

Nota da Reunião de 8 de outubro 2019

**PROGRAMA DE LEASING RESIDENCIAL  
PARA FAMÍLIAS DE BAIXA RENDA  
POR MEIO DE PPP**

**Preâmbulo**

Diante das avaliações de como vêm se comportando os subsídios do Governo Federal (recursos do OGU) para o programa habitacional brasileiro, ilustradas com dados da Abrainc na reunião do Comitê de 22 de agosto, o NRE-Poli procurou desenhar a estrutura de um programa de leasing residencial, na busca de encontrar e validar um programa capaz de atrair recursos privados de investimento.

Nesse sentido, foi testado um sistema, traduzido em síntese nesta Nota, que se desenvolveria com incentivo preliminar dos agentes promotores (os empreendedores) e que poderia, em curto prazo, ganhar força de mercado.

Para dar qualidade ao sistema e validar a parcela mensal do leasing em horizonte de 35 anos, com entrega do imóvel ao final por um valor simbólico, três premissas foram consideradas como essenciais: (i) - os terrenos seriam entregues ao programa pelas Prefeituras Municipais, sem custo; (ii) - sobre as habitações não seria cobrado Iptu e (iii) - a existência de de um Fundo Garantidor (FG) do Governo Federal, que garante a inadimplência de pagamento das mensalidades, dentro de certos limites a serem definidos (exemplo: 3 meses, até a retomada do imóvel) e garante um pagamento de renda aos investidores durante o ciclo de implantação e pré-locação das unidades residenciais.

Essa composição sugere que o programa esteja ancorado em uma PPP.

Qual é a diferença para o Governo Federal em patrocinar o FG e subsidiar diretamente o preço de aquisição? Os testes mostram que:

- (i) - o subsídio da renda durante o ciclo de implantação equivaleria a 9,52% do valor do imóvel distribuído ao longo do ciclo de implantação e
- (ii) - o subsídio durante o ciclo operacional, em condição de inadimplência muito estressada equivaleria ao limite de 12,5% do valor do imóvel, distribuído ao longo de 35 anos, podendo migrar para 20,0% na fronteira de stress considerada no teste de qualidade do investimento (30% de inadimplência).

**COMITÊ DE MERCADO**  
reunião de 8 de outubro de 2019

2

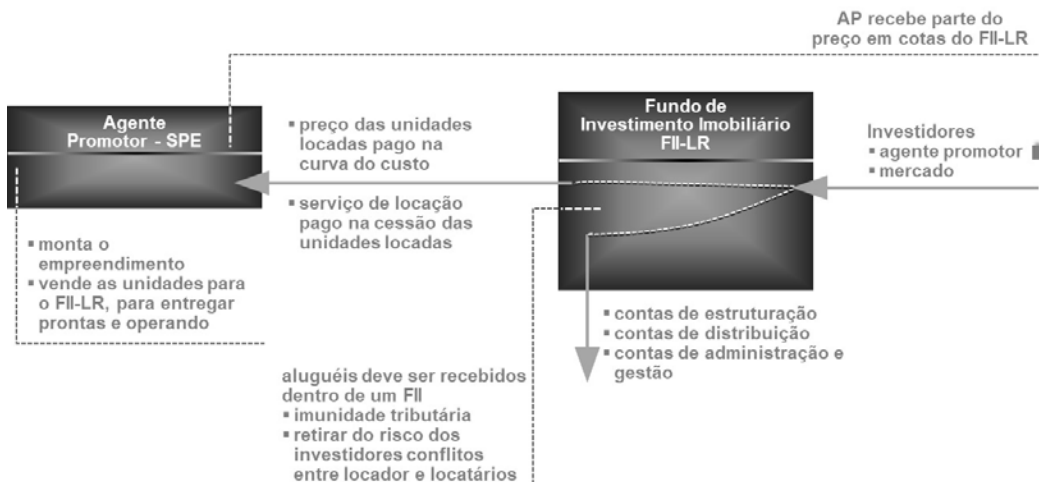
Considerando o projeto apresentado pelo NRE-Poli e a sua evolução durante os debates dentro do Comitê, os seus membros que assinam esta Nota sugerem a concepção de um programa habitacional com o fundamento nos elementos descritos nesta Nota.

1. O DESENHO DO PROGRAMA NO CICLO DE IMPLANTAÇÃO

1.1. A figura 1 adiante ilustra o relacionamento entre os agentes do programa, no ciclo de implantação. O proprietário dos imóveis para arrendamento em sistema de leasing é um Fundo de Investimento Imobiliário FII, no qual os investidores aportam recursos, para a compra dos imóveis e para pagamento dos seus custos operacionais. A escolha do ambiente de FII para ancorar a propriedade dos imóveis segue duas premissas: (i) - imunidade tributária no recebimento dos aluguéis durante os 35 anos e (ii) - deixar os investidores isentos dos riscos operacionais das locações e da conformação dos imóveis.

1.2. Os Agentes Promotores são os empreendedores, em modelo operacional equivalente ao vigente para comercialização de imóveis: (i) - são responsáveis por entregar ao FII imóveis com contratos de leasing firmados; (ii) - recebem o preço dos imóveis entregues ao FII antes do final da implantação, recebendo o preço na curva dos custos; (iii) - restando estoques com leasing não contratado, recebem o preço a vista contra a entrega performada ao FII.

figura 1



## COMITÊ DE MERCADO reunião de 8 de outubro de 2019

3

1.3. Pode ser relevante que os AP participem do investimento nos primeiros projetos. De outro lado, o FII será listado e recebe garantia para o total da sua receita, ficando abertos certos riscos de custos operacionais (baixos, seguindo o teste de formatação do valor da prestação deste projeto). Nesse sentido, suas cotas podem representar um eficaz veículo de acumulação de poupanças, tendo em vista a renda que foi calibrada na rotina de teste do programa efetuada pelo NRE-Poli.

## 2. A COBERTURA DO PREÇO DA PARCELA MENSAL DO LEASING

2.1. Na rotina de teste, consideramos que a parcela mensal do leasing deve cobrir todos os custos operacionais, aí incluídas as despesas de condomínio e as contas de reservas de recursos para cobertura de revitalizações continuadas nas áreas comuns e revitalizações nas unidades cujo contrato seja quebrado no ciclo operacional de 35 anos, até a sua relocação<sup>1</sup>. Deve cobrir a remuneração do capital investido e somente 50% do valor do investimento no ciclo de 420 meses. O quadro 1 ilustra o cálculo da prestação para um índice de valor simbólico de imóvel de 100.

quadro 1

parâmetros para locação de uma unidade do FII-LR			
R\$ de out-19 pelo lpca			
prazo das locações de 420 meses			
	parâmetros   referências		terreno e iptu a custo zero
1. custo de uma unidade para o FII-LR			100,00000
2. valor do imóvel a ser amortizado no ciclo	50,0%	custo da unidade	50,00000
3. remuneração mensal adequada para o capital	0,575%	capital do FII-LS	0,57529
4. amortização do valor do imóvel   50,0%	parcela capitalizada a 0,575% ao mês		0,02916
5. cobertura das contas do FII	administração, gestão e CGA		0,01988
6. seguro do imóvel ( danos físicos )	2,660%	3. + 4.	0,01723
7. revitalização de áreas comuns	12,00%	custo de implantação	0,02121
8. revitalização de unidades vagas	8,00%	de turnover anual	0,02519
9. despesas de condomínio	12,00%	1. + 2.	0,07291
10. despesas de gestão patrimonial	7,00%	aluguel all in	0,05832
<b>11. parcela mensal de aluguel all in</b>	hipótese de iptu = zero reajuste em ciclo anual pelo lpca		<b>0,81919</b>
<b>renda familiar mensal</b>	25,00%	de comprometimento   11.	<b>3,27678</b>

<sup>1</sup> Importa considerar que o Fundo Garantidor não deverá garantir pagamento de unidades não locadas, mas somente inadimplência de unidades locadas. Ou seja, esse risco de mercado fica com o FII. A contrapartida e renda na calibragem do programa é suficiente para isto como mostram os testes de stress processados e descritos adiante.

No teste de qualidade do investimento, consideramos que as parcelas são reajustadas uma vez a cada ano seguindo a variação do IpcA, o que representa uma perda implícita em relação ao ajuste do investimento pelo poder de compra do BRL, compensada na prestação.

### 3. O DESENHO DO PROGRAMA NO CICLO OPERACIONAL DE 420 MESES

3.1. A figura 2 ilustra como as partes se relacionam dentro do ciclo operacional, levando em conta a presença de uma empresa Administradora Predial, que pode ou não ser coligada do Agente Promotor.

figura 2



Considerações importantes:

- a parcela se reveste do conceito “tudo incluso”, de modo que o Administrador Predial pode controlar os custos do condomínio sem riscos<sup>2</sup>;
- os recursos para o Fundo de Reposição de Ativos são abrigados no FII, cujo administrador deve controlar e custear os orçamentos apresentados pelo AP para as obras necessária no edifício (parte comuns, equipamentos e utilidades) e nas unidades abandonadas, que deverão ser relocadas.

<sup>2</sup> A parcela é garantida pelo Fundo Garantidor

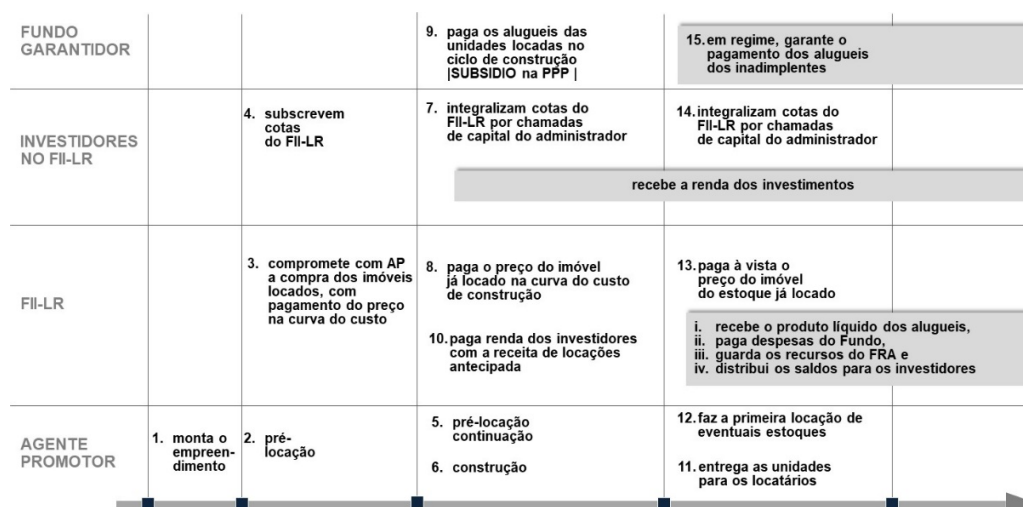
**COMITÊ DE MERCADO**  
reunião de 8 de outubro de 2019

5

4. A SÍNTESE DOS EVENTOS E MOVIMENTOS EM ESCALA DE TEMPO

4.1. A figura 3 ilustra as ações e movimentos destacadas nos itens anteriores, mostrando a estrutura do programa e suas fases.

figura 3



5. RENTABILIDADE E RISCOS DO INVESTIMENTO EM UM FII-LR

5.1. O quadro 2 ilustra os parâmetros de rentabilidade que pode esperar um investidor no FII-LR, levando em conta uma escala de 1000 unidades por fundo.

Introduzir essa escala na análise é necessário, tendo em vista a incidência de custos fixos na operação do FII. Entretanto, é razoável considerar uma escala mais elevada de operação, porque não há razão para se fazer um FII por empreendimento e há sentido em se considerar que captar recursos para um FII já performado, operando e demonstrando renda e sua flutuação (derivada de riscos) é mais simples, até diretamente na bolsa de valores<sup>3</sup>.

Considerado, então que é razoável que a escala deva superar estas 1000 unidades, a renda esperada dos investimentos poderá ser mais alta do que a

<sup>3</sup> Pode-se considerar um FII por empreendedor (Agente Promotor), que pode, inclusive, levar a sua marca.

**COMITÊ DE MERCADO**  
reunião de 8 de outubro de 2019

6

indicada adiante.

quadro 2

o investidor no FII-LR		
cenário referencial		cenários estressados
taxa de inflação média no horizonte, pelo Ipca	4,20% ano	no intervalo   8,0% - 20,0%
taxa básica neutra de juros no horizonte	2,00% ano	
taxa bruta CDI no horizonte	6,30% ano	
taxa CDI no horizonte, depois de impostos de 15%	5,36% ano	
perdas irrecuperáveis de receita	3,00%	no intervalo   0,0% - 6,0%
inadimplência	18,50%	no intervalo   7,0% - 30,0%
prazo para o FG devolver a inadimplência	6 meses	testado o intervalo   0 - 12
resultados para o investidor no FII-LR dentro do cenário referencial de comportamento		
renda média anual sobre o investimento ajustado em Ipca em ciclo anual		
taxa nominal		6,961%
múltiplo da taxa básica equivalente, depois de impostos	<i>taxa básica nominal a 6,30%ano</i>	1,300
taxa de retorno no horizonte de 35 anos		
taxa efetiva acima da inflação	<i>taxa de inflação a 4,20%ano</i>	5,973%
múltiplo da taxa básica equivalente, depois de impostos	<i>taxa básica nominal a 6,30%ano</i>	1,947

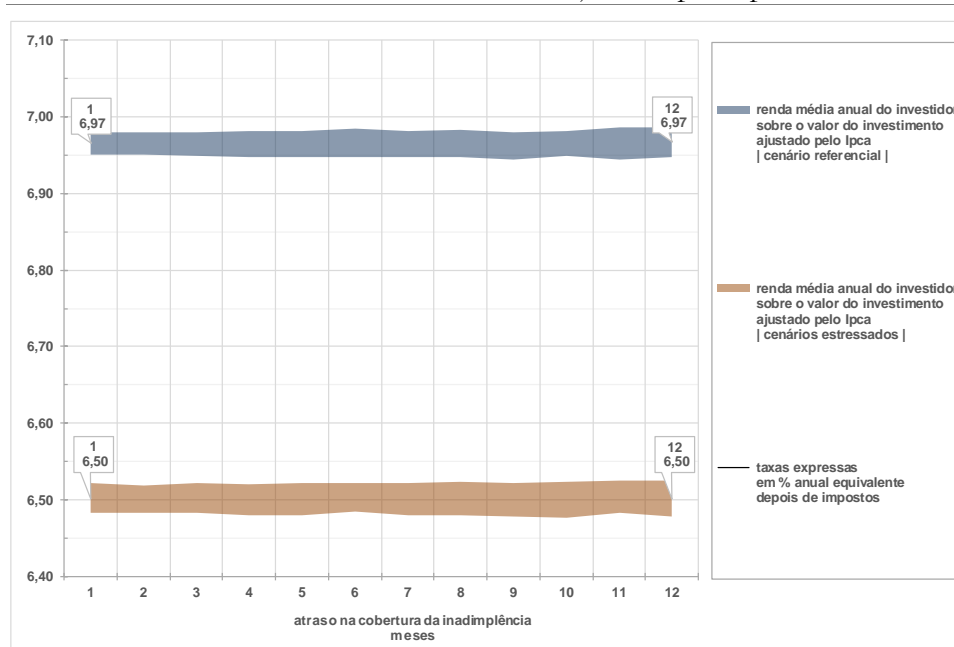
Considerações importantes:

- i. dentro do cenário referencial, consideramos no teste de qualidade do investimento que a inadimplência é alta (18,5%) e que o FG tem prazo de 6 meses para pagar as parcelas inadimplidas;
- ii. considerando que a renda dos investidores pessoas físicas nos FII é isenta de impostos, respeitados os limites conhecidos de investimento em um fundo, na comparação da renda mensal recorrente esperada, esse investidor recebe renda pelo múltiplo de 1,300 da taxa CDI depois de impostos de 15%. Na comparação com a renda ofertada no mercado, esse múltiplo está acima da meta de qualquer fundo de investimento deste perfil. Notar que este cálculo considera a renda nominal sobre o valor do investimento ajustado pela inflação, porque as parcelas tem reajuste anual, o que faz com que no conceito total return a renda seja mais alta, por causa do ajuste inflacionário do montante recebido;
- iii. sob o mesmo prisma, a taxa de retorno, considerada a média de inflação que está no quadro 2 e a taxa neutra de juros estabilizada em 2,00% ano

(também anotada no quadro 2) e o ciclo de investimento de 420 meses estará no múltiplo 1,947.

- 5.2. Promovemos testes de risco do investimento nas cotas do FII-LR, considerando as fronteiras descritas no quadro 2, por meio de amostra de laboratório com múltiplos cenários com variáveis oscilando entre as fronteiras indicadas, o que leva aos resultados mostrados nos gráficos 1 e 2 adiante.

gráfico 1  
 renda média anual do investidor no FII-LR  
 sobre o valor do investimento ajustado pelo Ijca

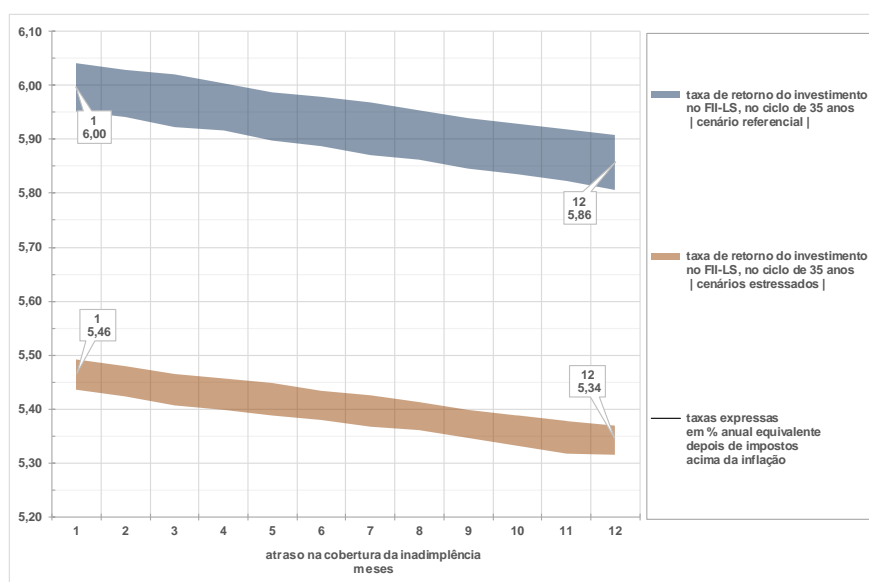


Considerações importantes:

- i. dentro do cenário referencial, consideramos os dados do cenário fixados como está no quadro 2, exceto o fator de perda que fizemos oscilar entre as fronteiras dos cenários estressados, razão pela qual encontramos um intervalo de valor (com 90% de confiabilidade);
- ii. ainda dentro desse cenário, o gráfico 1 ilustra diferentes prazos para cobertura das inadimplências pelo FG, de 1 até 12 meses;

- iii. nos cenários estressados, o impacto mais agressivo na perda de renda é o provocado pelo intervalo de inflação, que impõe perda de poder de compra das parcelas dentro do ciclo operacional.

gráfico 2  
 taxa de retorno média anual do investidor no FII-LR  
 calculada efetiva acima do IpcA no horizonte de 420 meses



## 6. FORMATAÇÃO

O modelo operacional discutido pelo Comitê, seguindo o projeto do NRE-Poli, permite o uso muito mais comedido de recursos subsidiados para a mesma finalidade dos programas habitacionais em vigor no Brasil, nos patamares que indicamos no preâmbulo.

Em outra linha, tem capacidade de angariar recursos de poupanças conservadoras, uma vez que remunera os investimentos a um risco muito baixo, muito acima dos instrumentos de mercado.

Como os fundos imobiliários, por legislação, estão obrigados a distribuir o seu resultado caixa e a tradição tem sido fazê-lo mensalmente, neste programa, o capital do investidor se esgota no final de 35 anos, tendo em vista que o pagamento pelo valor do imóvel no final é simbólico. Desse modo, para servir



---

**COMITÊ DE MERCADO**  
**reunião de 8 de outubro de 2019**

---

9

como veículo de poupança por um ciclo maior do que os 35 anos, o investidor deveria reinvestir parte da renda auferida. Essa não é uma questão para receber teste nesta análise, já que significa um procedimento de reinvestimento que deve ser recomendado na oferta (CVM deveria se encarregar de exigir essa ressalva enfática nos prospectos de oferta de cotas).

Promovemos testes, imaginando a compra de terrenos e a incidência de Iptu.

Nessa situação, com valor de terreno equivalente a 10% do valor do imóvel e Iptu anual à taxa de 1% do valor do imóvel, a parcela deveria crescer de 21%, desqualificando sensivelmente o potencial do modelo discutido pelo Comitê.

**São membros do Comitê de Mercado do NRE-Poli:**

Alessandro Olzon Vedrossi; Alex Kenya Abiko; Carolina Gregório; Carlos Terepins; Cláudio Bruni; Claudio Tavares de Alencar; Daniel Citron; Eliane Monetti; Eric Cozza; Fernando Bontorim Amato; Gilberto Duarte de Abreu Filho, João da Rocha Lima Jr.; José Roberto Machado, José Romeu Ferraz Neto; Marcelo Vespoli Takaoka; Mario Rocha Neto; Paola Torneri Porto; Patrick Mendes; Pedro Cortez; Roberto Aflalo Filho; Roberto Sampaio e Walter Luiz Teixeira e,

**sendo esta Nota firmada por**

Carolina Gregório; Carlos Terepins; Cláudio Bruni; Claudio Tavares de Alencar; Eliane Monetti; Eric Cozza; Fernando Bontorim Amato; Gilberto Duarte de Abreu Filho, João da Rocha Lima Jr.; José Roberto Machado, José Romeu Ferraz Neto; Paola Torneri Porto; Patrick Mendes; Pedro Cortez; Roberto Aflalo Filho; Roberto Sampaio e Walter Luiz Teixeira.