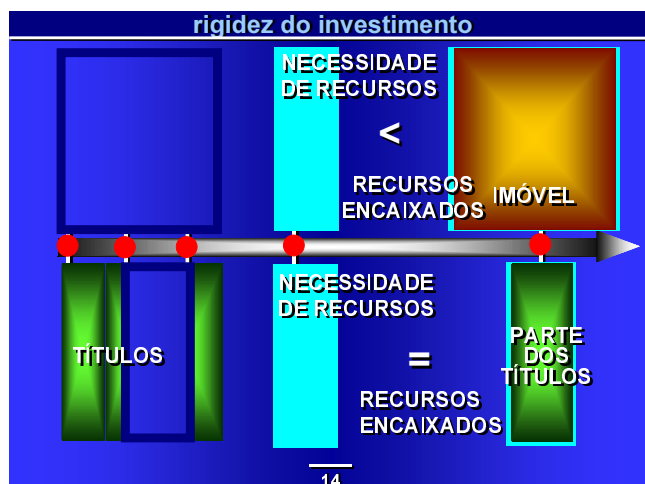
<sup>2</sup> Usando um HOTEL como exemplo: [i] - o recurso aplicado em m2 de área construída não necessariamente agrega valor, ainda que o reflexo do investimento seja tangível, [ii] - enquanto o recurso aplicado em planejamento, que permite identificar quantos m2 de área construída deve ter um apartamento para ser capaz de produzir uma certa diária, numa taxa de ocupação satisfatória, seguramente agrega valor ao produto, mesmo que seja um recurso cuja contrapartida é um relatório de análise.

---

velocidade de reconhecimento do valor de desmobilização.



Enquanto no mercado de capitais se esperam prazos curtos para negociação e liquidação da posição de investimento para encaixar a liquidez pretendida, no mercado imobiliário a velocidade da transação será sensivelmente maior.



14. Outro aspecto importante é que, pelo fato de que o imóvel não é divisível, quando se busca liquidez, o volume de recursos encaixados é do montante do preço que se auferir na venda do imóvel, de forma que o portfolio de investimentos não tem capacidade plena de ajuste às necessidades de caixa que vão ocorrendo no tempo. Por esta razão, a administração do portfolio é

menos eficiente do que seria no caso de um portfolio de títulos, em que, por não haver esta rigidez, liquidez se faz na exata fração da necessidade.

A questão da divisibilidade ( como oposto da rigidez ) também afeta a capacidade de reciclagem do portfolio, para aproveitar oportunidades de mercado. A oportunidade de venda de um imóvel, para compra de outro, se isso representar uma vantagem para o investidor, pode ser aproveitada somente se coincidirem prazos de transações diferentes, ao passo que, no mercado de capitais, essa condição sempre está presente, porque a divisibilidade da carteira e a multiplicidade de negócios que se produzem com os títulos permitem que o investidor administre com muita agilidade transações de compra e venda de títulos da carteira.

**investimento imobiliário:  
as âncoras da qualidade**

- **A RAZÃO FUNDAMENTAL  
SEGURANÇA**  
LASTRO DE VALOR ESTÁVEL  
RENDA HOMOGENEA
- ✓ INSERÇÃO DE MERCADO  
PLANEJAMENTO
- ✓ ESTABILIDADE DE DESEMPENHO  
OPERAÇÃO E ADMINISTRAÇÃO

■ **A ÂNCORA QUE FALTA**  
MEIO DE ROMPER A RIGIDEZ

15

15. Sintetizando a imagem do investimento imobiliário para renda, encontramos: [i] – como vetor de indução do investimento, a identificação de um produto que se ajuste às condições da fração mais conservadora do portfolio do investidor, porque registra uma elevada configuração de segurança, que se apoia no princípios de *lastro de valor estável* e de

obtenção de uma *renda homogênea*, ainda que conservadora; [ii] – como maior imperfeição a rigidez do produto de investimento.

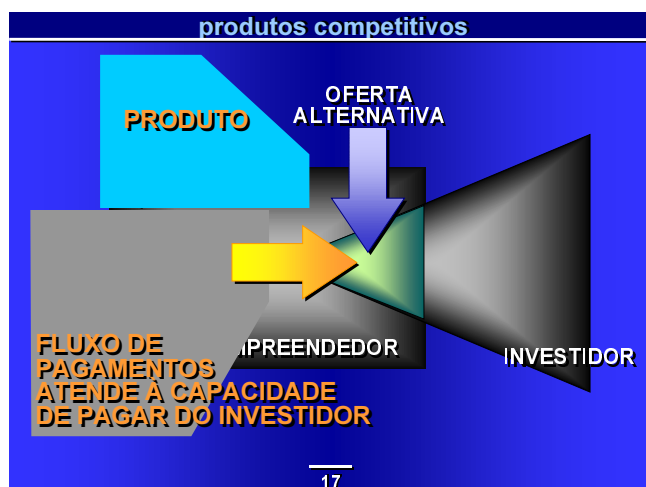
A razão de segurança estará atendida com *planejamento do empreendimento* e com *qualidade na sua administração e operação*, mas qual é a *âncora que falta, como meio de romper a rigidez?*



16. Mudando o foco de análise, do INVESTIDOR, para o EMPREENDEDOR IMOBILIÁRIO, destaco a evidência de que: ser competitivo e alcançar o sucesso competitivo tem vínculo com um único nível de inserção do empreendedor na economia. O empreendedor aglutina insumos, inclusive recursos financeiros, seus de investimento, ou de terceiros,

processa os mesmos usando métodos e sistemas ( tecnologia de produção e gerenciamento ) para produzir o empreendimento que oferece ao mercado. De tantas interfaces, somente na inserção de mercado é que haverá competição, pois a leitura que o mercado faz da qualificação do empreendedor, quanto aos seus procedimentos nas outras interfaces é exclusivamente através do produto, até porque não dispõe de meios para identificar qualidade em outros vetores, cujo reflexo não seja derivado para o produto. Reconhecendo que a melhor qualidade para obter e

manipular insumos para produzir está disponível para todo o mercado, não sendo possível aos construtores fazer reserva de conhecimento e métodos, porque a inovação se dispersa pelo mercado com velocidade alta, acaba-se por considerar que o empreendedor deve ser capaz de praticar preços competitivos, para produtos de investimento, que, estrato por estrato, serão muito semelhantes<sup>3</sup>.



17. Considerando que o investidor pode se mover por todos os estratos da oferta, já que não se tratando de produto para uso, mas para investimento, a leitura de qualidade não se faz colocando anseios em confronto com atributos de qualidade física, mas desejo de fazer um investimento mais eficiente, o referencial de qualidade para o produto de investimento se faz pelo sempre

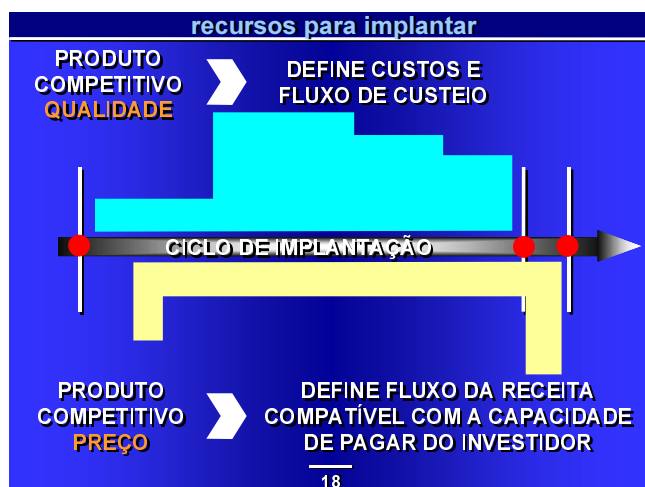
binômio [ **qualidade x preço** ]. Nesse caso, a leitura de qualidade se faz usando referenciais de inserção de mercado, lastro estável e renda homogênea, como já citado, mais do que a leitura física<sup>4</sup>.

Em maior detalhe: [i] – quanto à **qualidade**, o que se analisa é a imagem do produto, no conceito físico, ampliado para a marca do operador, quando é o caso, por exemplo, de hotel ou hospital, e para interação com o mercado alvo, quando se tratar de shopping, hotel ou hospital; [ii] – quanto ao **preço**, não se trata exclusivamente do valor do investimento, mas da forma de pagar o preço, fluxo que deve estar associado à capacidade de pagar do investidor e que vai identificar o fluxo

<sup>3</sup> Objetivamente, nenhum empreendedor será mais competitivo por construir com melhor produtividade, a menos que o resultado da sua competência diferenciada seja traduzido em preço mais competitivo.

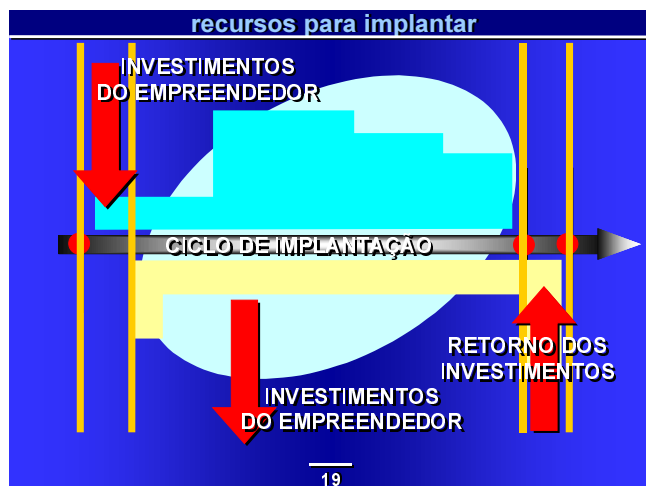
<sup>4</sup> Só é de se lamentar ver que muitos empreendedores permanecem vendendo produto físico. Para sustentar essa figura, basta verificar a forma como se oferecem, na mídia, os investimentos em “flat” na cidade de São Paulo.

de investimentos que valida a qualidade do negócio. Um preço conveniente para um produto, sem que o pagamento esteja enquadrado num formato que o investidor pode pagar, não faz um produto viável.



18. O empreendedor comporá sua estrutura de “funding” apoiado em dois fluxos que tem origem de indução diferente: [i] – os custos de implantação e seu fluxo de custeio estão presos à qualidade do produto competitivo, que estará expressa por componentes físicos, do terreno (localização é fator relevante no referencial de qualidade), da edificação e

dos equipamentos e dos métodos de produção e [ii] – a receita de vendas, presa à capacidade de pagar do investidor. O desempenho do negócio, do ponto de vista do empreendedor, está ligado à forma segundo a qual ele combina estes dois fluxos, levando os seus investimentos ao mínimo e fazendo o fluxo de retorno o mais cedo possível.

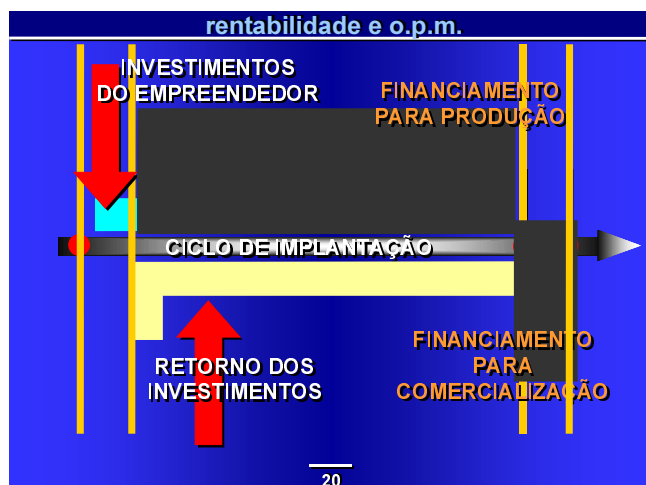


19. Marcando as fronteiras de: [i] - início do fluxo de implantação, [ii] - início de vendas, [iii]- final da implantação e [iv] – final do fluxo de recebimento do preço, fica possível caracterizar o fluxo [ investimento x retorno ] do empreendedor<sup>5</sup>.

No ciclo pré-operacional sempre teremos

<sup>5</sup> Para melhorar a leitura desta imagem 19, o fluxo pós-produção está com sua escala distorcida para menor. Como exemplo, é usual no mercado de flats e de escritórios, ciclo de implantação de horizonte ao redor de 18 meses e ciclo pós-produção, no qual ainda se recebe preço, da ordem de 42 meses.

necessidade de investimentos; no restante do ciclo de implantação dificilmente acontecem retornos, sendo mais provável que aí ocorra um novo ciclo de investimentos; no ciclo pós-produção estarão concentrados os retornos. Mesmo que ocorram retornos no ciclo de implantação este não será um fluxo expressivo, relativamente à massa de retorno do ciclo pós-produção, na medida em que se deve conceber um fluxo de pagamentos que atenda à capacidade do investidor. Então, num modelo tradicional de “funding”, o empreendedor deve fazer investimentos expressivos e terá um fluxo de retorno muito atrasado e lento, o que faz a taxa de retorno menos atraente<sup>6</sup>.

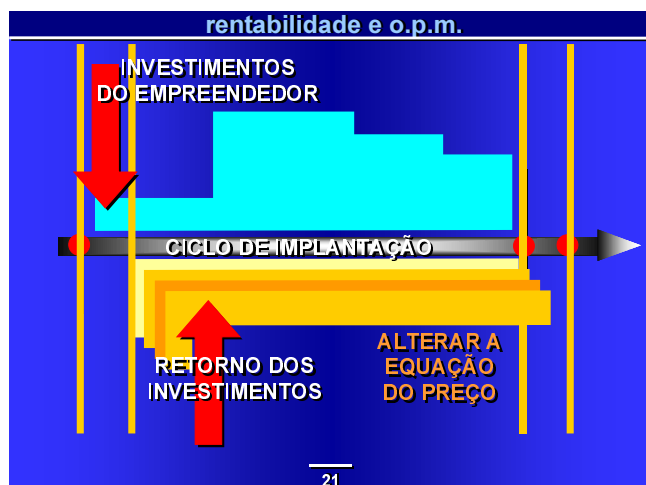


20. O empreendedor pretenderá, então, suprir em nível mais alto o fluxo da produção com recursos de terceiros e um dos modelos é trabalhar com financiamentos. O modelo genericamente mais eficiente é aquele que combina o financiamento para produção com um financiamento para comercialização concedido ao comprador do produto, de

sorte que o fluxo da receita disponível para o empreendedor está concentrado no ciclo de implantação. Quando existem financiamentos para o setor e se pode usar este modelo, o fluxo de investimentos cai expressivamente e o retorno adianta de forma relevante, fazendo a estrutura mais eficiente para a produção de empreendimentos imobiliários<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> A marca dos negócios da construção civil é “*qualidade função da capacidade de produzir (implantar) usando o maior volume possível de recursos de terceiros (o.p.m.) para custear o fluxo de investimentos*”. Com esta marca é que se balizam as taxas de atratividade setorial e, por consequência, os níveis de preço. Quanto mais eficiente o empreendedor for para montar seu fluxo, usando mais massa de o.p.m., mais rentável será sua operação. Derivando para o extremo oposto e trabalhando com pequena parcela de recursos de terceiros para produzir, o que acontece é que o negócio perde qualidade para o empreendedor, pois o empreendimento perde rentabilidade, mas mantém, ou até incrementa riscos, de sorte que haverá outros binômios [rentabilidade x riscos] mais equilibrados no mercado.

<sup>7</sup> Pensar nessa hipótese no Brasil de hoje é traduzir o tema para uma fantasia. Os recursos



21. Mas existe um formato de operação que supre as necessidades de qualidade do empreendimento e o faz atrativo para o empreendedor e mais atrativo ainda para o investidor. Concebendo-se uma alternativa de fazer o fluxo de pagamento do preço dentro do ciclo de implantação, o tema se resolve sem a necessidade de financiamentos. Alterar a equação do

preço produz uma relação investimento retorno atrativa para o empreendedor, mas, para isso há a necessidade de produzir uma unidade de investimento menor, cujo pagamento do preço seja compatível com a capacidade do investidor, unidade que não perca as características de qualidade do investimento imobiliário.

O empreendedor deverá buscar um maior número de compradores destas unidades menores, mas terá um sistema de *“funding”*, que resulta num padrão de rentabilidade para o empreendimento eficiente, porque diminui a massa de investimentos e adianta sensivelmente o fluxo de retorno.

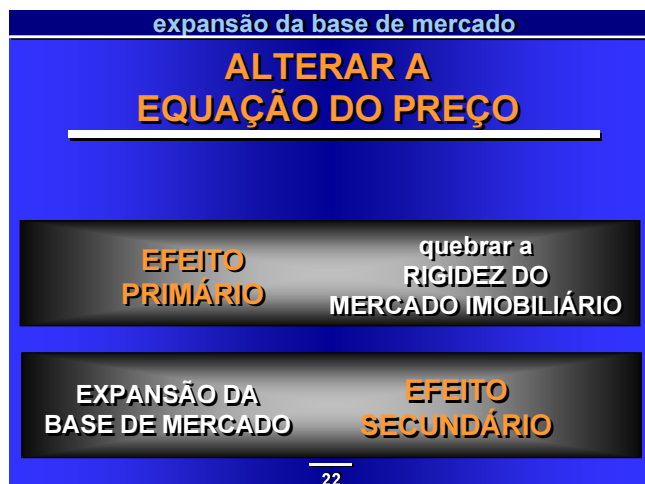
A unidade menor dificilmente poderá ser uma unidade imobiliária fisicamente muito pequena, pois a dimensão da unidade deve estar associada ao seu desempenho no uso, ou na exploração.

---

ofertados para crédito imobiliário via o desestruturado SFH estão muito aquém do que o poder de produção do mercado exigiria e o SFI para se implantar ainda precisa de tempo, no sentido de que se consolidem os canais complementares de financiamento para produção, porque a estrutura do SFI está bem definida somente para a comercialização, e de que se estruturarem os canais de captação de recursos de longo prazo que devem fazer *“backing”* do sistema, para a colocação dos CRI.

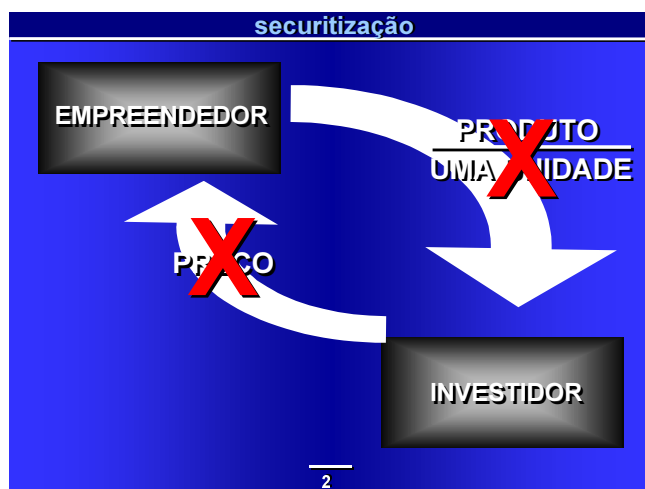
---





22. Alterar a equação do preço significará aproximar o produto de investimento do mercado de capitais, o que produz dois efeitos: [i] – a quebra da rigidez do mercado imobiliário e, [ii] - pela diminuição da unidade de investimento, provoca a expansão da base de mercado. Nesse discurso sempre é importante salientar que esta aproximação

com o mercado de capitais não está fundamentada em buscar os recursos do investidor que lá estão alocados. Procura-se produzir uma unidade de investimento imobiliário, que, pela sua proximidade com os produtos do mercado de capitais, habilita o investidor a aplicar em imóveis através de um vetor inovador, mais flexível, de maior liquidez e de transparência de valor mais evidenciada, quando se compara esta alternativa com o investimento imobiliário tradicional.

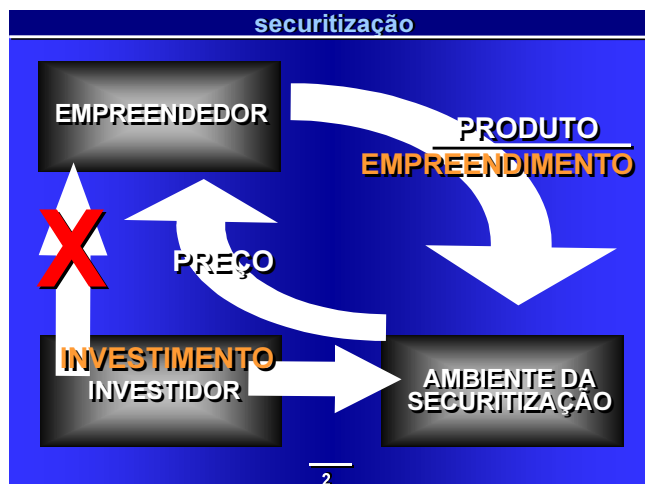


23. **SECURITIZAÇÃO** é o nome do sistema.

Trata-se de transformar a operação de investimento, usando um veículo intermediário. Não se faz a venda da unidade imobiliária de investimento, do empreendedor para o investidor, como é a operação de investimento imobiliário

tradicional.

O termo securitização resulta de uma tradução livre para o português do termo *securitization*, que significa “associar o ativo a uma *security* – **um título de investimento**”.



24. Quando se securitiza o empreendimento, para criar o vetor através do qual o investidor vai aplicar seus recursos, formata-se o AMBIENTE DA SECURITIZAÇÃO, que receberá do empreendedor, não a antiga unidade de investimento imobiliário, mas todo o empreendimento. O investimento deixa de ser direto com o empreendedor e passa a se

fazer através do ambiente da securitização, que aglutina os recursos recebidos do conjunto dos investidores e paga o preço integral do empreendimento para o empreendedor.

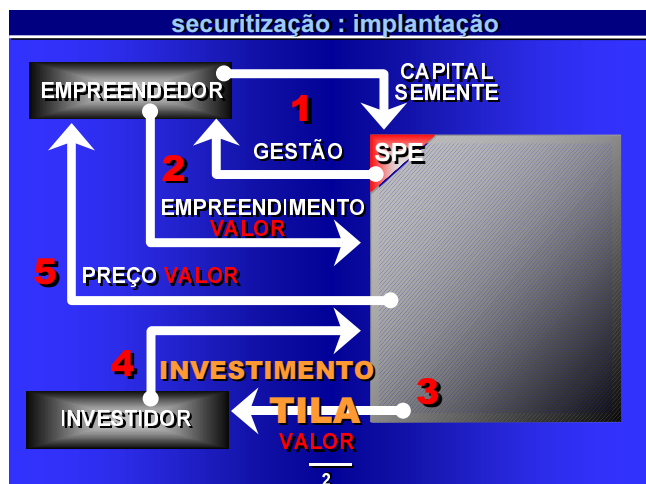
O sistema de securitização é muito flexível, de forma que existem diferentes maneiras de se conceber o vetor de investimento, mas, para ajustar às estruturas legais disponíveis no Brasil, duas alternativas são validadas:

- [i] – o FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII, como ambiente de securitização, gerando o vetor de investimento QUOTA e
- [ii] – uma SOCIEDADE DE PROPÓSITO EXCLUSIVO - SPE, gerando o vetor de investimento TÍTULO DE INVESTIMENTO COM LASTRO EM ATIVOS – TILA. Nesta palestra e adiante no texto, faço um breve detalhamento do veículo TILA, por ser mais rico conceitualmente, por apresentar mais flexibilidade e porque se ajusta mais diretamente a operações mais complexas, como hotéis e hospitais, por exemplo<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Usar um FII em hotéis e hospitais, por exemplo, exige uma configuração que estruture a operação do empreendimento fora do ambiente da securitização, o que não acontece com uma SPE.

---



25. A rotina para promover a securitização de um empreendimento numa SPE é, em linhas gerais<sup>9</sup>, a seguinte:

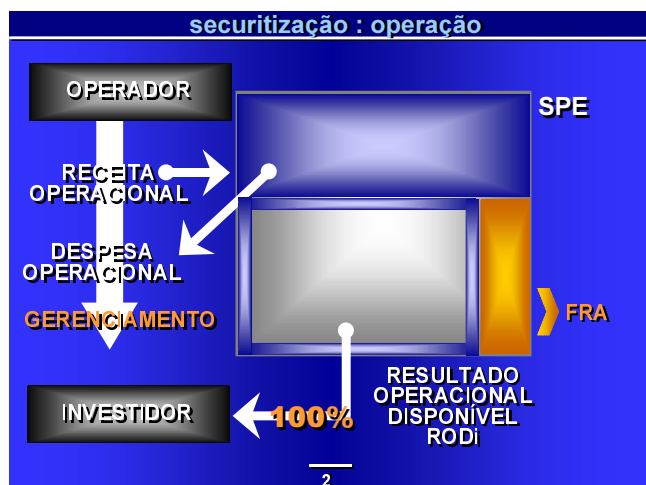
[i] – o empreendedor constitui a SPE com um capital semente, cuja contrapartida são ações ordinárias, que dão ao empreendedor o direito de gestão sobre o ativo, porém limitado às figuras operacionais, com

cláusulas péticas no estatuto que bloqueiam decisões de mudança do propósito ( objetivo ) exclusivo da sociedade e relacionadas com a alienação do ativo.

[ii] - O empreendedor transfere ( tecnicamente primeiro promete transferir e, no futuro transfere ) o empreendimento para o ambiente da SPE. Se o empreendimento estiver pronto, a transferência corresponde a uma cessão ordinária e, se estiver para ser implantado, o empreendedor firma com a SPE contrato de implantação, que compreende uma promessa de entregar o empreendimento pronto e operando ( conceito “*turn-key*” ). Essa transferência se dará por um valor, que é o preço cobrado pelo empreendedor, valor que, traduzido como investimento para o investidor, representa uma hipótese segura ( lastro validado ) e de rentabilidade competitiva.

[iii] - Se estrutura a securitização em função desse valor, levando à CVM para registro a emissão de TILA num montante igual ao valor da transação que deverá ser paga, entre empreendedor e SPE. Registrada a emissão na CVM: [i] - os TILA são subscritos pelos investidores; [ii] - a SPE faz caixa; [iii] - a SPE paga o preço do empreendimento.

<sup>9</sup> Esta é somente uma imagem, que serve para descrever a sistemática de securitizar. Muitos dos conceitos aqui referidos são elásticos e podem ser alterados, incrementando a ação dos investidores na SPE, o que tende a ocorrer quando o conjunto de investidores é pequeno e os investidores tem interesse em participar da gestão operacional do empreendimento segregado na SPE.



26. Os TILA são títulos de renda variável, responsáveis por canalizar para os investidores a totalidade do resultado gerado na operação do empreendimento, no ambiente da SPE. Quando em operação: [i] - o empreendimento gera receita operacional; [ii] - destes recursos paga as contas da operação<sup>10</sup>; [iii] - dos recursos resultantes, livres na SPE, a empresa separa

uma parcela para compor o FUNDO PARA REPOSIÇÃO DE ATIVOS - FRA, necessário para suprir os investimentos continuados em adequação e atualização funcionais, responsáveis pela manutenção da qualidade do empreendimento, como atributo capaz de manter um padrão de renda estabilizado, o que faz segurança para o investimento.

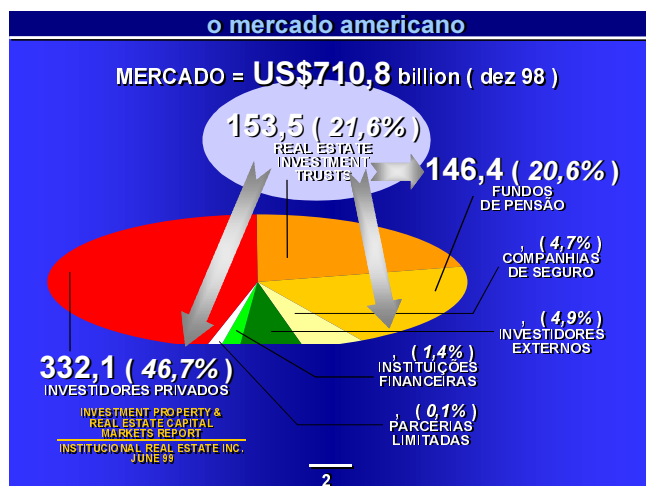
O saldo dos recursos, livre para os investidores, compõe o que se define nas escrituras de formatação dos TILA como sendo o RESULTADO OPERACIONAL gerado na SPE e DISPONÍVEL para os investidores - RODi. O RODi é passado em 100%<sup>11</sup> para os investidores e esse pagamento, do ponto de vista da SPE, é uma despesa financeira<sup>12</sup>.

<sup>10</sup> A operação do empreendimento pode ser contratada com uma empresa especializada, o que é a postura corrente em empreendimentos cuja operação supere a mera gestão imobiliária, como é o caso de shopping-centers, hotéis e hospitais.

<sup>11</sup> Tecnicamente não é obrigatório passar 100% do RODi para os TILA. A escritura de formatação dos títulos é que vai fazer referência a quanto se distribui, entendendo-se que aquilo que não se distribui ficará para o empreendedor, detentor da conta de capital da SPE. Todavia, os modelos de investimento via TILA ficam mais bem estruturados se os investimentos do empreendedor também forem derivados para o empreendimento pelo canal da securitização, mesmo que para ele seja formatada uma série diferenciada de TILA. Nesses casos, então, 100% do RODi será passado para os TILA.

<sup>12</sup> Vê-se, então, que a SPE é praticamente neutra do ponto de vista de imposto sobre a renda. No seu balanço restará um resultado, equivalente aos recursos recolhidos para o FRA, que, por sua vez, se equilibra com a depreciação do ativo securitizado, ambas contas de dimensão equivalente. Não se trata, entretanto, de uma montagem para fazer “planejamento

O formato segundo o qual os TILA participam deste RODi, vai desde a configuração mais aberta, com títulos de renda inteiramente variável, até modelos em que se constituem tipos diferentes de TILA, uns com renda fixada e outros ficando com o resto do RODi, na forma de renda variável.



27. Como imagem em economias mais avançadas, nos Estados Unidos o mercado de títulos de securitização encerrou o ano de 1.998, num patamar de US\$ 710,8 bilhões de “equity real estate assets”. Desse volume, mais de 50% estão em posse de investidores privados, diretamente, ou através dos REIT, mostrando que esse canal de investimento já tem grande expressão,

não só para os grandes investidores, mas para o grande público. Nesse mercado, em particular, os REIT funcionam com uma imagem equivalente à dos FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO no Brasil.

**alguns parâmetros**

BASE dezembro 98	E.U. US\$ bilhões	BRASIL R\$ bilhões
BASE DE MERCADO	710,8	75,3
INVESTIDORES PRIVADOS	50%	37,6
PIB ( GDP )	8510,0	901,6
MERCADO GDP	8,35%	
MERCADO,98 / MERCADO,97	+ 5,66%	4,2 / 2,1

2

28. Usando os parâmetros do mercado americano, podemos perpetrar algumas especulações sobre o potencial de mercado brasileiro. Evidente que estes parâmetros servem exclusivamente de balizamento, com o objetivo de reconhecer um patamar de pertinência para os investimentos securitizados.

tributário”, eliminando o IR dos rendimentos do empreendimento em operação: os investidores, ao receber sua renda, através da distribuição do RODi, deverão pagar, na fonte, o IR sobre o rendimento.

A dimensão do mercado brasileiro para investimento em produtos imobiliários, quando se denomina o estrato dos investidores privados, é muito grande. Usemos os dados de que o mercado de São Paulo tem, em produção, mais de 20.000 unidades flat, que deverão entrar na oferta nos próximos 3/4 anos. A um preço base de R\$ 90 mil, isso representa uma massa de investimento que está sendo praticada nesse ciclo de 5 anos, equivalente a R\$ 1,8 bilhões, somente na cidade de São Paulo e num tipo de produto.

As próximas imagens ( 29 até 33 ) concentram vantagens para o investidor entrar numa posição de investimento imobiliário securitizado, ao invés de usar os vetores tradicionais. As premissas para identificar as vantagens estão fundamentadas:

[i] - na agilidade de trocar posições de investimento, sem perder as principais qualidades do investimento imobiliário – segurança e equilíbrio de rentabilidade.

[ii] - na facilidade de registrar flutuações de valor, que permitem construir portfolios de investimento mais equilibrados quanto ao risco e cuja mobilidade pode ser ativada com maior velocidade do que no formato tradicional para compensar riscos emergentes.

[iii] - na qualidade do investimento, quando se expande o mercado, seja para o investidor, que ganha liquidez, seja para o empreendedor, que alarga a sua base de captação de recursos para

*funding.*

29. Um TILA pode ter qualquer valor. Assim, uma mesma unidade imobiliária, no modelo tradicional de investimento, pode ser representada por múltiplos TILA, quando se usa um modelo securitizado. Desta forma, uma carteira pode ser composta com diferentes TILA de diversos empreendimentos. Ao montar sua

**vantagens para o investidor [ i ]**

- ✓ MAIOR DIVISIBILIDADE NO VETOR DE INVESTIMENTO
- ☐ construção de portfolios mais equilibrados [ desconcentração dos investimentos ]

---

*a mesma massa de recursos antes aplicada num só empreendimento pode ser pulverizada*

---

**MENORES RISCOS**

---

2

carteira, o investidor pode fazer a opção pela desconcentração de investimentos, dividindo sua aplicação entre vários empreendimentos, mesmo que a sua capacidade de investir seja reduzida, quando comparada com o valor de uma unidade imobiliária, que é a menor razão de investimento, no modelo tradicional. Essa diversificação permitirá ao investidor equilibrar melhor seus riscos.

**vantagens para o investidor [ ii ]**

- ✓ **MENOR VALOR DA UNIDADE DE INVESTIMENTO**
- **construção de portfolios mais flexíveis [ trocas de posição equivalentes às necessidades ]**

---

*exigência de liquidez, ou pequena liquidez, têm contrapartida numa fatia equivalente da carteira de investimentos*

---

**MAIS QUALIDADE NAS DECISÕES DE "ENTRADA" E "SAÍDA" DE POSIÇÕES DE INVESTIMENTO**

---

**30.** Com portfolios compostos por TILA, para o investidor fica mais fácil fazer liquidez na medida de suas necessidades, para sair de investimentos, ou entrar em proporções quaisquer nos empreendimentos, na razão direta da sua liquidez momentânea. A divisibilidade dos TILA relativamente à propriedade imobiliária cria esta vantagem. Investindo

em produtos securitizados, o investidor nunca tem necessidade de ficar com excesso de liquidez, pelo fato de que a unidade de investimento é maior que a sua capacidade de aplicação, ou maior que a sua necessidade de caixa.

**vantagens para o investidor [ iii ]**

- ✓ **MENOR VALOR DA UNIDADE DE INVESTIMENTO**
- **alarga a base de mercado [ mais investidores > mais transações ]**

---

*o padrão de liquidez, comparado com o mercado imobiliário tradicional, é sensivelmente maior*

---

1. **MAIS ESTABILIDADE DE VALOR.**
2. **REGISTRO MAIS RÁPIDO DAS FLUTUAÇÕES DE VALOR.**
3. **MAIS QUALIDADE NAS DECISÕES DE "ENTRADA" E "SAÍDA".**

---

**31.** TILA sendo menor do que uma unidade de investimento imobiliária tradicional, faz um alargamento evidente da base de mercado. O TILA serve como instrumento de poupança de forma direta, quando, no modelo de investimento imobiliário tradicional, o investidor deve acumular poupança em outros vetores de aplicação, para só adiante, depois de

compor um saldo expressivo, destinar recursos à aplicação imobiliária. Com os TILA, o empreendedor faz vendas hoje para o que seria mercado imobiliário amanhã.



**vantagens para o investidor [ iv ]**

- ✓ **MAIOR SEGURANÇA NAS TRANSAÇÕES**
- vendas são feitas " a vista "  
[ divisibilidade permite ]

---

*transações em volumes expressivos são feitas através de contratos "a termo"; cada tranche paga é transferida*

---

**MENORES RISCOS**

---

—  
2

32. Há outras vantagens indiretas neste modelo, do ponto de vista do empreendedor, por exemplo. Não há necessidade de vender um bloco de TILA em prestações; o que se pratica é fazer um único contrato de venda para uma tranche, mas considerando vendas “a termo” para cada vencimento, com a conseqüente transferência do TILA somente contra

pagamento. Assim, só se entrega o que se recebe e se o investidor não cumpre um pagamento “a termo” não resta a insegurança de ter entregue o que não se recebeu.

**vantagens para o investidor [ v ]**

- ✓ **MENOR CUSTO DAS TRANSAÇÕES**
- vendas são feitas através de meio eletrônico  
[ não há contratos, impostos e registros ]

---

*os imóveis não são objeto da transação, ficando rigidamente ancorados nas SPEs; somente os títulos circulam, via Cetip*

---

**MAIOR RENTABILIDADE**

---

—

33. Os TILA são registrados no Cetip e, transacionados pelo seu sistema eletrônico, seja nas mesas de valores nas instituições financeiras, seja em bolsa de valores. A transferência de propriedade é automática contra o pagamento, não havendo custos adicionais de registros ou emolumentos, como é o caso dos altos custos de registro da propriedade imobiliária. Quando

securitiza uma propriedade, o empreendedor faz um único registro, para a SPE, onde o empreendimento ficará rigidamente ancorado, circulando pelo mercado somente os títulos da sua propriedade indireta, no formato securitizado.

34. Para promover uma transação mais acelerada no mercado de investimentos imobiliários para renda<sup>13</sup>, da posição tradicional, para um volume expressivo de securitizações, a única

---

<sup>13</sup> Importante ressaltar a distinção. Para investimentos especulativos, onde a renda não é



resistência que se vislumbra é a imagem que o investidor pode ter de que, neste modelo, detém um “*papel*”, não um ativo real. Essa é uma questão de educação, porque o fundamento da emissão do TILA é uma escritura de características tão ou mais rígidas que uma escritura tradicional e que se registra com o mesmo cerimonial que a escritura tradicional.

Como em todo processo inovador, há necessidade de se educar o mercado para as vantagens<sup>14</sup> deste sistema, mas registro que o conservadorismo em adotar estes vetores avançados tem raízes mais profundas junto aos empreendedores, que no meio dos investidores.

Quem primeiro tem que aceitar a inovação, para oferecer o investimento é, evidentemente, o empreendedor e, em geral, no Brasil, o empreendedor imobiliário é conservador e decide com apoio na sua história de sucessos, ou copia inovações bem sucedidas dos que tem visão mais moderna, e, ainda assim, somente diante da pressão de perder mercado.

Ambas posturas são atrasadas: [i] – replicar a história de sucessos, sem se aperceber onde deverá estar a fronteira final, que é o limiar a partir do qual mudanças de direção são exigidas, entendendo que o mercado evolui com uma velocidade baixa e que, na hora certa sempre haverá tempo de embarcar na nova onda é, no mínimo, uma atitude de risco elevado e [ii] – copiar só depois de que outros tenham testado é igualmente de risco elevado, porque não permite avaliar o esforço de recuperar o “*share*” de mercado perdido.

---

instrumento relevante, o investimento imobiliário tradicional é mais simples. Somente se recomenda securitizar posições especulativas, quando houver um grupo de investidores reunidos e, estrategicamente, for do interesse do grupo que cada investidor possa ter independência para transacionar sua posição de investimento, sem que isso afete, ou crie constrangimentos, para os demais.

<sup>14</sup> Não vejo desvantagens de nenhuma ordem.

---