

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS

Thiago Santos Risso

A SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS: ESTUDO COMPARATIVO
ENTRE AS OPÇÕES DE INVESTIMENTO DE BASE IMOBILIÁRIA NO MERCADO
DE CAPITAIS BRASILEIRO

Porto Alegre

2007

Thiago Santos Risso

A SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS: ESTUDO COMPARATIVO
ENTRE AS OPÇÕES DE INVESTIMENTO DE BASE IMOBILIÁRIA NO MERCADO
DE CAPITAIS BRASILEIRO

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Gilberto de Oliveira Kloeckner

Porto Alegre

2007

RESUMO

O presente trabalho apresenta as alternativas de investimento de base imobiliária disponíveis no mercado de capitais brasileiro. O texto, primeiramente, faz uma abordagem sobre securitização, em que consta sua conceituação, histórico e caracterização de uma forma geral. Em seguida, a mesma foi abordada segundo a ótica dos créditos imobiliários, analisando-se a estrutura, as vantagens, os riscos e as possibilidades de reforço de crédito. Após esta revisão dos principais conceitos, há uma descrição e um comparativo dos ambientes utilizados no Brasil para a securitização de recebíveis imobiliários: o Fundo de Investimento Imobiliário (FII), o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) e o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Portanto, ao fim do trabalho, terão sido apresentadas e comparadas as opções de investimento de base imobiliária disponíveis no mercado brasileiro.

"Você precisa fazer aquilo que pensa que não é capaz de fazer."

Eleanor Roosevelt

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
1.1	SITUAÇÃO PROBLEMÁTICA	9
1.2	OBJETIVOS	10
1.2.1	Objetivo geral	10
1.2.2	Objetivos específicos	10
2	SECURITIZAÇÃO	12
2.1	CONCEITO GERAL.....	12
2.2	HISTÓRICO.....	14
2.3	PARTICIPANTES DE UM PROCESSO DE SECURITIZAÇÃO	15
2.4	MERCADO DE SECURITIZAÇÃO	16
3	SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	18
3.1	CONCEITO.....	18
3.2	ESTRUTURA BÁSICA.....	19
3.3	VANTAGENS PROPORCIONADAS PELA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS.....	20
3.3.1	Para o originador dos recebíveis	20
3.3.2	Para o investidor	22
3.3.3	Para o desenvolvimento do mercado imobiliário	23
3.4	RISCOS INERENTES À SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	24
3.4.1	Composição da carteira de crédito	25
3.4.2	Solvência do originador	26
3.4.3	Estrutura jurídica e legal	26
3.4.4	Risco de pré-pagamento	27

3.4.5	Competência do gestor dos créditos.....	28
3.4.6	Risco Soberano	28
3.5	ESTRUTURAÇÃO DO REFORÇO DE CRÉDITO.....	29
3.5.1	Coobrigação do originador.....	30
3.5.2	Carta de crédito	30
3.5.3	Estrutura Sênior / Subordinada.....	31
3.5.4	Garantia adicional.....	32
3.5.5	Conta-reserva de caixa	32
3.5.6	Garantia de renda no período de implantação.....	33
3.5.7	Garantia de renda mínima no início do ciclo operacional	34
4	ESTRUTURAS UTILIZADAS PARA A SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	35
4.1	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (FII).....	35
4.1.1	Estrutura de um FII.....	38
4.2	CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI)	39
4.2.1	Estrutura de uma emissão de CRI.....	42
4.3	FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDC)	43
4.3.1	Estrutura de um FIDC.....	46
5	MÉTODO DE PESQUISA	48
6	COMPARATIVO.....	49
6.1	RENTABILIDADE	49
6.1.1	FII	49
6.1.2	CRI	50
6.1.3	FIDC	52

6.2	LIQUIDEZ	53
6.2.1	FII	53
6.2.2	CRI	55
6.2.3	FIDC	58
6.3	TRIBUTAÇÃO	59
6.4	CONCENTRAÇÃO DO RISCO	60
6.4.1	FII	61
6.4.2	CRI	61
6.4.3	FIDC	62
7	CONSIDERAÇÕES FINAIS	63
	REFERÊNCIAS	65
	ANEXOS	69

1 INTRODUÇÃO

Ao longo dos últimos anos, ocorreu no Brasil um crescimento substancial de empreendedores que buscam meios alternativos para financiar seus projetos de investimentos. Esta tendência iniciou-se com o processo de privatizações, na década de 90, quando altos investimentos eram necessários, e as empresas vencedoras das licitações buscaram formas de financiamento que reduzissem, ainda que em parte, os riscos do negócio.

Paralelamente a esta demanda, percebe-se que com a estabilização da economia, a solidificação do mercado de capitais, e o desenvolvimento de uma legislação adequada, as alternativas de financiamento tornaram-se mais sofisticadas e seguras. Uma destas alternativas é a securitização, que é um processo no qual ativos financeiros e ativos não financeiros são agrupados em forma de Títulos Financeiros negociáveis e vendidos a investidores.

Para projetos imobiliários, especificamente, a securitização possibilita a emissão de títulos lastreados por imóveis ou a criação de fundos de investimento que tem como foco os empreendimentos imobiliários. O mercado imobiliário apresenta diversas características, como a burocracia e a falta de liquidez, que dificultam os investimentos. Graças à securitização, os investidores podem acessar este mercado através do mercado de capitais, mais organizado e transparente.

Os títulos lastreados por imóveis são chamados de Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI. A emissão de CRI possibilita a captação de recursos a partir de novos empreendimentos imobiliários ou de imóveis já existentes. Segundo a Companhia Brasileira de Securitização, os recebíveis imobiliários podem ser provenientes de operação de venda e compra ou promessa de venda e compra a prazo, financiamento, arrendamentos, locação, entre outros, que tenham por objeto imóvel residencial, comercial, industrial, rural ou lote urbanizado.

Os fundos de investimento que visam obter rentabilidade a partir de empreendimentos imobiliários são os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC).

De acordo com dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), existem no Brasil 64 Fundos de Investimento Imobiliários, com patrimônio líquido total de aproximadamente R\$ 2,8 bilhões de reais. Segundo a instrução 205 da CVM, Fundo de Investimento Imobiliário é uma comunhão de recursos, captados através do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários.

Os FIDC são fundos que aplicam os recursos captados na compra de carteiras de recebíveis. Estes recebíveis podem ser de diversos tipos, entre eles, imobiliários. Os recebíveis imobiliários podem ser provenientes dos aluguéis de um edifício comercial, de um shopping center ou um galpão comercial. Estes fundos foram regulamentados em 2001, mas só deslancharam a partir de 2003. O mercado de FIDC cresce substancialmente, tendo apresentado volume de emissões na ordem de R\$ 12,7 bilhões em 2006, frente a R\$ 200 milhões em 2002.

1.1 SITUAÇÃO PROBLEMÁTICA

O mercado imobiliário brasileiro apresenta diversos entraves que dificultam a entrada de investidores, entre eles a falta de transparência, a burocracia, a escassez de mecanismos de mitigação de riscos e a ausência de agentes reguladores.

O mercado de capitais, por sua vez, passou por melhorias que o tornaram um ambiente regulado, organizado, com liquidez e instrumentos de proteção disponíveis aos investidores.

Atualmente existem opções de investimento no mercado imobiliário, através do mercado de capitais, que possibilitam aos investidores que desejam alocar seus recursos em ativos imobiliários fazê-lo sem a necessidade de comprá-los diretamente dos proprietários. Estas alternativas baseiam-se na securitização dos créditos gerados pelos ativos imobiliários, sejam eles aluguéis, promessas de compra e venda, arrendamento ou qualquer outra possibilidade de geração de caixa através destes ativos.

Grande parte dos participantes destes mercados, sejam eles investidores ou empreendedores, ainda desconhece suas características, suas vantagens e seus riscos. Desta forma, este trabalho busca identificar as possibilidades de investimento de base imobiliária no mercado de capitais, realizando um comparativo entre eles.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 **Objetivo geral**

Realizar uma pesquisa sobre a securitização de recebíveis imobiliários, apresentando e comparando as possibilidades de investimento no setor imobiliário, através do mercado de capitais.

1.2.2 **Objetivos específicos**

- Apresentar as possibilidades de investimentos de base imobiliária disponíveis no mercado de capitais brasileiro;
- Identificar as vantagens e os riscos da securitização de recebíveis imobiliários;
- Identificar as vantagens e desvantagens de cada estrutura;
- Comparar as estruturas, em termos de rentabilidade, liquidez, concentração de risco e tributação.

No Capítulo 2 foi feita uma abordagem sobre securitização, em que consta sua conceituação, histórico e caracterização de uma forma geral.

No capítulo 3, a mesma foi abordada segundo a ótica dos créditos imobiliários, analisando-se a estrutura, as vantagens, os riscos e as possibilidades de reforço de crédito.

No capítulo 4, é realizada uma descrição dos ambientes utilizados no Brasil para a securitização de recebíveis imobiliários: O Fundo de Investimento Imobiliário (FII), O Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) e o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC).

No capítulo 6 é feito um comparativo, utilizando-se os seguintes parâmetros: rentabilidade, liquidez, tributação e concentração do risco.

No capítulo 7 são feitas as considerações finais, onde se busca determinar quais das três alternativas são mais atraentes para os investidores.

2 SECURITIZAÇÃO

A securitização consiste em uma estrutura para captação de recursos para médio e longo prazo. O termo SECURITIZAÇÃO tem origem na expressão da língua inglesa *SECURITIZATION*, que por sua vez deriva do termo *SECURITIES*, estes são títulos emitidos no mercado para a captação de recursos com algum tipo de garantia de pagamento.

2.1 CONCEITO GERAL

Segundo definição da agência de *rating*² MOODY'S (2003), “securitização é um processo através do qual uma variedade de ativos financeiros e não financeiros (“ativos-base”) são reunidos na forma de *Títulos* (títulos financeiros negociáveis) e então vendidos a investidores. Os fluxos de caixa gerados pelos ativos-base são usados para pagar o principal e os encargos dos títulos, além das despesas da operação. Os títulos, por seu lado, são lastreadas pelos ativos e são conhecidas como *Asset Backed Securities* (Títulos Lastreados por Ativos), ou *ABS*.”

DAVIDSON (2003) define securitização como “o processo de reunir um conjunto de promessas financeiras e transformá-las em um formato no qual elas possam ser livremente transferidas entre múltiplos investidores”. De acordo com a Andima – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro, o termo securitização, no setor bancário tem sido utilizado para denominar qualquer operação que isola e compromete um fluxo de caixa futuro, independentemente das condicionantes e da probabilidade de sua realização.

² Agências de *rating* são organizações que fornecem serviços de análise, operando sob os princípios de independência, objetividade e credibilidade. A observância desses princípios é essencial já que, em última instância, o reconhecimento de uma agência classificadora depende exclusivamente da disposição do investidor em acreditar e aceitar seu julgamento. (SECURATO, 2002)

VAN HORNE (1993) afirma que a securitização envolve a formação de um *pool* de ativos com baixa liquidez³, semelhantes entre si, que servem de lastro para uma emissão de *securities*. Segundo o autor, o motivo do sucesso da securitização é que os custos de transação total do crédito, frequentemente, são mais baixos com a securitização do que com a intermediação de uma instituição depositária entre poupadores e tomadores.

KOTHARI (1999) (Apud VEDROSSI, 2002) cita que a securitização, em seu mais amplo conceito, tem o sentido da conversão de ativos de pouca liquidez em títulos mobiliários de grande liquidez, passíveis de serem absorvidos pelo mercado investidor. Esses títulos possuem como lastro os ativos que foram securitizados, tendo suas receitas baseadas no fluxo de caixa proveniente, seja de juros sobre empréstimos, seja de outros recebíveis.

Em linhas gerais, pode-se definir securitização como um mecanismo financeiro pelo qual as empresas podem antecipar um fluxo de caixa futuro dando como garantia seus ativos, sejam eles contas a receber, imobilizado, estoques, etc. Ainda que os títulos emitidos tenham como principal característica a garantia por parte do emitente, esta não implica na eliminação integral do risco da emissão. A estrutura adotada na montagem da operação e a qualidade da estruturação do reforço de crédito⁴ serão os fatores que garantirão a proteção ao risco.

Segundo MOODY'S (2003), qualquer fluxo de caixa, presente ou futuro, que é gerado por ativos, pode ser securitizado. À medida que o mercado de securitização vem crescendo e se tornando mais sofisticado, a variedade de ativos passíveis de securitização vem aumentando. Alguns exemplos são:

- a) Leasing de aeronaves;
- b) Financiamento de veículos;

³ Hicks define com clareza o que entende por um ativo líquido ao tratar da composição dos fundos de reserva: “...será essencial que os fundos se mantenham em uma forma que sejam facilmente vendáveis, a qualquer momento, e isto não significa somente que devem conservar-se em valores facilmente negociáveis, mas também que devem conservar-se em uma forma tal que o valor da carteira não tenda a variar muito com o tempo. O valor deve ser muito semelhante, qualquer que seja a data da venda. Um ativo particular que tenha esta propriedade, é seguramente o que se entende na prática por um ativo líquido.” (HICKS, 1989,243) (Apud SECURATO; MENDONÇA NETO, 2002, p.3)

⁴ Ver Estruturação do reforço de crédito.

- c) Leasing de veículos;
- d) Recebíveis de cartão de crédito;
- e) Leasing de equipamentos;
- f) Duplicatas.

2.2 HISTÓRICO

A securitização teve sua origem nos Estados Unidos em 1970, quando as agências governamentais ligadas ao crédito imobiliário promoveram o desenvolvimento do mercado de títulos lastreados em hipotecas, chamados de *Mortgage Backed Securities* (MBS).

A primeira oferta pública de um ABS foi feita em março de 1985 pela Sperry Lease Finance Corporation (atual Unysis). A emissão foi garantida por US\$ 192 milhões de notas com lastro em *leasing* (FABOZZI, 2000). Atualmente, este instrumento se estende por vários outros tipos de recebíveis, como relativos a *leasing* de aeronaves, empréstimos garantidos por imóveis, contas a receber de cartões de crédito e outros.

Fora dos EUA, a securitização de ativos iniciou na Inglaterra, na segunda metade da década de 1980. Por possuir um mercado hipotecário desenvolvido, mostrava-se viável a utilização deste meio de financiamento naquele país. Outros países europeus, como França, Itália, Alemanha e Espanha, além do Japão, Canadá, México e Austrália também estão desenvolvendo mercados de securitização.⁵

No Brasil, o surgimento da securitização ocorreu na década de 90, com as privatizações e a desestatização da economia (BONOMI, 2004). Paralelamente a este processo, houve significativa melhora na regulamentação e fiscalização do

⁵ Para maiores informações sobre o mercado de securitização em outros países, consultar www.securitization.net.

sistema financeiro. A negociação de crédito e o gerenciamento de investimentos próprios ficaram mais voláteis com a velocidade e a complexidade desse novo cenário, desta forma, tornou-se necessária a realização de uma reformulação na estrutura societária brasileira e uma profissionalização do mercado de capitais que passou a exigir títulos mais seguros e garantias mais sólidas, nos moldes internacionais.

A globalização permitiu que diversos países, mesmo os que não possuem originação significativa de transações, já tenham uma cultura de investimentos nesses títulos via investidores que aplicam em títulos gerados em outros países. Este é o caso do Japão, que tem expressiva participação no mercado de títulos gerados nos EUA e na Europa.

2.3 PARTICIPANTES DE UM PROCESSO DE SECURITIZAÇÃO

Uma estrutura de securitização é composta, basicamente, por três tipos de partes envolvidas (MOODYS, 2003, p. 3):

- a) Um originador que gera um ativo, seja este um empréstimo, leasing, recebível, ou outra forma de fluxo de pagamento. Podem incluir-se nesta categoria bancos, financeiras, lojas de varejo, entre outras. Geralmente, o originador faz empréstimos a seus clientes para compra de um ativo, como uma casa ou um automóvel, por exemplo. Estes ativos são as garantias dos empréstimos, e o originador pode reuní-los numa securitização para emitir título lastreados pelos empréstimos aos consumidores;
- b) intermediários que estruturam a securitização e ajudam a viabilizar a venda dos ABS aos investidores. Geralmente são entidades com experiência neste mercado e coordenam as atividades dos principais participantes da operação, incluindo o emissor, originador, advogados, agências de *rating*, prestadores de serviços e investidores.

- c) investidores que compram os ABS. Podem ser bancos, companhias de seguros, fundos de pensão e fundos de investimento.

2.4 MERCADO DE SECURITIZAÇÃO

VAN HORNE (1993) afirmava que a securitização seria a tendência do futuro, de acordo com dados da SIFMA – Securities Industry and Financial Markets Association, a previsão do autor foi acertada. Nos Estados Unidos, entre 1993 e 2006, a participação dos ABS no total de emissões de dívida corporativa teve um crescimento significativo. A tabela 01 retrata este crescimento:

Emissões de ABS x Emissões totais de dívida corporativa
(em US\$ milhões)

Ano	ABS	Dívida Corporativa	Participação (%)
1993	62,8	535,2	11,73
1994	81,7	389,8	20,96
1995	113,1	441,4	25,62
1996	168,4	584,3	28,82
1997	223,1	784,5	28,44
1998	286,6	1.107,3	25,88
1999	287,1	1.083,7	26,49
2000	337,0	1.076,2	31,31
2001	383,3	1.454,2	26,36
2002	469,3	1.399,0	33,55
2003	600,2	1.793,3	33,47
2004	869,8	2.086,0	41,70
2005	1.172,1	2.598,7	45,10
2006	1.250,8	3.145,7	39,76

Tabela 01 – Emissões de ABS x Emissões totais de dívida corporativa
Fonte: SIFMA

GRINBLATT (1998), da mesma forma, via na securitização uma das tendências na captação de recursos, e afirmava que o instrumento possibilita maior eficiência nas relações entre poupadores e tomadores.

O mercado brasileiro de securitização tem apresentado crescimento, porém em menor intensidade, atingindo U\$ 5,5 bilhões em 2006. O gráfico abaixo demonstra a evolução do volume de securitização doméstica:

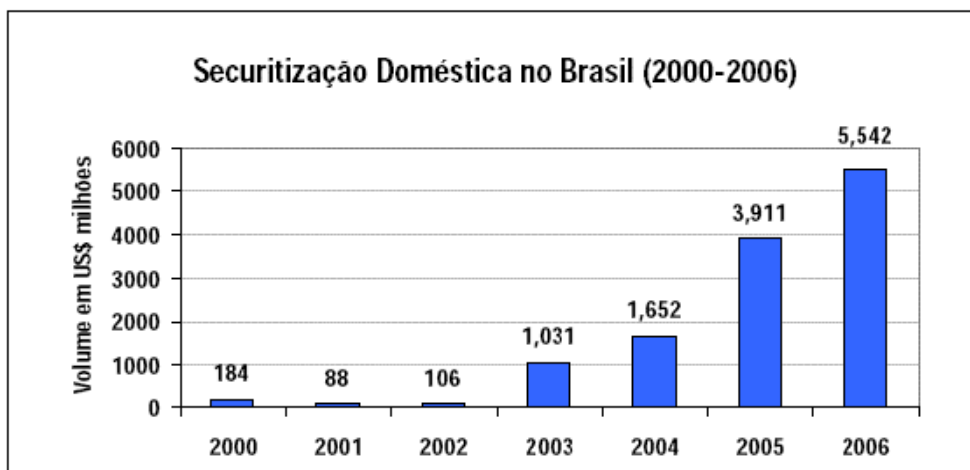


Gráfico 01 – Securitização doméstica no Brasil

Fonte: MOODY'S

Os ativos que lastreiam as operações de securitização no Brasil são diversificados. Em 2006, houve uma maior concentração de volume em financiamento de veículos, que representou cerca de 39% do volume total. Os financiamentos de consumo e os direitos creditórios comerciais possuem participações de 16% e 12% respectivamente. Os MBS representam 8,2% do mercado brasileiro.

3 SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

O conceito de recebíveis (VEDROOSI, 2002), remete à existência de créditos a receber provenientes de operações de financiamento, ou ainda, venda de determinados produtos e serviços.

A securitização de recebíveis imobiliários possibilita a conversão de empréstimos e outros ativos em títulos a serem vendidos para investidores, ou seja, possibilita a maior mobilidade de ativos que, pela sua própria natureza, não tem na liquidez a sua melhor característica.

3.1 CONCEITO

Segundo VEDROSSI (2002), a securitização de recebíveis imobiliários consiste na emissão de títulos que espelhem o *portfolio* de créditos provenientes de transações imobiliárias.

A lei 9.514/97, que instituiu o Sistema Financeiro de Crédito Imobiliário incentiva a criação de um mercado secundário de créditos imobiliários mediante a disciplina da securitização desses créditos. De acordo com o artigo 8 da referida lei, *“a securitização de recebíveis imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora”*. Embora já fosse possível realizar a securitização antes da nova legislação, a disciplina introduzida tende a tornar a estrutura menos custosa e mais atrativa.

No Brasil, diferentemente de países como EUA, Inglaterra, e até mesmo o Chile (CARNEIRO e GOLDFAJN, 2000), não há um mercado hipotecário expressivo, o que restringe emissões de títulos lastreadas em hipotecas. Desta forma, o mercado que vem se desenvolvendo de forma mais consistente é algo que se

aproxima dos *Commercial Mortgage Backed Securities* (CMBS, expressão que significa Títulos Lastreados por Hipotecas Comerciais).

Segundo ADAMS (BHATTACHARYA; FABOZZI, 1996), os CMBS diferenciam-se dos demais ABS pela diversidade e complexidade do mercado de hipotecas comerciais. Por isso, a análise do imóvel que garante a operação é o componente mais importante na análise do valor relativo do CMBS. A opção de pagamento antecipado⁷ é uma variável a ser considerada, quando prevista no contrato, mas a sua ocorrência é bem menor do que no mercado de hipotecas residenciais.

Agências de rating e investidores reconhecem diferentes riscos e estruturas de montagem para as operações de CMBS, dependendo do tipo de propriedade. ADAMS (BHATTACHARYA; FABOZZI, 1996) reconhece os cinco principais tipos como: escritórios, comércio, indústrias, condomínios e hotéis. Destas cinco, escritórios, propriedades para comércio e condomínios residenciais tem sido mais empregados como garantias para CMBS, no mercado norte americano. No mercado brasileiro, a maioria das operações tem como garantia edifícios comerciais (escritórios), indústrias e comércio varejista (shopping centers).

3.2 ESTRUTURA BÁSICA

Segundo VEDROSSI (2002), os investidores de títulos securitizados tem como grande interesse a qualidade dos recebíveis e do ativo originado. Por isso, é essencial que os ativos a serem securitizados sejam separados da estrutura jurídica do originador, evitando a contaminação pelo mesmo.

⁷ Ver Riscos inerentes à securitização de recebíveis imobiliários.

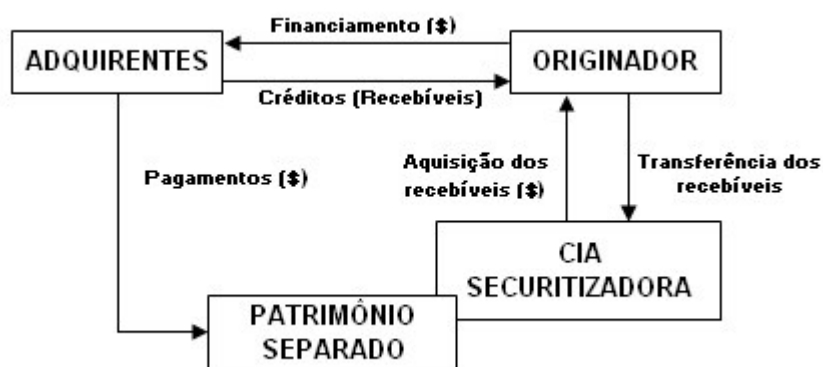


Figura 01 - Estrutura básica da securitização

Fonte: Adaptado de MAFRA (2006, p. 18)

A figura 01 ilustra a situação em que o originador dos créditos (por exemplo, uma incorporadora de edifícios residenciais) financia seus clientes na compra dos imóveis. Este financiamento gera uma carteira de créditos a receber, que posteriormente é adquirida por uma Companhia Securitizadora, destacando os créditos objeto da securitização de seu patrimônio, para posterior emissão dos títulos junto aos investidores. Esta mesma lógica vale na securitização na qual o ambiente escolhido é um fundo de investimento, e não uma Companhia Securitizadora.

3.3 VANTAGENS PROPORCIONADAS PELA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

De acordo com ROMANO (2006) e MOODY'S (2003), as principais vantagens oferecidas por este procedimento aos agentes nele envolvidos são:

3.3.1 Para o originador dos recebíveis

1. Mitigação do risco de não captar recursos suficientes para a conclusão do empreendimento, uma vez que o empreendedor pulveriza suas fontes de captação, não dependendo exclusivamente de um pequeno grupo de financiadores.

Geralmente, um empreendimento de base imobiliária tem como principais fontes de financiamento (i) o capital próprio dos empreendedores, (ii) recursos de comercialização de unidades (partilhamento físico do investimento) e (iii) recursos de financiamento obtidos junto a instituições financeiras.

Quando ocorre a comercialização das unidades, os compradores usualmente aportam em torno de 40% do valor do imóvel durante a construção, o que não é suficiente para financiar integralmente o empreendimento. Sendo assim, os empreendedores recorrem aos bancos, que, por não atuarem diretamente no setor, procuram se proteger do risco de inadimplência, criando restrições para aprovação do financiamento.

A securitização possibilita ao empreendedor ter acesso ao financiamento de investidores com desejo de assumir os riscos inerentes ao mercado imobiliário, minimizando, ou até mesmo anulando a necessidade de financiamentos bancários.

2. Compartilhamento do risco com os investidores, na medida em que a rentabilidade do investimento esta atrelada à rentabilidade do empreendimento.

Em um financiamento bancário, o compromisso de quitar a dívida não está vinculado à geração de renda do empreendimento, ou seja, o capital da instituição financeira é remunerado independentemente da remuneração do capital do empreendedor.

Na securitização, por mais que o empreendedor dê garantias e privilégios aos investidores, o lastro continua sendo o ativo securitizado e a renda gerada por ele. Desta forma, o empreendedor, em menor ou maior grau, compartilha os riscos com o investidor.

3. Financiamento casado entre ativos e passivos.

A securitização mitiga o risco de descasamento de taxas de juros e de liquidez entre ativos e passivos na carteira do originador. No entanto, dispositivos contratuais de aceleração de amortização podem neutralizar estes benefícios.

4. Disponibilidade de captação de recursos a um custo potencialmente mais baixo, em relação a empréstimos comuns, não garantidos.

Isso depende do *rating*⁹ do originador, da qualidade dos recebíveis e da estrutura da transação.

3.3.2 Para o investidor

1. Maior transparência na negociação dos empreendimentos de base imobiliária, pois a análise do valor deste empreendimento é feita em períodos curtos, já que os títulos conferem liquidez superior a do mercado imobiliário tradicional.

A liquidez do mercado financeiro faz com que o valor destes papéis seja revisto em períodos mais curtos do que os ciclos do mercado imobiliário. Desta forma, pode-se criar índices que retratem as condições de mercado e disponibilizem ao investidor informações mais apuradas e livres de interesses dos agentes que nele operam. Para tanto, é essencial o aquecimento do mercado secundário.¹⁰

2. Em função da liquidez e transparência, o investidor tem a opção de decidir qual período do ciclo de vida do investimento lhe é interessante.

Uma vez que haja um mercado secundário desenvolvido, o investidor pode negociar seus ABS sem a burocracia da transferência de propriedade do mercado tradicional. Desta forma, o prazo de aplicação dos recursos é vinculado exclusivamente ao seu desejo de manter tal posição, podendo optar em qual fase do empreendimento ele deseja investir.

⁹ Ratings de crédito constituem uma opinião quanto às condições de um emissor de honrar seus compromissos financeiros, tais como pagamento de juros, pagamento de principal, sinistros de seguros ou obrigações com contrapartes. Os ratings de crédito são utilizados por investidores como indicação da probabilidade destes receberem seu capital aplicado de volta, segundo os termos acordados na ocasião da realização do investimento (FITCH, 2007).

3. Unidade de valor menor para o investimento

Quando um investidor aplica seus recursos de forma tradicional no mercado imobiliário, via de regra, ele só pode se desfazer de sua posição transacionando a propriedade como um todo. Ou seja, o investimento necessário para que ele tenha os rendimentos e os riscos do mercado imobiliário corresponde ao valor da unidade adquirida.

A securitização possibilita a comercialização de papéis com valor de face reduzido, permitindo a entrada de pequenos investidores em um mercado até então restrito.

Construção de um portfólio diversificado e aumento da flexibilidade na gestão da carteira.

Uma carteira composta por recebíveis imobiliários possibilita que o investidor aplique seus recursos em diferentes empreendimentos, mitigando os riscos a que se expõe (os riscos do setor continuam presentes, apenas é possível reduzir o impacto do mau desempenho de um empreendimento específico, no resultado da carteira.)

4. Redução dos custos de transferência do investimento.

A comercialização tradicional de imóveis obriga os compradores a despender recursos em despesas de registro e transferência. Na securitização, estas despesas inexistem, uma vez que se negociam papéis lastreados em imóveis, e não o empreendimento propriamente.

3.3.3 Para o desenvolvimento do mercado imobiliário

1. Aumento do universo de captação de recursos, gerando um aquecimento do mercado.

¹⁰ Ver Análise das estruturas utilizadas no Brasil para a securitização de recebíveis imobiliários.

A securitização traz para o setor recursos que antes eram aplicados em outras formas de investimento, aumentando o volume de recursos potencialmente destináveis a este mercado.

2. O aquecimento do setor possibilita a diversificação de investimentos, e conseqüentemente, a redução dos riscos através da busca de um portfólio equilibrado.

Com o mercado aquecido, os investidores possuem diversas opções de investimento, podendo construir carteiras lastreadas em diversos empreendimentos, localizados em diferentes regiões e diferentes estágios do ciclo de vida. Esta diversificação faz com que o comportamento das carteiras se aproxime da média do mercado, apresentando o risco intrínseco do setor, e não o risco de um empreendimento específico.

3. O aumento das opções de investimento traz mais investidores para o mercado.

Quando mais dinâmico e variado for o mercado de papéis de securitização, maior será o número de investidores que encontrará em seus títulos características que se alinhem com seus objetivos de investimento. O mercado passará, desta forma, a ter como fonte de financiamento agentes ativos que buscam a rentabilidade oferecida pelo setor, e não mais agentes passivos que aportam recursos com o objetivo de obter rentabilidade sobre dívida, como é o caso das instituições financeiras.

3.4 RISCOS INERENTES À SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

O objetivo desta seção é descrever os principais riscos dos títulos lastreados em créditos imobiliários, estes podem ser tanto estruturais como associados ao ambiente da operação.

3.4.1 Composição da carteira de crédito

Este risco está associado à capacidade de pagamento dos adquirentes do imóvel em cumprir com suas obrigações. Para a avaliação da probabilidade de atrasos ou perdas, as agências de risco baseiam sua análise em dados históricos, levantando informações estatísticas de *performance* de créditos já securitizados. Os critérios de análise estão listados no Quadro 01:

(i) Qualidade da formatação/estrutura do crédito	
⇒ Tipo de crédito originado:	quais as características do crédito original, tipo de relação adquirente x originador;
⇒ Garantia imobiliária	como está configurada a garantia sobre o imóvel;
⇒ Tipo do imóvel / ocupação:	residencial, apartamento, ocupação como moradia, residências de lazer etc;
⇒ Seguros:	seguros existentes na relação original como seguro de vida, seguro de incêndio e outros.
(ii) Capacidade de pagamento do adquirente	
⇒ relação LTV:	faixas de LTV; máximo LTV;
⇒ limite de endividamento:	endividamento do adquirente, análise da relação DTI - prestação / renda;
⇒ histórico de pagamento:	análise do comportamento histórico do portfólio em relação a atrasos de pagamento.
(iii) Diversificação do portfólio	
⇒ volume individual:	valores máximos de valor de dívida por crédito;
⇒ número de crédito:	quanto maior o número de créditos, maior a dispersão de riscos dentro do portfólio;
⇒ dispersão geográfica:	evitando a concentração em determinada região, buscando a diversificação de riscos.

Quadro 01 – critérios de avaliação da qualidade da carteira de crédito.
Fonte: VEDROSSI (2002).

No que diz respeito à garantia imobiliária, MAFRA (2006), ressalta que esta reflete o nível de segurança jurídica e o tempo que o imóvel, objeto de garantia do financiamento imobiliário será retomado em caso de inadimplência.

Segundo a legislação brasileira existem duas formas básicas de garantia imobiliária: a alienação fiduciária e a hipoteca.

A alienação fiduciária regulada pela Lei 9.514 é o negócio jurídico pelo qual o devedor, ou fiduciante, com o escopo de garantia, contrata a transferência ao credor, ou fiduciário, da propriedade resolúvel de coisa imóvel. Diferente da hipoteca, a propriedade fiduciária é considerada como um direito real em coisa própria, o que diminui o prazo de execução da garantia e retomada do bem em caso de inadimplência.

Cabe destacar, ainda, o índice LTV (*loan-to-value ratio*), que segundo FABOZZI (2000), é o coeficiente entre o montante do empréstimo e o valor de mercado (ou avaliado) do imóvel. Quanto menor este coeficiente, mais proteção terá o credor no caso de inadimplência por parte do tomador e de o imóvel ter que ser executado e vendido.

3.4.2 Solvência do originador

MAFRA (2006), afirma que uma das grandes vantagens das operações de securitização quanto ao risco é a possibilidade de segregar o risco de desempenho do fluxo de receitas associado aos créditos, do risco de desempenho do originador dos créditos.

Entretanto, a análise da solvência do originador, quando da transferência dos créditos é fundamental pelo fato de que segundo KOTHARI, (1999) (Apud MAFRA, 206, p. 35) se o originador enfrentar problemas logo após a transferência dos créditos, a legalidade dessa transação pode ser afetada. Segundo a legislação brasileira sobre falências, uma eventual falência do originador pode comprometer a operação de securitização em pelo menos 60 dias antes do ocorrido.

3.4.3 Estrutura jurídica e legal

VEDROSSI (2002) cita que do início do processo, com a transferência dos créditos, passando por todas as relações e contratos existentes com os agentes participantes da operação, como o agente fiduciário, gestor dos créditos e distribuidor dos títulos e, por fim, os títulos de investimento, todos devem estar formatados considerando o entorno jurídico e legal que trata respectiva etapa e agente.

3.4.4 Risco de pré-pagamento

MAFRA (2006) define o risco de pré-pagamento de um ativo lastreado em créditos imobiliários, como a possibilidade do adquirente do imóvel exercer o seu livre direito de quitar, de forma parcial ou total, o financiamento contraído na ocasião da compra do imóvel.

FABOZZI (2000) enumera as razões para a ocorrência de pré-pagamento. Em primeiro lugar, os devedores podem vender o imóvel, antecipando todo o fluxo de caixa. Caso a estrutura permita, o devedor pode quitar todo ou parte do empréstimo, tendo como principal incentivo a queda das taxas de mercado para níveis inferiores às taxas contratadas. O gráfico 02, ilustra esta situação:

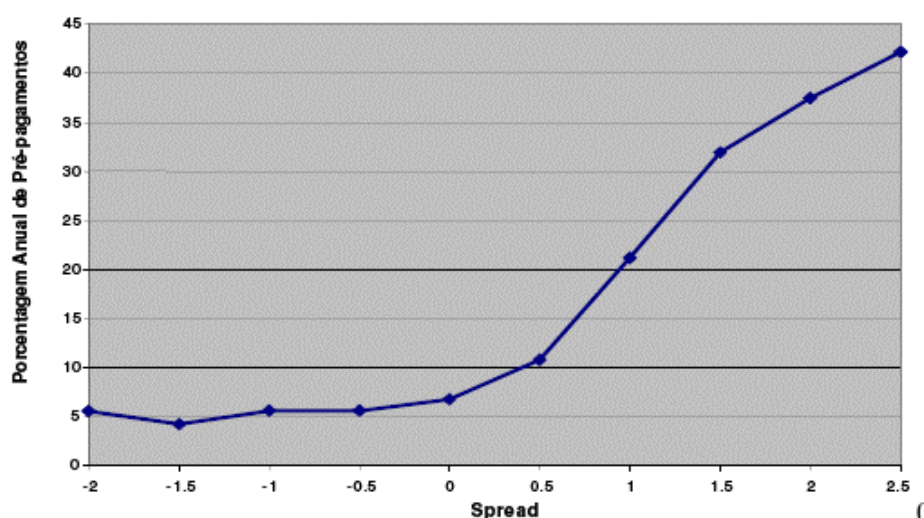


Gráfico 02 – Efeito das taxas de juro nos níveis de pré-pagamento de Hipotecas uni-familiares no período de 1996 – 2000.

Fonte: DAVIDSON (2003) (Apud MAFRA, 2006, p. 39)

No gráfico, *spreads*¹¹ maiores que zero indicam que os juros sobre o empréstimo são maiores que o nível da taxa de juros praticado pelo mercado, havendo um aumento na taxa de pré-pagamentos, já diferenças menores indicam que os juros do empréstimo são menores que as taxas praticadas pelo mercado, observando-se, neste caso, um comportamento das taxas de pré-pagamentos relativamente constante.

FABOZZI (2000) ainda ressalta que, se o tomador não tiver condições de arcar com as prestações, o imóvel é retomado e vendido, o que anteciparia o fluxo de caixa.

3.4.5 Competência do gestor dos créditos

MAFRA (2006), cita a competência do gestor de créditos, pois este tem um papel de grande importância nas operações de securitização, sendo sua função administrar a carteira de créditos e seus respectivos contratos, incluindo os serviços de cobrança, controle de *performance* da carteira, relacionamento com os adquirentes, emissão de relatórios contábeis e outros serviços associados. Portanto, o gestor tem a responsabilidade pelo recebimento das parcelas relativas ao financiamento imobiliário e sua posterior distribuição aos investidores. Em caso de atraso de pagamentos, o gestor também deve responder pela cobrança, renegociação e recomposição da dívida, além da decisão de recuperar o imóvel, com eventual necessidade de execução das garantias adicionais.

3.4.6 Risco Soberano

CANUTO e SANTOS (2003) definem o risco soberano como uma avaliação da capacidade e disposição de um governo servir integralmente a sua dívida nos prazos

¹¹ *Spread*, neste caso, é a diferença entre a taxa de juros do empréstimo e a taxa de juros praticada no mercado.

e condições acordados com seus credores na contratação do empréstimo. O resultado desta avaliação é sintetizado em uma classificação, que é a estimativa da probabilidade de um determinado governo entrar em moratória, o que significa não apenas a suspensão do pagamento dos juros ou principal da dívida na data do seu vencimento, mas também sua troca ou reestruturação.

Segundo KOTHARI, (1999) (Apud VEDROSSI, 2002, p. 69), o risco soberano é fundamental para operações de securitização que visam a atingir investidores externos. Isto significa que as classificações de risco locais são suficientes para operações que serão absorvidas pelo mercado local. Entretanto, classificações de risco com níveis internacionais são essenciais para que investidores internacionais possam comparar o nível de risco de uma operação com os demais existentes no mercado.

Cabe salientar que risco soberano e risco-país, embora fortemente relacionados, dizem respeito a objetos distintos. O risco-país é um conceito mais abrangente que se reporta, para além do risco soberano, ao risco de inadimplência dos demais devedores residentes em um país, associado a fatores que podem estar sob o controle do governo, mas não estão sob o controle das empresas privadas ou dos indivíduos (CLAESSENS E EMBRECHTS, 2002) (Apud CANUTO e SANTOS, 2003). Este é o caso, por exemplo, de empresas privadas que detêm capacidade e disposição de realizar compromissos com credores externos, mas se defrontam com riscos de conversibilidade ou transferência de divisas decorrentes da possibilidade de controles de capitais serem subitamente estabelecidos pelo Estado soberano.

CANUTO e SANTOS (2003) definem que, como regra geral, a classificação soberana é um teto para os demais devedores de um país, mas o teto pode ser ultrapassado em situações especiais, quando as agências entendem que determinados devedores estão menos vulneráveis ao risco de transferência.

3.5 ESTRUTURAÇÃO DO REFORÇO DE CRÉDITO

MOODY'S (2003) afirma que uma importante etapa da securitização é determinar o nível adequado de suporte, ou reforço de crédito (*credit enhancement*). O reforço de crédito protege os investidores de perdas em seus *securities* quando ocorrem perdas nos fluxos de caixa do *pool*, e conseqüentemente, tem papel fundamental no *rating* atribuído a um ABS.

HSU e MOHEBBI (BHATTACHARYA e FABOZZI, 1996), afirmam que um elemento chave em uma transação de ABS é o reforço de crédito associado à estrutura. Os níveis de reforço de crédito são determinados pelas características das garantias, por séries estatísticas de inadimplência, e pela percepção do mercado quanto à solidez dos fluxos de caixa futuros. A estruturação do reforço de crédito pode envolver terceiros ou utilizar recursos gerados internamente pelos fluxos de caixa. A maioria das transações envolve estruturas que combinam elementos externos e internos, e a escolha é baseada na minimização dos custos de emissão.

3.5.1 Coobrigação do originador

A própria empresa geradora dos créditos pode garantir as perdas dos investidores em caso de inadimplência. Utilizando-se esta estruturação, o *rating* do *securitie* é diretamente afetado por uma melhora ou piora na situação econômico-financeira do garantidor. Desta forma, o *rating* mais alto que pode ser atribuído ao ABS é o mesmo do garantidor.

3.5.2 Carta de crédito

Uma carta de crédito é uma garantia de pagamento emitida por uma instituição financeira, que se compromete a reembolsar perdas até um montante específico. Da mesma forma como a coobrigação do originador, o maior *rating* que pode ser atribuído à uma estrutura é o mesmo do emissor da carta de crédito. Segundo VEDROSSI (2002), a carta de crédito pode dar liquidez à operação em

caso de emissão em outros países. Um banco americano, por exemplo, pode gerar liquidez a uma operação de securitização de ativos brasileiros colocados nos Estados Unidos.

3.5.3 Estrutura Sênior / Subordinada

FABOZZI (2000), afirma que a estrutura interna de suporte de crédito mais utilizada é a sênior / subordinada. Segundo o autor, a classe subordinada é a parte relativa a perdas iniciais, absorvendo as perdas sobre a garantia, preservando, assim, a classe sênior. Dando como exemplo um negócio de \$100 milhões, dividido em duas classes: uma classe sênior de \$92,25 milhões e uma classe subordinada de \$7,75 milhões. O nível de subordinação desta estrutura é de 7,25%. Em caso de perdas, a classe subordinada irá absorvê-las até o valor de \$7,25 milhões, e a classe sênior irá enfrentar perdas a partir deste valor. Desta forma, caso haja perdas de \$5 milhões, a classe subordinada assume esta perda, que seria equivalente a 64,5% ($\$5 / \$7,75$). Em um caso em que ocorra uma perda de, por exemplo, \$10 milhões, a classe subordinada experimentaria perdas de \$7,75 milhões, equivalentes a 100%, e a classe sênior teria perdas de \$2,25 milhões ($\$10 \text{ milhões} - \$7,75 \text{ milhões}$), equivalentes a 2,4% ($\$2,4 / \$92,25$).

Obviamente, o detentor da classe subordinada necessita de um prêmio de retorno para assumir o risco maior de inadimplência relativamente à classe sênior. Segundo HESS; SMITH (apud VEDROSSI, 2002), a própria empresa originadora pode reter uma determinada emissão subordinada, onde ela mesma é investidora, com objetivo de criação de um fundo de reserva como garantia adicional da operação. Esta emissão pode ser chamada de emissão residual.

ROMANO (2006) salienta que a emissão de títulos privilegiados em relação a outros só é possível em ambiente de FIDC e CRI, uma vez que os FII, por serem condomínios de investidores, não permitem esta prática.

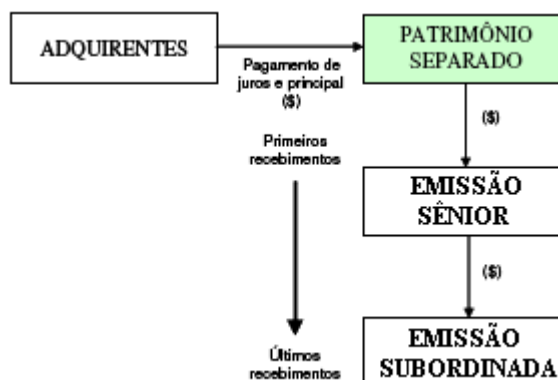


Figura 02 – Estrutura de subordinação frequentemente utilizada.
 Fonte: Adaptado de MAFRA (2006, p. 60)

A Figura 02 ilustra o fluxo de recursos dentro de uma estrutura de subordinação, em que o recebimento da emissão subordinada fica condicionado ao pagamento da emissão sênior, ou ainda, associado ao resultado final obtido no “Patrimônio Separado” após o cumprimento de todas as obrigações da emissora na emissão.

3.5.4 Garantia adicional

Segundo MOODY’S (2003), o originador pode emitir ABS em valor inferior ao do *pool* de recebíveis que garantem a operação. Caso o fluxo de caixa gerado pelos ativos securitizados for menor do que o esperado, o fluxo de caixa gerado pela garantia adicional fica disponível para absorver perdas.

3.5.5 Conta-reserva de caixa

MOODY’S (2003), menciona a criação de uma conta-reserva, com recursos provenientes do próprio originador, ou de excessos que venham a ocorrer nos fluxos de caixa, a fim de criar um fundo que arque com possíveis perdas. Quando este é

utilizado, deve-se fazer novos depósitos na conta, para que esta volte ao saldo mínimo pré-determinado.

3.5.6 Garantia de renda no período de implantação

Uma das características dos investimentos imobiliários é a imobilização de recursos sem obter retornos durante a implantação do projeto. A geradora dos recebíveis pode, então, minimizar este aspecto garantindo ao investidor uma remuneração até que o produto entre em operação. Esta prática reforça o compromisso do empreendedor com a conclusão da obra, atribuindo maior segurança ao título de investimento.

O gráfico 03 ilustra esta modalidade de garantia, onde o gerador dos recebíveis fornece uma renda adicional garantida (RAG) durante o período em que o empreendimento não é capaz de gerar renda. Após a implantação, os títulos são remunerados através dos resultados operacionais disponíveis (RODi) gerados pelo empreendimento.

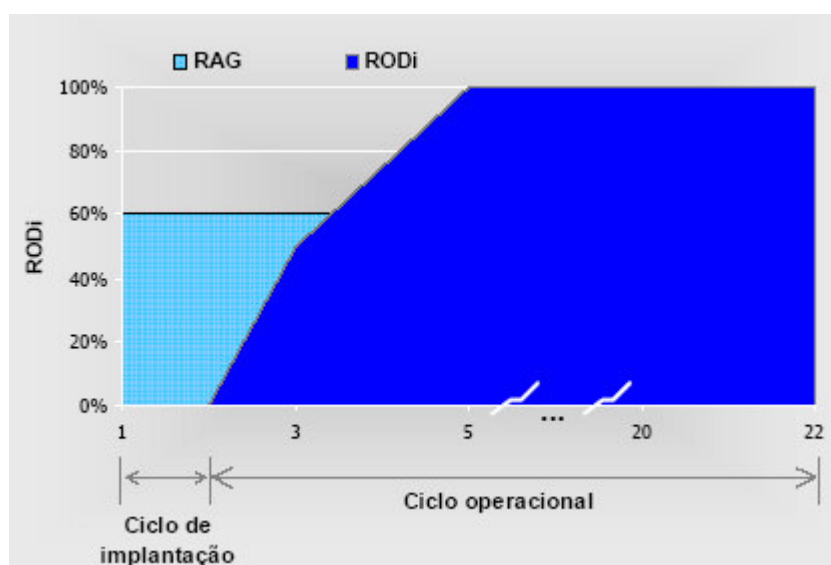


Gráfico 03 – Ilustração de fluxo de renda garantida pelo empreendedor no período de implantação

Fonte: ROMANO (2006, p. 93)

Para o empreendedor, apesar do aumento do custo de captação, ele atrai investidores para a etapa do ciclo de vida do empreendimento que demanda mais recursos.

3.5.7 Garantia de renda mínima no início do ciclo operacional

O empreendedor pode oferecer garantia de uma renda mínima no início do ciclo operacional, mitigando as incertezas de rentabilidade do título, no que diz respeito à velocidade de inserção do produto no mercado.

Nesta modalidade, pode-se definir um período de inserção de mercado após a implantação do empreendimento (em torno de quatro anos), no qual o empreendedor garante uma renda mínima ao investidor.

O gráfico 04 ilustra esta modalidade, mostrando que, conforme o empreendimento tem sua inserção no mercado e incrementa gradativamente sua geração de renda, o empreendedor aporta menos recursos para garantir a rentabilidade dos títulos.

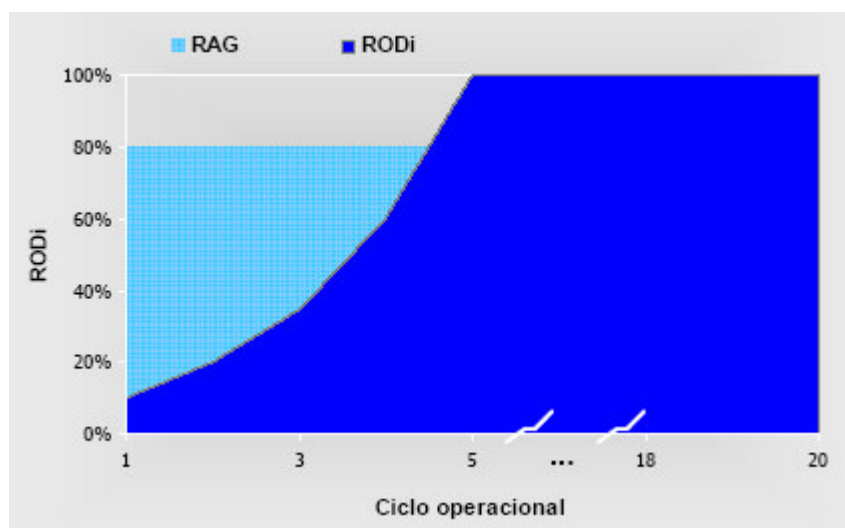


Gráfico 04 – Ilustração de fluxo de renda garantida pelo empreendedor no início do ciclo operacional

Fonte: ROMANO (2006, p. 95)

4 ESTRUTURAS UTILIZADAS PARA A SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

De acordo com VEDROSSI (2002), o grande interesse dos investidores nos títulos securitizados está na qualidade dos recebíveis e do ativo originado. Desta forma, é essencial que os ativos a serem securitizados sejam separados da estrutura jurídica do originador, evitando a contaminação pelo mesmo. No Brasil, há três formas de estruturas que possibilitam esta separação: o Fundo de Investimento Imobiliário (FII), o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI).

4.1 FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (FII)

Segundo a instrução 205 da CVM, Fundo de Investimento Imobiliário é uma comunhão de recursos, captados através do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários. Deve ser constituído sob a forma de condomínio fechado, cujo resgate das cotas não é permitido. As cotas do FII correspondem a frações ideais de seu patrimônio.

O FII destina-se ao desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, tais como construção de imóveis, aquisição de imóveis prontos, ou investimentos em projetos visando viabilizar o acesso à habitação e serviços urbanos, inclusive em áreas rurais, para posterior alienação, locação ou arrendamento. O objetivo do FII é auferir ganhos mediante locação, arrendamento ou alienação das unidades do empreendimento adquirido pelo Fundo.

O arrendamento gera receitas por meio da cobrança de valor correspondente a um percentual do lucro auferido pela empresa arrendatária, ou pelo pagamento de uma porcentagem do valor total do imóvel arrendado, podendo os dois critérios serem adotados concomitantemente.

Caso o objeto do Fundo seja obter ganhos por meio da alienação dos imóveis adquiridos, o rendimento será resultado da venda dos referidos imóveis por valor superior ao dependido para a sua aquisição.

No mínimo 75% dos recursos captados devem ser investidos em empreendimentos imobiliários. O percentual restante pode ser investido em cotas de Fundos de Aplicação Financeira, em cotas de Fundos de Renda Fixa, ou em Títulos de Renda Fixa.

O FII pode ter como administrador banco múltiplo com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, banco de investimento, sociedade corretora ou sociedade distribuidora de valores mobiliários, sociedade de crédito imobiliário, caixas econômicas e associações de poupança e empréstimo.

Conforme a Lei Federal n. 8.668/93, que dispõe sobre a constituição dos FIIs no Brasil, a instituição administradora assume o papel de agente fiduciário, adquirindo o patrimônio do Fundo em caráter fiduciário. Ou seja, os bens e direitos integrantes do patrimônio do FII, em especial os bens imóveis, são mantidos sob a propriedade fiduciária da instituição administradora, não se comunicando com o patrimônio desta.

O patrimônio de um Fundo de Investimento Imobiliário não se confunde com o patrimônio geral do Administrador, mas sim, trata-se de patrimônio especial, totalmente distinto e separado, que abrange os direitos e obrigações relativos ao Fundo detidos pelo Administrador em caráter fiduciário.

Os bens e direitos mantidos sob a propriedade fiduciária do Administrador, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicam com o seu patrimônio geral. Desta forma, tais bens e direitos não integram o ativo do Administrador, nem respondem por qualquer obrigação do mesmo. Além disso, não podem ser dados em garantia de débito, nem ser executados por qualquer credor do Administrador, nem são atingidos por sua liquidação extrajudicial.

Cabe ao administrador do FII convocar a assembléia geral, a qual compete:

- a) examinar, anualmente, as contas relativas ao Fundo, e deliberar sobre as demonstrações financeiras apresentadas pela instituição administradora;
- b) alterar o regulamento do Fundo;
- c) destituir a instituição administradora;
- d) deliberar sobre:
 - a. a substituição da instituição administradora, nos casos de renúncia, descredenciamento, destituição ou decretação de sua liquidação extrajudicial;
 - b. a emissão de novas quotas bem como aprovação do laudo de avaliação de bens, utilizados na sua subscrição;
 - c. a fusão, incorporação e cisão;
 - d. a dissolução e liquidação do Fundo, quando não prevista e disciplinada no regulamento.
- e) determinar à instituição administradora a adoção de medidas específicas de política de investimento que não importem em alteração do regulamento do Fundo, ouvido previamente o consultor de investimento, se houver.

De acordo com a Instrução 206/94 da Comissão de Valores Mobiliários, o Administrador deve divulgar as demonstrações financeiras do Fundo semestralmente, acompanhadas de parecer dos auditores independentes.

ROMANO (2006) descreve o FII como sendo um condomínio de investidores, obrigatoriamente administrado por uma instituição financeira, que figura como proprietária fiduciária dos bens integrantes do patrimônio do FII, os quais não se comunicam com o patrimônio da instituição. A legislação brasileira limita o uso destes fundos para a securitização. Eles só podem ser utilizados se (i) o objetivo do fundo for comprar, vender, alugar ou arrendar imóveis e (ii) quando se pretende estabelecer sistemas de investimento de “risco aberto”, ou seja, sem garantia de renda ou privilégios para certos investidores em relação a outros. O retorno do investimento no FII se dá através da distribuição dos resultados operacionais ou pela

venda das quotas no mercado secundário. Em casos de FII destinados a construção de imóveis, a integralização das quotas pode ser parcelada em séries.

Segundo a Lei 9.779/99, o FII é isento de impostos, inclusive Imposto de Renda, que só incide sobre as receitas financeiras obtidas com a aplicação do saldo de caixa do fundo. Para que o fundo possa ter este tratamento tributário, são estabelecidos os seguintes requisitos:

- Deve haver distribuição de 95% dos rendimentos aos quotistas, pelo menos a cada seis meses.
- Os ativos do fundo não podem ter como incorporador, construtor ou sócio, quotista que possua, isoladamente ou com pessoa a ele ligada, mais de 25% das quotas do fundo.

A CVM alerta que os Fundos de Investimento Imobiliário constituem modalidade de investimento recentemente introduzida no mercado financeiro brasileiro, ainda não tendo sido sua utilização difundida amplamente. Tal característica pode resultar em dificuldade maior de difusão desses fundos se comparados com outras modalidades de investimento disponíveis no mercado financeiro ou com outros ativos disponíveis para investimento.

Por conta dessa característica e do fato de os fundos sempre serem constituídos na forma de condomínios fechados, ou seja, sem admitir resgate de suas quotas, os titulares de quotas de Fundos de Investimento Imobiliário podem ter dificuldade em realizar a venda de suas quotas no mercado secundário.

4.1.1 Estrutura de um FII

Conforme descrito anteriormente, um FII pode desenvolver uma gama ampla de atividades, entre elas a compra, a construção ou o arrendamento de imóveis, entre outras possibilidades. Utilizando o exemplo de um fundo que decida construir um empreendimento, para alugá-lo posteriormente, teríamos uma estrutura semelhante a da figura 03:

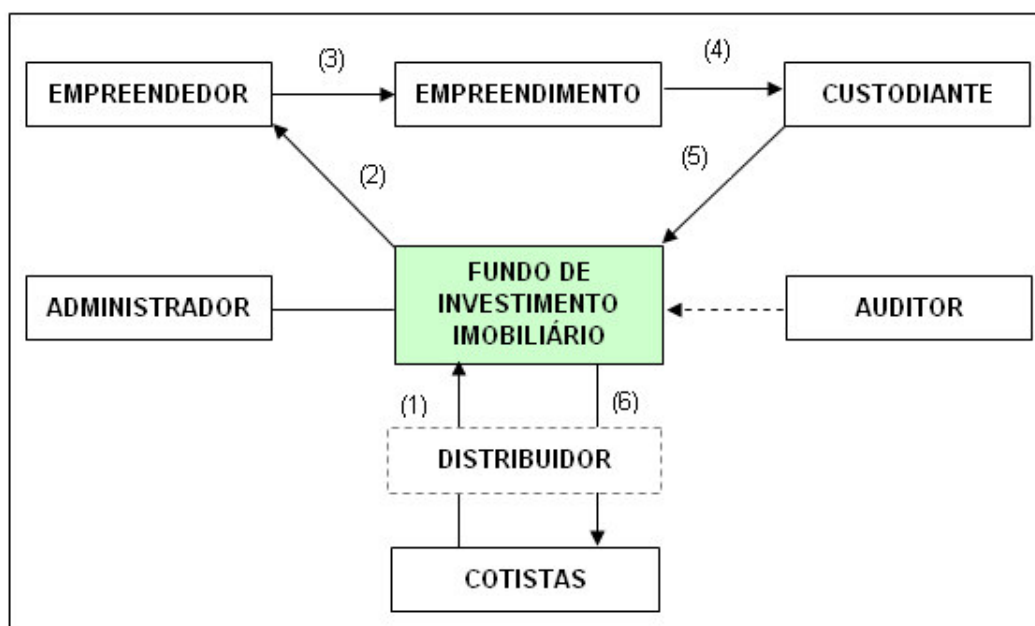


Figura 03 – Estrutura de um FII destinado à construção de imóvel

Assim, conforme a figura apresentada, a securitização de um empreendimento imobiliário via FII é feita da seguinte forma: (1) uma instituição estrutura um FII, cujo lastro será o empreendimento a ser implantado, e emite quotas desse Fundo com o objetivo de captar recursos de investidores; (2) o FII contrata o empreendedor que formatou o empreendimento para que este possa ser implantado; (3) o empreendedor implanta o empreendimento, ou contrata um construtor para implantá-lo; (4) o empreendimento em operação gera resultados operacionais que são remetidos à instituição custodiante; (5) a instituição custodiante envia os recursos para o FII (6) o FII desconta seus custos operacionais (taxa de administração, CVM, etc) e distribui os resultados aos cotistas, como forma de remuneração dos recursos investidos.

4.2 CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI)

De acordo com a lei 9.514, de 20 de novembro de 1997, o CRI é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreados em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro. Dentre as características operacionais desses títulos, destacam-se (i) a emissão em forma escritural; (ii) a

possibilidade de pagamento parcelado; (iii) a possibilidade de estipulação de taxas de juros fixas ou flutuantes; (iv) a possibilidade de previsão de reajuste; (v) o registro e negociação por meio de sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados; e (vi) a possibilidade de estipulação de garantia flutuante sobre o ativo da companhia emissora.

As emissões de CRI podem ser:

- a) residenciais: onde financiam projetos imobiliários residenciais na falta de crédito imobiliário advindo do setor financeiro ou de capital acumulado no setor;
- b) corporativas: financiam a construção de hospitais, centros de distribuição, unidades fabris, terminais logísticos, prédios de escritórios, etc. Ou seja, financiam a componente imobiliária de projetos de qualquer espécie.

Trata-se de um título de crédito que se mostra apropriado ao financiamento de médio e longo prazo, visto que de um lado, compatibiliza-se com as características das aplicações de mercado imobiliário, estando vinculado às condições dos financiamentos contratados com os tomadores, e, de outro lado, reúne as condições de eficiência necessárias à concorrência do mercado de capitais, ao conjugar a mobilidade e agilidade próprias do mercado de valores mobiliários e a segurança necessária para garantir os interesses do público investidor.

O CRI é considerado um valor mobiliário. Somente podem ser emitidos com companhias securitizadoras e seu registro e negociação são realizados por meio dos sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados.

A companhia securitizadora poderá instituir regime fiduciário sobre créditos imobiliários, a fim de lastrear a emissão de CRI, sendo agente fiduciária uma instituição financeira ou companhia autorizada para este fim pelo Banco Central e beneficiários os adquirentes dos títulos lastreados nos recebíveis objeto desse regime.

No regime fiduciário, a companhia securitizadora deve constituir patrimônio separado, integrado pela totalidade dos créditos submetidos ao regime fiduciário que

lastreiem a operação. Os créditos objeto do regime fiduciário destinam-se exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem afetados, bem como ao pagamento dos respectivos custos de administração e de obrigações fiscais. Os créditos estão isentos de qualquer ação ou execução pelos credores da companhia securitizadora.

A realização dos direitos dos beneficiários limita-se aos créditos imobiliários integrantes do patrimônio separado, salvo se tiverem sido constituídas garantias adicionais por terceiros.¹³ Em casos em que a companhia securitizadora cause algum prejuízo por descumprimento de disposição legal, esta responderá com a totalidade de seu patrimônio.

A lei 10.931/04 institui a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI). A CCI é emitida pelo credor do crédito imobiliário, e representa estes créditos. É um título executivo extrajudicial, exigível pelo valor apurado de acordo com as cláusulas e condições pactuadas no contrato que lhe deu origem.

Pelo fato de o CCI ser um título que representa créditos imobiliários, tais cédulas podem ser utilizadas para compor o CRI, propiciando, em certos casos, agilidade e economia na estruturação da operação. A figura 04 ilustra a criação do CRI a partir de um CCI.

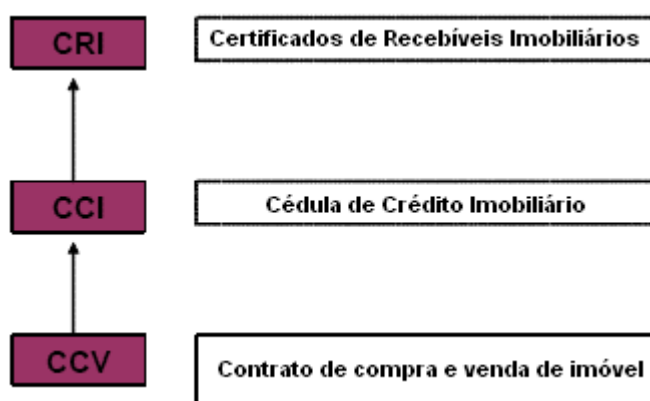


Figura 04 – Estruturação de um CRI a partir de CCI
Fonte: Adaptado de MOODY'S (2004)

¹³ Ver estruturas de reforço de crédito.

4.2.1 Estrutura de uma emissão de CRI

A Figura 04 detalha a estrutura básica de uma securitização de recebíveis imobiliários, criada no mercado de securitização norte americano sendo até hoje a de maior utilização, embora tenham surgido variações a partir dela.

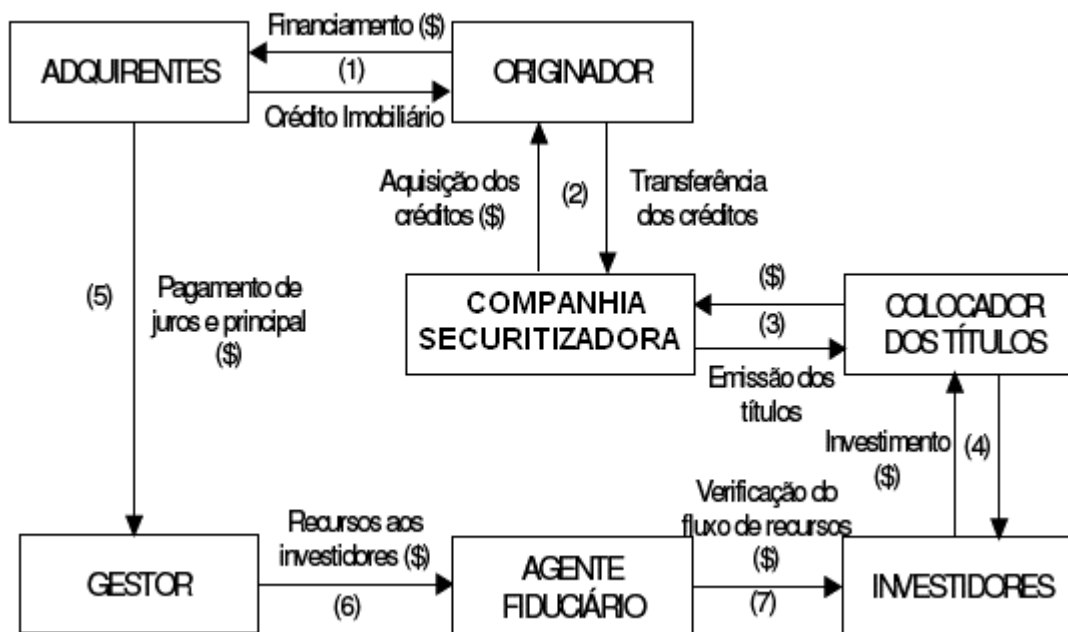


Figura 05– Estrutura Básica de emissão de CRI

Fonte: Adaptado de MAFRA (2006, p. 19)

Segundo MAFRA (2006), essa estrutura básica é chamada de “pass-through” em que cada título representa uma fração da carteira de créditos e, portanto, receberá uma parcela equivalente do fluxo de receita gerado pela carteira. Dessa forma, se o fluxo de receitas da carteira é mensal, os títulos também receberão pagamentos mensais.

De acordo com estrutura de securitização ilustrada pela Figura 05, descreve-se as seguintes etapas contidas em uma operação de securitização:

(1) Créditos imobiliários são originados pela transação de compra de um imóvel. O originador financia o comprador do imóvel, passando a ter créditos a receber do adquirente. São os compradores de imóveis; (2) O originador cede ou transfere seus créditos a uma Companhia Securitizadora, onde os títulos serão

emitidos. O originador recebe os recursos pela venda; (3) A Companhia securitizadora emite uma única série de títulos de investimento lastreados nos recebíveis imobiliários de sua propriedade, cujas características relativas a pagamentos e prazos serão de acordo com a estrutura da operação; (4) O colocador distribui os títulos junto aos investidores e remete os recursos provenientes da venda à Companhia Securitizadora. São Bancos, corretoras, ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários (DTVM); (5) Periodicamente, os adquirentes do imóvel pagam juros e parte do valor a ser amortizado, referente ao financiamento imobiliário; (6) O gestor recebe os recursos do adquirente e envia aos investidores, além de relatórios de controle da operação. Empresa de gestão de créditos; (7) O agente fiduciário verifica o fluxo dos recursos, além de todos os relatórios de controle junto ao gestor, preservando os interesses dos investidores.

4.3 FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDC)

Em 29.11.2001 foi editada a resolução 2.907 criando os “Fundos de Investimento em Direitos Creditórios” (FIDC) e os “Fundos de Aplicação em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FICFIDC). Em seguida, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, tendo em vista regulamentar sua constituição e funcionamento, baixou a instrução 356 em 07.12.2001, sendo esta modificada pela Instrução 393 de 22.07.2003.

Os FIDC funcionam como um fundo mútuo de investimento tradicional, e são classificados pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID), como instrumentos de renda fixa. Os FIDC são direcionados apenas a investidores qualificados. De acordo com o artigo 109 da instrução CVM 409 são considerados investidores qualificados:

- Instituições financeiras;
- Companhias seguradoras e sociedades de capitalização;
- Pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado;

- Fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; E administradores de carteiras e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.

Os fundos de recebíveis podem ser constituídos sob a forma de condomínio aberto ou fechado. O condomínio aberto possibilita o resgate das cotas a qualquer momento, observado um prazo de carência que pode variar de 30 a 90 dias após o pedido. No condomínio fechado, as aplicações somente podem ser realizadas dentro de um cronograma a ser determinado no regulamento do fundo, e o seu resgate, quando do término do prazo e liquidação do fundo podendo ocorrer, desde que disposto no regulamento do fundo amortizações programadas ou eventuais.

Os recursos obtidos através da distribuição das cotas deverão ser, necessariamente aplicados em direitos creditórios ou títulos representativos destes direitos, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, respeitando os seguintes critérios de concentração:

- a) mínimo de 50% aplicados em direitos creditórios, podendo o restante ser aplicado em títulos de emissão do Tesouro Nacional, títulos de emissão do Banco Central do Brasil, créditos securitizados pelo Tesouro Nacional, títulos de emissão de estados e municípios, certificados e recibos de depósito bancário e demais títulos, valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa, exceto cotas do Fundo de Desenvolvimento Social (FDS);
- b) direitos creditórios contra uma mesma pessoa física ou jurídica, não podendo exceder 10% do patrimônio líquido do fundo;
- c) direitos creditórios contra uma mesma instituição financeira não podem exceder 20% do patrimônio líquido do fundo.

Os ativos de um FIDC, segundo MOODY'S (2004), geralmente são compostos por uma cesta de ativos, os quais podem ser duplicatas mercantis, financiamento a veículos, carteira imobiliária, empréstimos pessoais e empréstimos

a pessoas jurídicas. Para manter a liquidez, os FIDC costumam manter uma porção de ativos de liquidez imediata¹⁴.

Todos os ativos do fundo devem ser classificados por agência de rating em funcionamento no país. É permitido ao fundo a emissão de cotas com classificação de risco distintas¹⁵. Cabe ressaltar que os FIDC que possuem recebíveis imobiliários como ativos-lastro ainda representam volume inexpressivo se comparado aos demais.

Segundo MOODY'S (2004), todo FIDC deve ter um administrador, o qual age por ordem e conta do fundo, sendo portanto cível e criminalmente responsável por tais atos. Geralmente, as responsabilidades de um Administrador de FIDC incluem:

- a) contratar todos os prestadores de serviço do FIDC, incluindo aqueles de auditoria legal, gestão de ativos e rating;
- b) conduzir toda a comunicação do FIDC para com os cotistas, como o envio de relatórios trimestrais.
- c) conduzir toda a comunicação do FIDC com as partes externas, como a CVM.

Se decidido pela maioria dos cotistas do Fundo, o administrador pode ser substituído, a partir de uma notificação formal, na qual conste os motivos de tal pedido.

A administração do fundo pode ser exercida por banco múltiplo, por banco comercial, pela Caixa Econômica Federal, por banco de investimento, por sociedade de crédito, financiamento e investimento, por sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários.

Os FIDC também contam com a figura do custodiante, o qual é responsável, entre outras tarefas, por:

¹⁴ Geralmente composto por caixa, títulos de emissão do Tesouro Nacional, títulos de emissão do Banco Central do Brasil; créditos securitizados pelo Tesouro Nacional; e certificados e recibos de depósito bancário de instituições financeiras.

¹⁵ Ver Estruturação de Reforço de Crédito.

- a) verificar diariamente, que todos os recebíveis comprados pelo FIDC estão de acordo com os critérios de elegibilidade estabelecidos no regulamento do FIDC;
- b) administrar e realizar todas as atividades operacionais do Fundo;
- c) executar todas as funções contábeis, incluindo o preparo das demonstrações financeiras mensais e anuais;
- d) calcular diariamente o valor das cotas e do patrimônio do fundo;
- e) monitorar a qualidade do crédito da carteira de recebíveis adquiridos pelo FIDC, incluindo o envio de notificação de pagamento aos tomadores de os empréstimos;
- f) atuar como fiel depositário de todos os contratos que lastreiam os recebíveis cedidos ao FIDC.

4.3.1 Estrutura de um FIDC

A figura 06 ilustra uma estrutura típica de um FIDC para empréstimo consignado.

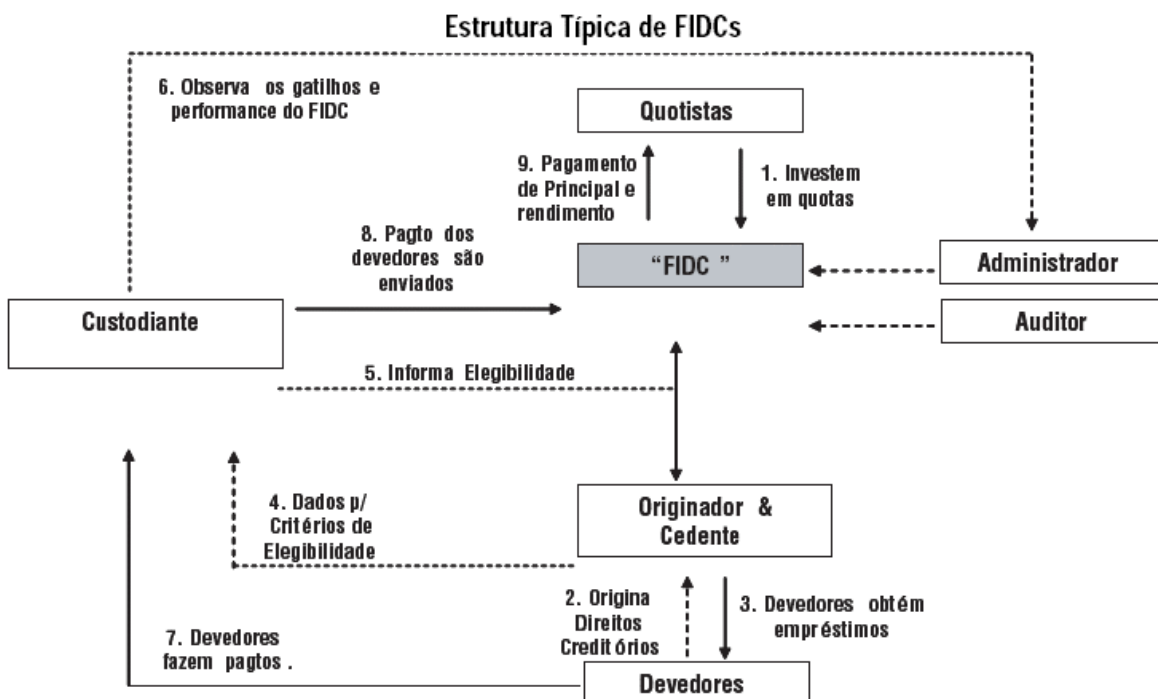


Figura 06 - Estrutura típica de um FIDC
 Fonte: Relatório Especial Moody's (2004, p. 5)

5 MÉTODO DE PESQUISA

A metodologia a ser utilizada neste trabalho será do tipo exploratório-descritiva. Exploratória, pois busca estabelecer uma visão geral do problema. Descritiva, pois é conduzida de forma a apresentar as características do objetivo do estudo exatamente de forma em que se encontram. Segundo ANDRADE (1999), a pesquisa descritiva tem o objetivo de registrar, analisar, classificar e interpretar os fatos sem que ocorra a interferência do pesquisador sobre eles.

Inicialmente foi feita uma pesquisa para reunir as informações e dados necessários ao desenvolvimento do trabalho. Para a coleta, foram utilizados diferentes instrumentos:

- a) documentos: a coleta de dados baseadas em documentos consiste na verificação de dados publicados em cartas, comunicados, prospectos distribuídos ao mercado e relatórios de agências de rating;
- b) registro em arquivos: são apresentações feitas por entidades do setor;
- c) entrevista informal: foram feitas entrevistas informais com o gestor de carteiras do Banco Cooperativo Sicredi S.A., para a obtenção de uma visão geral do mercado e dos fatos que o envolvem;
- d) fontes secundárias de dados: livros, sites da internet, textos de dissertação de mestrado, monografias de graduação e papers.

Após a coleta de dados, será elaborado um estudo para analisar as possibilidades de investimento no mercado imobiliário via mercado de capitais.

6 COMPARATIVO

Este comparativo tem como foco quatro aspectos: rentabilidade, liquidez, tributação e concentração do risco. O objetivo é verificar como as opções de investimento apresentadas neste trabalho se diferenciam e quais as vantagens e desvantagens que apresentam entre si.

6.1 RENTABILIDADE

A análise da rentabilidade tem por objetivo verificar o retorno oferecido, no passado, pelos investimentos objeto deste estudo. A observação teve início em julho de 2005, pois este é o primeiro mês disponível para consulta no banco de dados da CVM.

6.1.1 FII

A escolha dos FII teve como propósito representar diversos segmentos do setor imobiliário, e como critério, foram selecionados aqueles distribuídos através de oferta pública. Os fundos são: FII ABC Plaza Shopping (comércio varejista), FII Europar (galpões comerciais), FII Continental Square Faria Lima (hotel e escritórios) e FII Edifício Almirante Barroso (escritórios).

MÊS	FII ABC PLAZA SHOPPING	FII EUROPAR	FII CONTINENTAL SQUARE FARIA LIMA	FII ED ALMIRANTE BARROSO
jul-05	0,63%	1,45%	0,33%	1,32%
ago-05	-0,23%	1,41%	0,39%	1,33%
set-05	-0,30%	1,41%	0,41%	1,33%
out-05	-0,45%	1,38%	0,02%	1,33%
nov-05	-0,46%	1,41%	0,16%	1,33%
dez-05	2,12%	1,41%	0,16%	1,32%
jan-06	-2,79%	1,40%	0,21%	1,33%
fev-06	-0,15%	1,25%	-6,27%	1,32%
mar-06	-0,34%	1,43%	-0,35%	1,33%
abr-06	0,00%	1,38%	-0,29%	1,34%
mai-06	-0,10%	1,44%	-0,37%	1,34%
jun-06	-0,15%	1,44%	-0,41%	1,34%
jul-06	3,27%	1,46%	-0,32%	1,34%
ago-06	-0,78%	1,26%	-0,47%	1,35%
set-06	3,35%	1,42%	-0,39%	1,34%
out-06	0,00%	1,45%	-0,25%	1,34%
nov-06	2,91%	1,45%	-0,53%	1,34%
dez-06	0,47%	1,47%	-0,39%	1,34%
jan-07	0,00%	1,46%	-0,38%	1,34%
fev-07	-0,04%	1,12%	-0,20%	1,34%
mar-07	2,89%	1,50%	-0,28%	1,35%
abr-07	3,01%	1,45%	-0,37%	1,35%
PERÍODO	13,38%	35,85%	-9,34%	33,90%
ÚLTIMOS 12 MESES	15,71%	18,30%	-4,27%	17,35%

Tabela 02 – Rentabilidade dos FII

Fonte: CVM

6.1.2 CRI

Os CRI são geralmente remunerados por uma taxa pré-fixada, e corrigidos pela variação do IGP-M (Índice Geral de Preços de Mercado), divulgado pela Fundação Getúlio Vargas. A utilização do IGP-M como índice de correção da maioria das emissões de CRI é justificada por este indicador ser utilizado na correção de aluguéis. No entanto, uma parcela reduzida de CRI possui remuneração atrelada a outros indicadores, como, por exemplo, a taxa dos Depósitos Interfinanceiros - DI, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, a Taxa de Câmbio - Ptax ou a Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP.

A tabela 03 mostra a evolução do IGP-M no período analisado:

MÊS	IGP-M	MÊS	IGP-M
jul-05	-0,34%	jun-06	0,75%
ago-05	-0,65%	jul-06	0,18%
set-05	-0,53%	ago-06	0,37%
out-05	0,60%	set-06	0,29%
nov-05	0,40%	out-06	0,47%
dez-05	-0,01%	nov-06	0,75%
jan-06	0,92%	dez-06	0,32%
fev-06	0,01%	jan-07	0,50%
mar-06	-0,23%	fev-07	0,27%
abr-06	-0,42%	mar-07	0,34%
mai-06	0,38%	abr-07	0,04%
		PERÍODO	4,47%
		ÚLTIMOS 12 MESES	4,75%

Tabela 03 – Variação do IGP-M

Fonte: FGV

A taxa pré-fixada depende de dois principais fatores: o rating atribuído ao título e a taxa de juros praticada no mercado, no momento da emissão. A bovespa divulga as taxas, bem como o volume de cada emissão. Com estes dados, é possível verificar qual a distribuição dos volumes, em função das taxas:

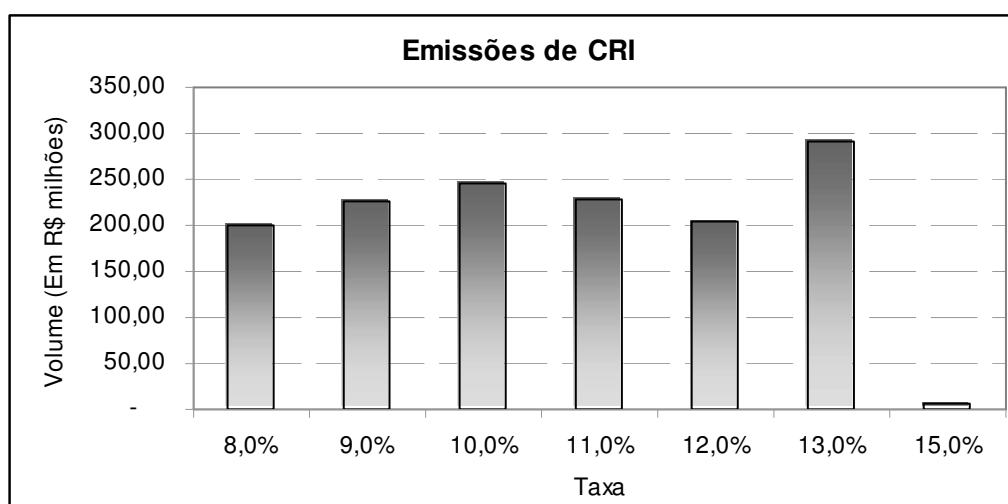


Gráfico 05 – Taxas pré-fixadas de CRI

Fonte: FGV

Percebe-se que a quase totalidade das emissões paga taxas entre 8% e 13%. A tabela 04 reúne a variação do IGP-M com as taxas pré-fixadas, para se chegar à rentabilidade dos títulos:

TAXA	RENTABILIDADE	
	PERÍODO	ÚLTIMOS 12 MESES
8%	12,83%	13,13%
9%	13,87%	14,18%
10%	14,92%	15,23%
11%	15,96%	16,27%
12%	17,01%	17,32%
13%	18,05%	18,37%

Tabela 04 – Rentabilidade dos CRI

6.1.3 FIDC

Os FIDC selecionados são os dois únicos registrados na CVM que tem como finalidade a aquisição de recebíveis imobiliários. São eles: GP Aetatis II FIDC Imobiliários e Opportunity FIDC Imobiliários.

MÊS	GP AETATIS II FIDC IMOBILIARIOS	OPPORTUNITY FIDC IMOBILIARIOS
jul-05	0,94%	1,03%
ago-05	1,20%	0,68%
set-05	0,69%	0,98%
out-05	1,37%	1,24%
nov-05	1,26%	1,56%
dez-05	1,57%	1,45%
jan-06	1,65%	1,07%
fev-06	0,75%	1,00%
mar-06	1,00%	1,66%
abr-06	0,48%	0,89%
mai-06	1,29%	1,00%
jun-06	1,43%	-42,47%
jul-06	1,01%	1,48%
ago-06	1,18%	1,28%
set-06	1,00%	1,31%
out-06	1,13%	1,63%
nov-06	1,17%	0,66%
dez-06	1,05%	1,19%
jan-07	1,18%	1,11%
fev-07	-21,57%	1,19%
mar-07	-3,30%	0,78%
abr-07	1,01%	1,92%
PERÍODO	-5,28%	-26,17%
ÚLTIMOS 12 MESES	-15,01%	-34,18%

Tabela 05 – Rentabilidade dos FIDC

Fonte: CVM

6.2 LIQUIDEZ

Este comparativo entre a liquidez dos investimentos procura demonstrar, primeiramente, quais os aspectos da legislação que geram barreiras de entrada aos investidores e aos negócios no mercado secundário. Em seguida, faz-se uma análise do volume de emissões primárias e dos volumes transacionados no mercado secundário. As emissões primárias são comparadas com o volume total registrado na CVM, que inclui, entre outros ativos: ações, debêntures, notas promissórias, além dos que são objeto do estudo.

6.2.1 FII

Qualquer investidor, desde que possua os recursos disponíveis, pode aplicar em FII. A única barreira de entrada é o valor mínimo da aplicação. Este valor é definido pelo administrador do fundo. Os valores mínimos de investimentos variam, sendo a cota mínima de investimento a partir de R\$ 1.000,00 (um mil reais), de acordo com AMATO, TAKAOKA, ROCHA LIMA JR. e SECURATO (2005).

O fato de os fundos sempre serem constituídos na forma de condomínios fechados, ou seja, sem admitir resgate de suas quotas, faz com que os titulares de cotas de Fundos de Investimento Imobiliário possam vir a ter dificuldade em realizar a venda de suas quotas, o que somente pode ser feito no mercado secundário.

Emissões e mercado secundário: o gráfico 05 retrata a expansão das emissões verificada entre 2000 e 2002, quando ultrapassaram um bilhão de reais. Em 2003 e 2004, os volumes não ultrapassaram 300 milhões de reais, atingindo inexpressivos 35 e 73 milhões em 2005 e 2006, respectivamente. Até março de 2007, o total de emissões já ultrapassava os 200 milhões de reais, o que pode indicar uma recuperação da atratividade dos FII junto aos investidores e aos empreendedores.

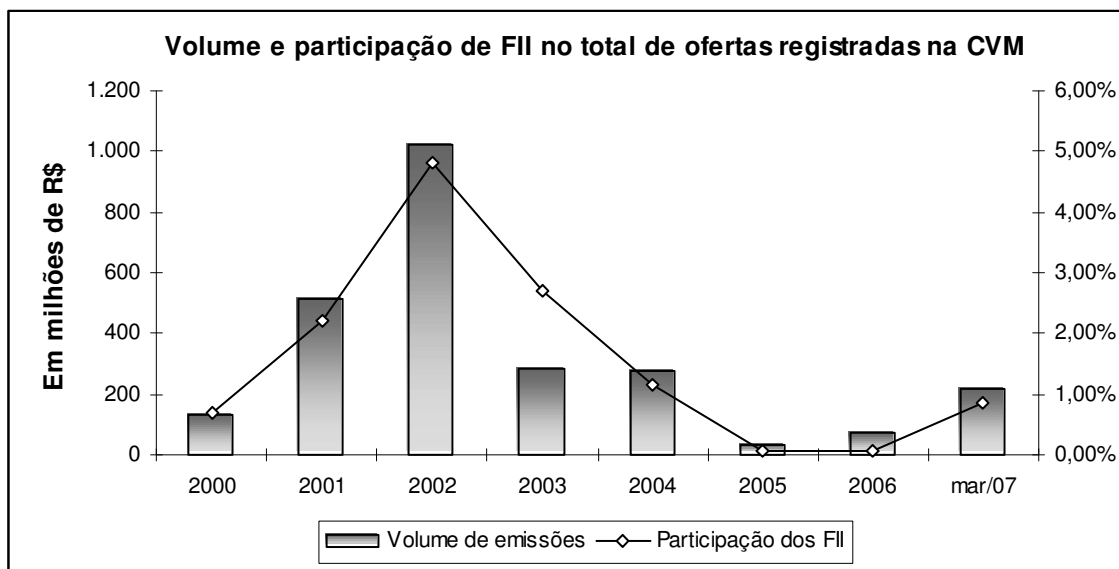


Gráfico 05 - Volume e participação de FII no total de ofertas registradas na CVM.

Fonte: CVM

A representatividade em relação ao total das emissões registradas na CVM, atingiu um pico de 4,8% em 2002. Porém, mantém-se próximo ou abaixo de 1% desde 2004, comprovando a o baixo nível de interesse do mercado nestes ativos, se comparado com as demais opções disponíveis no mercado financeiro.

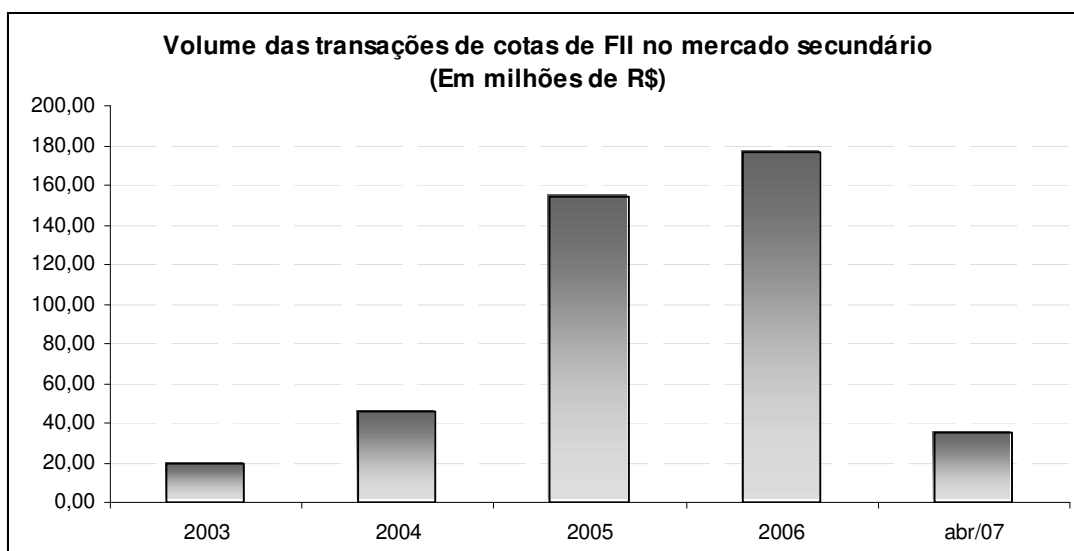


Gráfico 06 - Volume das transações de cotas de FI no mercado secundário.

Fonte: BOVESPA

6.2.2 CRI

A Instrução CVM 284, de 24 de julho de 1998, dizia que somente CRI com valor nominal mínimo de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) poderia ser objeto de distribuição pública. Portanto, para que um investidor comprasse um CRI, objeto de distribuição pública, deveria dispor de no mínimo R\$ 300.000,00.

Entretanto, em 30 de dezembro de 2004, a CVM editou a Instrução 414, revogando a Instrução CVM 284. O principal objetivo da nova instrução é regular a oferta pública de distribuição de certificados de recebíveis imobiliários e o registro de companhia aberta das companhias securitizadoras. De acordo com a Instrução CVM 414, somente poderá ser iniciada uma oferta pública de CRIs se o registro de companhia aberta da securitizadora estiver atualizado e tiver sido concedido o registro pela CVM. Dentre as disposições da Instrução CVM 414 acerca da oferta pública, destacam-se as seguintes:

- É dispensada a participação de instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários a que se refere o artigo 15 da Lei do Mercado de Valores Mobiliários, caso o valor nominal unitário do certificado de recebível imobiliário a ser colocado seja igual ou superior a R\$300.000,00;
- Nas distribuições de certificados de recebíveis imobiliários com valor nominal unitário inferior a R\$300.000,00, exige a instrução que os créditos que lastreiam a emissão (i) estejam sob regime fiduciário; (ii) sejam originados de imóveis com “Habite-se” concedido pelo órgão administrativo competente e, além disso, deve ser respeitado o limite máximo de 0,5% dos créditos por devedor;
- Se os créditos lastro dos certificados de recebíveis imobiliários forem decorrentes da aquisição ou promessa de aquisição de unidades imobiliárias vinculadas a incorporações objeto de financiamento, para que seja concedido registro deverá ser comprovada a constituição de patrimônio de afetação¹⁶ a que faz referência a Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964;
- É facultada a obtenção do registro provisório para a distribuição dos certificados de recebíveis imobiliários se o seu valor nominal unitário for igual ou superior a R\$300.000,00. Porém, caso o pedido de registro definitivo não seja formulado até o 30º dia do mês subsequente ao da concessão do registro provisório, este último será automaticamente cancelado;

¹⁶ Consiste na adoção de um patrimônio próprio para cada empreendimento, que passa a ter a sua própria contabilidade, separada das operações da incorporada / construtora, o que confere segurança aos adquirentes quanto à destinação dos recursos aplicados na obra.

- O registro definitivo será cancelado se a companhia não proceder à formalização do termo de securitização ou não prestar garantia aos detentores dos certificados de recebíveis imobiliários, nos termos do artigo 7º, §5º da Instrução CVM nº 414.
- É facultado o desdobramento dos certificados de recebíveis imobiliários 18 meses após a data do encerramento da oferta, de modo que o valor nominal unitário do certificado de recebível imobiliário passe a ser inferior a R\$300.000,00, desde que observados os requisitos da Instrução CVM 414.

Ainda segundo a Instrução CVM 414, destaca-se que nas ofertas públicas de distribuição de CRI de valor nominal unitário inferior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) será obrigatório ao menos um relatório de agência classificadora de risco atribuído ao CRI.

Além disso, sempre que for elaborado relatório de classificação de risco, será obrigatória a sua atualização, pelo menos, a cada período de 3 (três) meses, admitindo-se, nas ofertas e na negociação de CRI de valor nominal unitário igual ou superior a R\$ \$ 300.000,00 (trezentos mil reais), que o Termo de Securitização de Créditos exclua esta obrigação.

Outra evolução que contribuiu para a melhoria na liquidez do CRI foi a Resolução CMN 3.155/2003, na qual fica estabelecido que agentes do SBPE podem conceder carta de garantia de recompra aos investidores do CRI. Em contrapartida à garantia de aquisição, as instituições financeiras poderão computar, no direcionamento dos depósitos de poupança de que trata a Resolução 3.005/02, até 35% do valor das cartas de garantia de aquisição. Até então, o investidor dependia apenas do mercado secundário para negociar o título.

Emissões e mercado secundário: o gráfico 07 demonstra o volume anual de emissões primárias de CRI no mercado brasileiro, bem como a sua participação no total de ofertas primárias registradas na CVM. O volume de emissão de CRI apresentou uma queda de 50% em 2006, comparado com 2005. Segundo MOODY'S (2007), o ano de 2005 foi impulsionado por uma única operação que representou cerca da metade de todo o volume de emissão. O número de emissões de CRI aumentou em 117% quando comparado a 2005, incluindo-se 31 emissões de pequeno porte pela Cibrasec (Companhia Brasileira de Securitização). A quantidade de emissores de CRI também aumentou, de 8 em 2005 para 18 em 2006, impulsionados por novos participantes do mercado, ou por antigos que criaram

novas companhias. A quantidade de operações de CMBS representou cerca de 60% do volume de CRIs emitidos durante 2006.

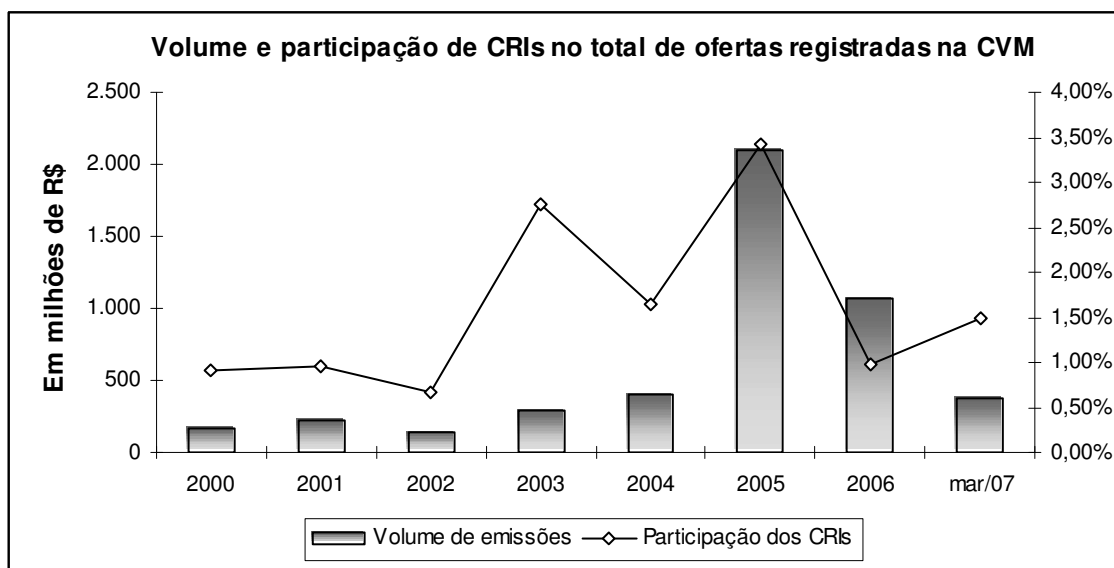


Gráfico 07 - Volume e participação dos CRIs no total de ofertas registradas na CVM.

Fonte: CVM

No que diz respeito a participação dos CRI no volume total de emissões, o gráfico 07 demonstra que o ativo ainda não tem representatividade considerável, oscilando entre 1% e 3,5% do total registrado na CVM.

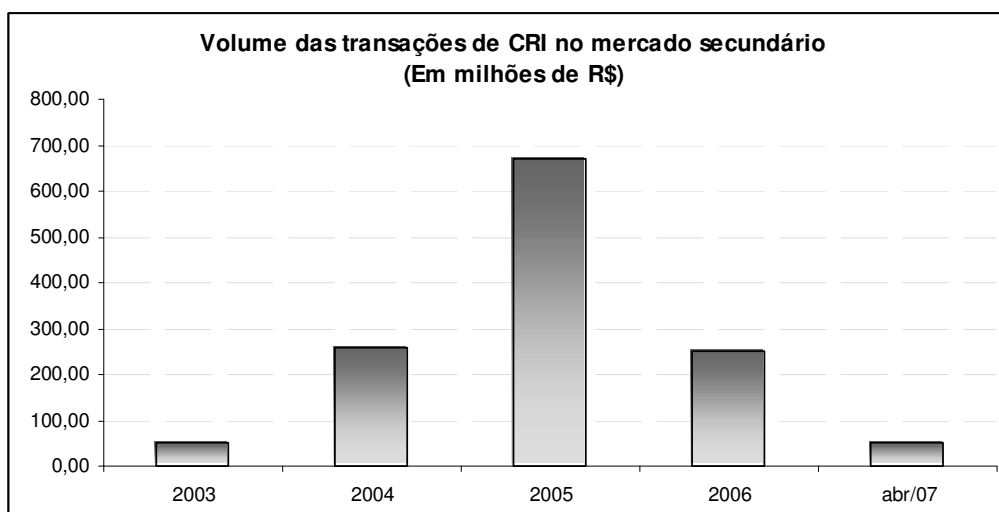


Gráfico 08 - Volume e das transações de CRI no mercado secundário.

Fonte: BOVESPA

6.2.3 FIDC

Os FIDC somente poderão receber aplicações, bem como ter cotas negociadas no mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor qualificado. De acordo com o artigo 109 da instrução CVM 409 são considerados investidores qualificados:

- a) instituições financeiras;
- b) companhias seguradoras e sociedades de capitalização;
- c) pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado;
- d) fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; E administradores de carteiras e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.

Emissões e mercado secundário: o gráfico 09 demonstra a crescente popularidade dos FIDC no mercado brasileiro. Segundo MOODY'S (2007), o incremento do volume de emissões está relacionado com os FIDC lastreados por financiamento de veículos e empréstimos ao consumo, que tiveram crescimento expressivo entre 2005 e 2006.

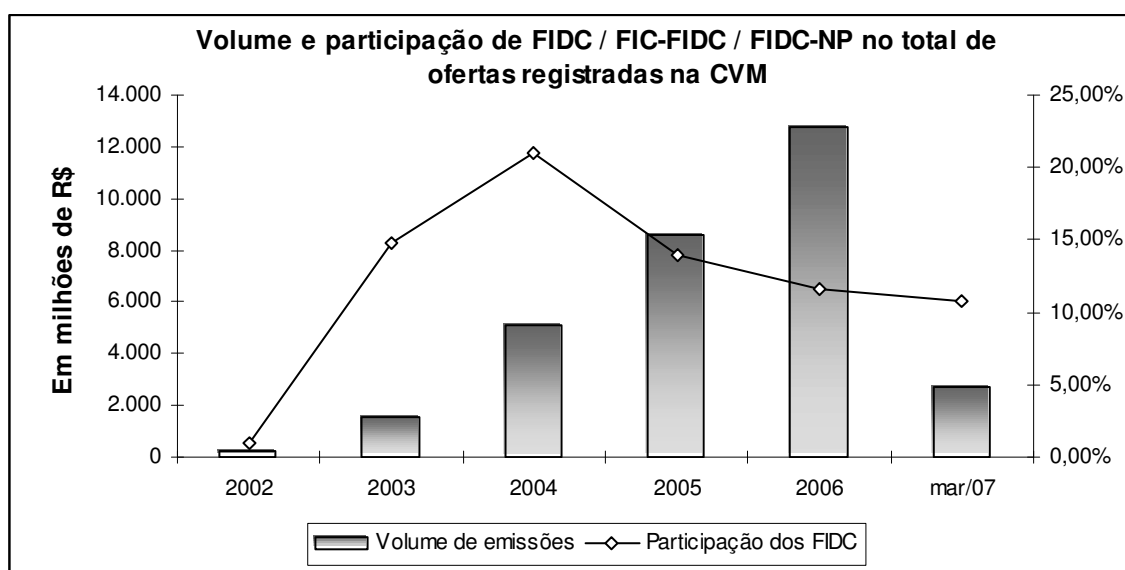


Gráfico 09 - Volume e participação de FIDC no total de ofertas registradas na CVM.

Fonte: CVM

A participação no total de emissões, que teve um pico de 21% em 2004, vem reduzindo-se desde então. Porém, mantém-se acima de 10% desde 2003. Cabe salientar que o volume de FIDC baseados em ativos imobiliários representa uma parcela bastante reduzida das emissões de FIDC: de acordo com a CVM, apenas dois FIDC tem com finalidade específica a exploração de imóveis.

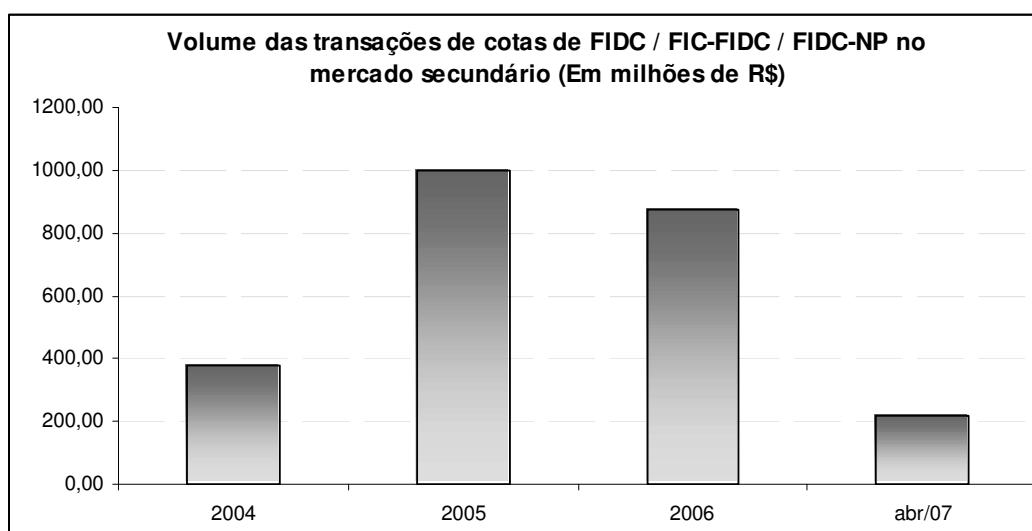


Gráfico 10 - Volume das transações de cotas de FIDC / FIC-FIDC / FIDC-NP no mercado secundário

Fonte: BOVESPA

6.3 TRIBUTAÇÃO

O retorno, e conseqüentemente a atratividade dos investimentos está relacionado ao volume de impostos atribuídos a eles. Os investidores pessoa física estão sujeitos a dois impostos, além da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira – CPMF, em suas aplicações, são eles: o Imposto Sobre Operações Financeiras – IOF e o Imposto de Renda – IR.

Imposto sobre operações financeiras – IOF: de acordo com a Portaria 264 do Ministério da Fazenda, as operações realizadas no mercado de renda fixa e o resgate de cotas de fundo de investimento tem incidência de IOF, sob a forma de alíquota regressiva. Há, portanto, decréscimo de alíquotas conforme o tempo de

permanência no investimento, culminando a alíquota zero para períodos iguais ou superiores a trinta dias.

Imposto de Renda

- a) **FII:** os rendimentos distribuídos mensalmente aos quotistas pessoa física são isentos de Imposto de Renda, desde que o FII possua pelo menos 50 quotistas e desde que o quotista não detenha mais de 10% da totalidade das quotas emitidas pelo fundo ou cujas cotas lhe dêem direito ao recebimento de rendimento superior a 10% do total de rendimentos auferidos pelo fundo.
- b) **CRI:** ficam isentos de imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, a remuneração produzida por certificados de recebíveis imobiliários.
- c) **FIDC:** de acordo com a Lei 11.033, os rendimentos relativos às aplicações financeiras em FIDC são sujeitos à incidência de imposto de renda na fonte, de acordo com as seguintes alíquotas:
 - 22,5% (vinte e dois e meio por cento) para investimentos em períodos de até 180 (cento e oitenta) dias;
 - 20% (vinte por cento) para investimentos de períodos entre 181 (cento e oitenta e um) à 360 (trezentos e sessenta) dias;
 - 17,5% (dezessete e meio por cento) para investimentos de período entre 361 (cento e oitenta e um) à 720 (setecentos e vinte) dias, e
 - 15% (quinze por cento) para investimentos de período superior à 720 (setecentos e vinte) dias.

6.4 CONCENTRAÇÃO DO RISCO

As três opções de investimento apresentam possibilidades diferentes de formatação de portfólio. A legislação define percentuais de ativos que os fundos devem ter em carteira, e a vinculação que os CRI devem ter com o ativo que lastreia o título.

6.4.1 FII

A Instrução CVM 205 determina a proporção do PL do fundo que deve ser aplicada em ativos imobiliários:

Art. 6º - Uma vez constituído e autorizado o funcionamento do Fundo, admitir-se-á que parcela de seu patrimônio que, temporariamente, não estiver aplicada em empreendimentos imobiliários seja investida em quotas de Fundos de Aplicação Financeira, em quotas de Fundos de Renda Fixa, e/ou em Títulos de Renda Fixa de livre escolha do administrador.

Parágrafo único - A parcela de que trata o "caput" deste artigo não poderá ultrapassar o equivalente a 25% (vinte e cinco por cento) do valor total das quotas emitidas pelo Fundo, salvo se expressamente autorizado pela CVM, mediante justificativa do administrador do Fundo.

ROCHA LIMA (1994), afirma que o FII possui flexibilidade na alocação dos recursos: pode-se captá-los no mercado, para decidir posteriormente a forma de aplicação. Além disso, é possível fazer um portfólio com frações de imóveis, ou com CRI de diversos imóveis, o que contribui para a diluição do risco.

A legislação não impõe valor mínimo para as cotas, tampouco qualificações do investidor que deseja aplicar no fundo. Desta forma, o investimento mínimo em um FII é determinado pelo administrador do fundo, que estipula um investimento mínimo.

6.4.2 CRI

A Lei 9.514/97 determina que:

Art 8º - A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos:

I - a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a individualização do imóvel a que esteja vinculado e indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva

matrícula, bem como o número do registro do ato pelo qual o crédito foi cedido;

Desta forma, o lastro do CRI é determinada já na sua emissão. Ainda que este lastro possa ser composto por diferentes imóveis, ele será o mesmo até o vencimento do título.

6.4.3 FIDC

A Instrução 356 da CVM determina que:

Art. 40 - O FIDC deve manter após 90 (noventa) dias do início das atividades do fundo, no mínimo 50% de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios.

Parágrafo I - Observado o disposto no "caput" deste artigo, o FIDC pode aplicar o remanescente de seu patrimônio líquido em títulos de emissão do Tesouro Nacional, títulos de emissão do Banco Central do Brasil, créditos securitizados pelo Tesouro Nacional, títulos de emissão de estados e municípios, certificados e recibos de depósito bancário e demais títulos, valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa, exceto cotas do Fundo de Desenvolvimento Social (FDS).

Os FIDC apresentam grande flexibilidade na formação de sua estrutura de ativos, tanto pela diversidade de recebíveis que podem ser utilizados como lastro, quanto pelo percentual mínimo de 50% para estes ativos.

7 Considerações Finais

O presente trabalho teve como objetivo realizar uma pesquisa sobre a securitização de recebíveis imobiliários, apresentando e comparando as possibilidades de investimento no setor imobiliário, através do mercado de capitais.

Do ponto de vista do risco envolvido no investimento, conclui-se que todas as opções possuem estruturas jurídicas que garantem aos investidores a proteção de seu capital. Os CRI e os FIDC, no entanto, oferecem diversas estruturas de reforço de crédito, que permitem, por exemplo, que investidores mais avessos aos riscos adquiram cotas, ou títulos, sênior. Nos FII, em função da legislação, todos os cotistas devem estar expostos aos mesmos riscos e retornos.

Com relação à rentabilidade, os FIDC de base imobiliária apresentaram rentabilidade negativa acentuada, no período analisado. Os CRI obtiveram rentabilidades entre 12,83% e 18,05%, dependendo da taxa pré-fixada estabelecida. Entre os quatro FII analisados, um obteve rentabilidade negativa, um teve retorno de 13,38% e dois tiveram rentabilidade superior a 30%. Conclui-se, portanto, que investidores que desejem investimento de maior volatilidade e com ganhos potenciais maiores, devem optar pelos FII, enquanto investidores que desejem menor exposição à variação das taxas devem optar pelos CRI.

No que diz respeito à facilidade de efetuar o investimento e de negociar os ativos no mercado secundário, os FII não impõe restrições a investidores, no entanto, é um mercado ainda incipiente, e como se tratam de condomínios fechados, os investidores devem recorrer a um mercado secundário de baixo volume de negócios para vender suas cotas. Os CRI tem como barreira de entrada o valor mínimo de R\$ 300 mil, na maioria das emissões. Os títulos podem ter garantia de recompra por instituição financeira, o que é um diferencial em relação aos demais investimentos analisados. Os FIDC, por sua vez, podem ter como compradores de suas cotas somente investidores qualificados, e podem ser estruturados na forma de condomínios abertos ou fechados. Cabe a ressalva de que atualmente existem

apenas dois FIDC de base imobiliária no Brasil, o que restringe sobremaneira a possibilidade de venda das cotas no mercado secundário.

A análise da tributação demonstra que os FII (nos casos previstos na legislação), e os CRI levam vantagem sobre os FIDC, por serem isentos de IR. Os FIDC ficam sujeitos a uma tabela, com alíquotas decrescentes em função do prazo do investimento. Os três ativos comparados possuem alíquotas semelhantes de IOF.

Quanto a concentração do risco, os CRI são lastreados exclusivamente por recebíveis imobiliários. Os FII devem ter 75% do PL aplicado em ativos de base imobiliária, e os FIDC devem alocar 50% do PL em recebíveis de qualquer natureza. Desta forma, os FIDC apresentam maior flexibilidade do que as demais opções analisadas, no que tange à alocação dos recursos.

Conclui-se que, para um investidor pessoa física que deseje investir no mercado imobiliário através do mercado de capitais, os FII e os CRI apresentam-se como alternativas mais atraentes, em função, principalmente da rentabilidade e da tributação. Os CRI possuem a vantagem da garantia de recompra, enquanto os FII são mais acessíveis para pequenos e médios investidores. Os FII apresentam rentabilidades bastante voláteis, e em alguns casos mais altas, enquanto a rentabilidade dos CRI é parte pré-fixada e parte atrelada a um indicador, principalmente o IGP-M. Ambos são isentos de IR, e possuem as mesmas alíquotas de IOF. Desta forma, a decisão de investimento será baseada na exposição à volatilidade que o investidor está disposto a assumir, na necessidade de se reaver o capital investido no curto e médio prazo e no volume de capital disponível para se realizar a aplicação.

REFERÊNCIAS

ANBID. Disponível em <www.anbid.com.br>. Acesso em 10/10/2006.

AMATO, Fernando B.; TAKAOKA, Marcelo V.; ROCHA LIMA JR., João da; SECURATO, José Roberto. **Estratégia de Aplicação em Fundos Imobiliários como Diversificação de Investimentos: uma análise de desempenho recente e seus fatores de influência.** Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.

ANDRADE, Maria Margarida de. **Como preparar trabalhos para cursos de pósgraduação.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

BATACCHARYA, Anand; FABOZZI, F.J. **Asset Backed Securities.** Pennsylvania: Frank J. Fabozzi Associates, 1996.

BICCA, Felipe Muratore. **Fundo de Direitos Creditórios Como Alternativa de Captação de Recursos – Estudo de caso nas Lojas Colombo S.A.** 2005. Trabalho de conclusão de curso de graduação em administração de empresas. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2005.

BONOMI, Cláudio; MALVESSI, Oscar. **Project Finance no Brasil: fundamentos e estudos de casos.** 2. ed. – São Paulo: Atlas, 2004.

BOVESPA. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em 12/10/2006.

CANUTO, Otaviano; Dos Santos, Pablo FONSECA. **Risco Soberano e Prêmios de Risco em Economias Emergentes.** Temas de Economia Internacional, vol. 1. Ministério da Fazenda – Secretaria de Assuntos Internacionais. Brasília, 2003.

CARNEIRO, Dionísio Dias; GOLDFAJN, Ilan. **A securitização de Hipotecas no Brasil.** Texto para discussão n. 426. Departamento de Economia. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, junho de 2000.

CIBRASEC. Disponível em: <www.cibrasec.com.br>. Acesso em 25/10/ 2006.

CLAESSENS, S; EMBRECHTS, G. Basel II, **Sovereign Ratings and Transfer Risk: External versus Internal Ratings.** In: BASEL II: AN ECONOMIC ASSESSMENT, 1,

2002, Basileia. **Anais...** Basileia: Bank for International Settlements, mai. 2002. pp.1-27. Disponível em: <www.bis.org>

CVM. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em 10 out. 2006

DAVIDSON, Andrew S.; SANDERS , Anthony; WOLFF, Lan-Ling, CHING, Anne. **Securitization**. John Wiley and Sons, 2003.

FGV. Disponível em: <www.fgvdados.fgv.br>. Acesso em 01/06/2007.

FITCH RATINGS. Disponível em: <<http://www.fitchratings.com.br>>, consultado em 28/05/2007

GHERSON, Rogério. **Análise comparativa em empreendimentos imobiliários residenciais na cidade de São Paulo: o caso do planejamento tributário e a securitização de recebíveis imobiliários**. Monografia (MBA) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.

GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. **Financial Markets and Corporate Strategy**. EUA: Irwin, McGraw-Hill. 1998.

Instrução CVM 205 de 14 de janeiro de 1994

Instrução CVM 356 de 17 de dezembro de 2001

Instrução CVM 409 de 18 de agosto de 2004

Instrução CVM 414 de 30 de dezembro de 2004

Instrução CVM 450 de 30 de março de 2007

KOTHARI, Vinod. Disponível em: <www.vinodkothari.com>, consultado em 23/04/2007

Lei 9.514 de 20 de novembro de 1997

Lei 9.779 de 19 de janeiro de 1999

Lei 10.931 de 02 de agosto de 2004.

Lei 11.033 de 21 de dezembro de 2004.

MAFRA, Fábio B. **Classificação de risco dos certificados de recebíveis imobiliários – estruturação de um processo de *rating* da perda potencial da carteira securitizada.** Dissertação (Mestrado) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Construção Civil. São Paulo, 2006.

MOODY'S. Disponível em: <www.moody.com.br>, consultado em 20/05/07

PINTO, Claudia Alessandra de Souza. **Securitização de Recebíveis: uma alternativa para captação de recursos no mercado de capitais.** Trabalho de conclusão de curso de graduação em administração de empresas. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 1999.

Portaria 264, de 05 de junho de 2002

RAZUK, Fernando C. **Investimento em quotas de FII de shopping center: uma rotina de análise para investidores de pequeno e médio porte.** Monografia (MBA) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2006.

Resolução CMN 2.907 de 16 de novembro de 2001

Resolução CMN 3.005, de 30 de julho de 2002

Resolução CMN 3.155 de 17 de dezembro de 2003

ROCHA LIMA JR., João da. **Fundos Imobiliários: valor do portfolio.** Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil. São Paulo, 1994.

Santos, Andrea ROMANO dos. **O desenvolvimento do mercado de edifícios de escritórios para locação na cidade de São Paulo impulsionado pela securitização.** Dissertação (Mestrado) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Construção Civil. São Paulo, 2006.

SECURITIZATION. Disponível em: <www.securitization.net>. Acesso em 20/05/2007

SECURATO, José Roberto. **Crédito: Análise e Avaliação do Risco** - Pessoas Físicas e Jurídicas. São Paulo: Saint Paul, 1ªEd., 2002.

SECURATO, José Roberto; MENDONÇA NETO, Octavio R. de. **Risco de Liquidez – Uma proposta para avaliação do risco de liquidez de mercado**. FEA / USP. São Paulo, 2002.

SIFMA. Disponível em <www.sifma.net/>. Acesso em 04/06/2007

STANDARD & POOR´S. Disponível em: <www.standardandpoors.com.br>

VAN HORNE, James C.; DIPCHAND, Cecil R.; HANRAHAN, Robert J. **Financial Management and Policy**. Canadá: Prentice-Hall. 9 ed. 1993.

VEDROSSI, Alessandro O. **A securitização de recebíveis imobiliários: uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residenciais no Brasil**. Dissertação (Mestrado) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Construção Civil. São Paulo, 2002

ANEXOS

ANEXO 1 – Curriculum Vitae

Thiago Santos Risso

Formação Acadêmica

2002 - 2007 **Graduação em Administração de Empresas – Ênfase em Finanças**
UFRGS – Previsão de conclusão em julho de 2007.

Experiência Profissional

- 05/2006 **Estagiário - Captação Institucional**
Banco Cooperativo Sicredi S/A
- 07/2005 – 05/2006 **Estagiário - Análise de Risco de Crédito**
Banco Cooperativo Sicredi S/A
- 01/2005 – 06/2005 **Gerente de Projetos**
PS Empresa Júnior S/C UFRGS
- 08/2004 – 01/2005 **Diretor Financeiro**
PS Empresa Júnior S/C UFRGS
- 06/2003 – 06/2004 **Estagiário - Área Administrativa**
Engetech Engenharia Ltda.

Cursos e Palestras

- *XX Fórum da Liberdade – 2007 “Propriedade e Desenvolvimento” – IEE, 04/2007*
- *Liderança, comunicação eficaz e relações humanas – 48 horas – Dale Carnegie Training, conclusão em 04/2007;*
- *Liderança e Excelência Profissional – 12 horas – Centro Cultural Mirador, 12/2006;*
- *Excel Avançado – 20 horas – SENAC, 07/2006;*
- *X Curso de Formação e Aperfeiçoamento de Profissionais para o Mercado de Capitais – 160 horas – UFRGS e APIMEC, 10/2004;*

ANEXO 2 – Histórico Escolar

