

Texto para Coluna do NRE-POLI  
na Revista Construção e Mercado – Pini – Julho 2012

**Perspectivas para os Certificados de Recebíveis Imobiliários  
diante da queda das Taxas Juros no Brasil**

Prof. Dr. Fernando Bontorim Amato

Desde agosto de 2011, o Banco Central do Brasil tem reduzido a taxa básica de juros (Selic) que estão em um dos níveis mais baixos da história recente da economia nacional. Com isso, para evitar uma fuga maciça de recursos de fundos de investimento, CDB's e outras modalidades de aplicação atreladas aos títulos da dívida pública federal, o governo federal editou medida provisória que altera as regras de remuneração dos depósitos em a caderneta de poupança. Assim, eliminou-se a obrigatoriedade de remuneração mínima de 6% ao ano, acrescida da taxa referencial (TR), e abriu-se espaço para novas reduções da taxa Selic, que segundo alguns economistas pode até chegar menos de 8% ao ano.

Nos últimos anos, a poupança tem exercido um papel fundamental na expansão do mercado imobiliário à medida que é uma das principais fontes de *funding* para financiamento bancário para construção e comercialização de novas unidades habitacionais. No entanto, os recursos de poupança utilizados para crédito imobiliário tendem a não serem mais suficientes para sustentar novas operações já num horizonte de curto a médio prazo. Isto se deve ao fato de que o volume de concessão de empréstimos destinados ao financiamento imobiliário aumenta num ritmo superior ao estoque de recursos depositados na caderneta de poupança.

A alteração das regras de remuneração dos novos depósitos não necessariamente acarretará na perda de competitividade da poupança em caso de queda da taxa Selic

---



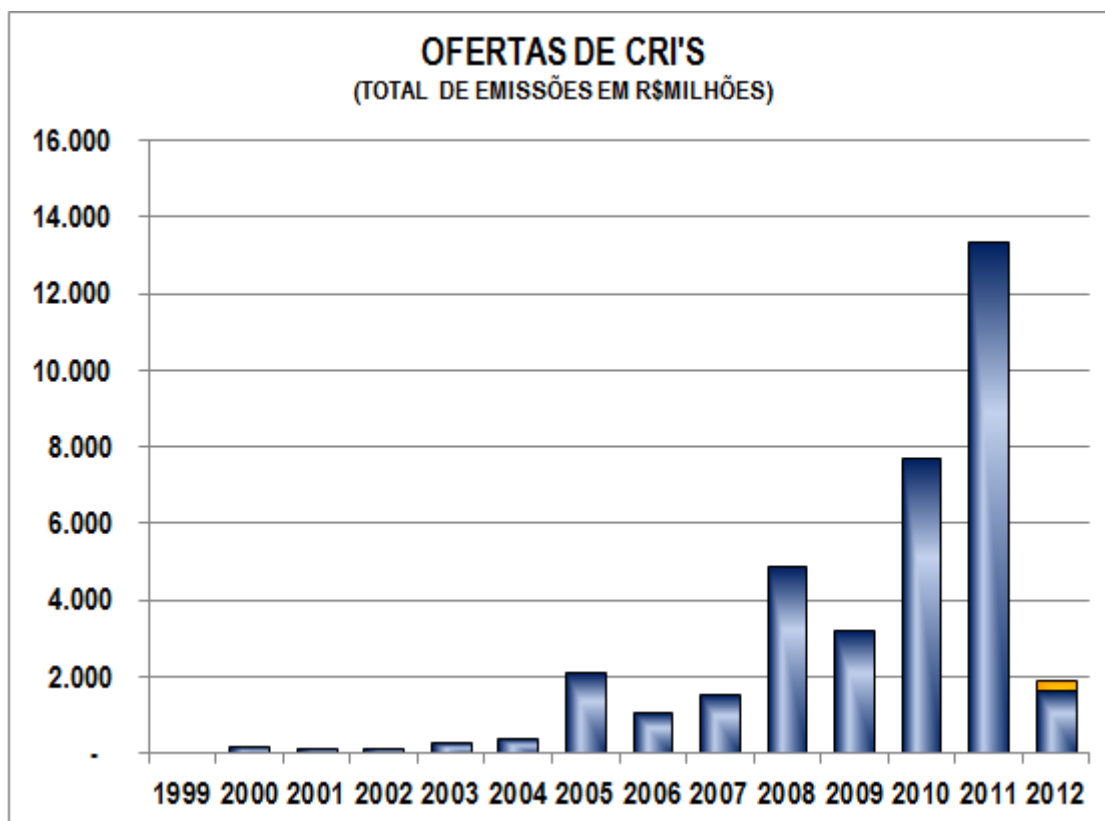
abaixo de 8,5% ao ano. É possível que aplicações em fundos de investimento em renda fixa ainda tenham rentabilidades inferiores à da poupança em face às altas taxas de administração cobradas pelas instituições financeiras, principalmente dos pequenos investidores. No entanto, não há quaisquer garantias que novos depósitos sejam suficientes para suportar à demanda crescente por crédito imobiliário.

Logo, o setor imobiliário tem buscado alternativas, em particular, na securitização de recebíveis por meio da emissão de títulos de investimento lastreados em créditos oriundos da comercialização de unidades habitacionais. Um dos veículos mais utilizados pelas incorporadoras tem sido o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRIs) que são uma alternativa para solucionar a provável escassez de recursos provenientes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) para o mercado imobiliário.

O estoque total registrado de CRIs na Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (Cetip) saltou de R\$ 2,87 bilhões em dezembro de 2007 para R\$ 27,79 bilhões em dezembro de 2011. A maior parte deste crescimento do volume de novas emissões de CRIs ocorreu em 2011, que totalizou R\$ 13,3 bilhões, o que representa uma evolução de mais de 73% em relação àquele verificado no anterior, conforme pode ser visualizado no gráfico 1.

Observa-se que o grande volume de novas ofertas não esteve intrinsecamente vinculado à queda dos juros, pois durante o ano de 2008, a taxa Selic subiu de 11,25% ao ano em janeiro para 13,75% ao ano em dezembro. Entre julho de 2009 e abril de 2010, quando a taxa Selic esteve em 8,75% ao ano, nível histórico mais baixo até então, não se verificou uma maior oferta de CRIs. Em outras palavras, o maior volume destes títulos é alvo da expansão do setor e das incorporadoras.

---



De todo modo, este expressivo incremento da oferta de CRIs deve consolidá-los como o instrumento financeiro que deve permitir às incorporadoras desenvolver suas atividades além dos limites circunscritos aos recursos provenientes da poupança e/ou ao capital próprio. A tendência futura é de um aumento ainda maior nas emissões destes títulos de securitização, tendo em vista a necessidade dos investidores de diversificar sua carteira de aplicações no sentido de buscar alternativas mais rentáveis para seus investimentos.

Um exemplo evidente está nos investidores institucionais, em particular os fundos de pensão. Seus gestores deverão diversificar sua carteira de investimentos em renda fixa para cumprirem as metas atuariais dos fundos acima dos índices inflacionários. Os títulos de dívida pública já apresentam rentabilidade menor do que a mínima exigida pela maioria dos fundos de pensão.



É o caso das Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B), cuja remuneração está vinculada à variação do IPCA, acrescida de juros definidos no momento da compra (cupom). Estes títulos com prazo de vencimento de 03 anos tiveram uma queda do cupom praticado de 5,0% ao ano em janeiro para 3,3% ao ano em maio de 2012. Até mesmo os papéis de prazo mais longo, que historicamente sempre estiveram com cupom acima de 6,0% ao ano, chegaram a quase 4% ao ano em maio deste ano (vide gráfico 2).

**RENTABILIDADE DE NTN-B  
(Vencimento em Maio de 2035)**



Do ponto de vista das incorporadoras, a cessão dos recebíveis para as securitizadoras tende a ficar cada vez mais atrativa, à medida que a taxa de desconto utilizada para calcular o valor a ser pago pela cessão tem sido reduzida visto que os investidores vêm aceitando CRIs com rentabilidades menores. Em particular para as pessoas físicas, soma-se a isto ao fato de que a remuneração proveniente da aplicação em CRIs é isenta de imposto de renda, diferentemente dos títulos públicos da dívida federal que são tributados nas alíquotas decrescentes



de 22,5% a 15,0% de acordo com o prazo de resgate da aplicação.

As incorporadoras precisam estar preparadas para este novo cenário à medida que a sustentação do crescimento destas pode depender da sua capacidade e competência de subsidiar a estruturação de operações de securitização por meio de CRIs a partir da emissão das cédulas de crédito imobiliário (CCIs). O acesso ao mercado de capitais através da emissão de outros valores mobiliários, como debêntures ou notas promissoras, tem se mostrado menos eficaz, pois seus custos de captação são sensivelmente maiores e seus prazos de amortização mais curtos.

Nesse sentido, algumas incorporadoras de maior porte estão indo além: criaram securitizadoras próprias para que possam ter maior controle e condições de executar tais operações, bem como usufruírem dos ganhos ao exercer tal atividade. No entanto, não deve ser uma tendência do setor em função da necessidade de ter grande escala para viabilizar uma subsidiária com tal foco de atuação.

O setor imobiliário, juntamente com as instituições financeiras, deve procurar dar um passo a frente por meio da classificação destas emissões em grupos específicos de papéis que estejam divididos de acordo com indexador utilizado (IGP-M/FGV, TR, IPCA ou outros) e pelos prazos de resgate dos recursos. É algo análogo ao que já é praticado nas emissões de títulos de dívida pública emitidos pelo Governo Federal. Caso as companhias securitizadoras padronizem esses papéis em determinados tipos, tende a ser mais fácil para os investidores, principalmente os privados, reconhecer suas características e comparar com outras opções de aplicação. É possível que se tenha até uma forma de comercializar estes títulos em moldes equivalentes aos definidos no Tesouro Direto.

Cabe à Comissão de Valores Mobiliários eliminar as restrições impostas às ofertas com valores inferiores a R\$ 300 mil para investimentos em CRIs, à medida que

---



estabelece uma barreira de acesso aos investidores de menor porte. Com a maior pulverização destes títulos, é provável que se estabeleça um mercado secundário mais ativo nos moldes que se observa nos EUA e na Europa, fomentando ainda mais o apetite dos investidores por meio da maior liquidez dos CRIs.

Em contrapartida, a autarquia deve exigir e cobrar das companhias securitizadoras maior transparência e amplitude das informações fornecidas ao mercado como um todo, tanto no período de realização da oferta pública quanto durante o prazo de amortização dos títulos. Tal medida é fundamental para promover uma maior democratização dos CRIs, o que deve estimular ainda mais os incorporadores em usá-los como um importante instrumento de captação para financiamentos imobiliários.

Em síntese, os certificados de recebíveis imobiliários devem se transformar num veículo amplamente difundido de financiamento direto das incorporados e dos adquirentes de imóveis comerciais e residenciais. No horizonte de longo prazo e sem alterações estruturais nas regras do SBPE, é possível que o estoque de recursos aplicados em créditos imobiliários securitizados, seja por meio de CRIs ou outro veículo equivalente, supere a operação de financiamento com funding em depósitos na caderneta de poupança. Às incorporadoras, ficará a missão de aprimorar o conhecimento interno para desenvolver e comercializar seus empreendimentos com vistas a securitizar os créditos oriundos de suas vendas.

---