



RIO BRAVO
INVESTIMENTOS

Instrumentos para um Mercado de Crédito Imobiliário no Brasil

**Apresentação para o Sétimo Seminário
Perspectivas da Economia Brasileira, Agenda
para o Crescimento, Tendências Consultoria
Integrada, São Paulo, 29 de Abril 2004**

Alternativas de Investimento Imobiliário no Mercado de Capitais

- **FII:** Os Fundos de Investimentos Imobiliários são fundos fechados, regulamentados pelas leis 8.668, de 25.06.1993 e 9.779, de 19.01.1999, além das instruções CVM 205 e 206, de 14.01.1994 que aplicam pelo menos 75% do seu patrimônio em bens ou empreendimentos imobiliários, sendo o restante obrigatoriamente direcionado para aplicações financeiras de renda fixa. Próximos dos REITs (*Real Estate Investment Trusts*)
- **CRI:** O Certificado de Recebíveis Imobiliários é um valor mobiliário, criado pela lei 9.514/97, que engloba um ou vários financiamentos habitacionais e lhes dá liquidez no mercado de capitais. A securitização imobiliária, nesses termos, conta com apoio oficial mesmo em países como os EUA (vide *Fannie Mae, Freddie Mac* etc). Adiante são sugeridas várias formas de apoio.
- **FIDC:** Os Fundos de Direitos Creditórios, instituídos pela resolução 2.907 e regulamentados pela CVM através das Instruções 356 e 393, têm se mostrado importante veículo para o mercado doméstico de securitização, embora os que possuam recebíveis imobiliários como ativos-lastro ainda representem volume quase irrelevante se comparado aos demais.

O Mercado de Capitais e a Securitização de Créditos Imobiliários

- A emissão de CRI alcançou R\$ 222 M em 2001, R\$ 142 M em 2002 e R\$ 288 M em 2003, o que representou **algo entre 1% e 2% das emissões de debêntures nesses anos**. Em 2004 (até hoje) os CRI emitidos chegaram a R\$ 130 M, ao passo que a emissão de debêntures alcançou R\$ 3.3 bilhões.
- A emissão de quotas de FII foi de R\$ 511 M em 2001, R\$ 1.025 M em 2002 e R\$ 281 M em 2003. Em 2004, R\$ 235 M até março.
- Os estoques de CRI emitidos (R\$ 950 M) e de quotas de FII (R\$ 1,9 Bilhões), são ainda inexpressivos quando comparados ao estoque de FIFs, em dep. de poupança e FIAs.
 - O advento dos FIDC, que tiveram excelente receptividade no mercado mostra que há “profundidade” para novos produtos focados: em pouco mais de um ano já se colocou mais do que o estoque de CRI emitidos nos últimos 5 anos.

Muito ainda precisa ser feito se se pretende que CRI e FII venham a se apresentar como alternativas relevantes para o “funding” do setor imobiliário e de construção, por conseguinte, da formação de capital no Brasil. Embora sua contribuição já seja comparável à do SFH !

Razões para revigorar FIs e CRIs como instrumentos para o investimento

- **Crédito para construção:** A formação de capital tem necessariamente um componente de “construção” da ordem de 60% em média. O fomento ao CRI e aos FIIs poderiam ser uma forma de baratear o custo de novos investimentos em infra-estrutura, na exata medida em que a **componente imobiliária de grandes projetos pode ser segregada e vendida separadamente no mercado de capitais** e/ou para investidores institucionais privados ou públicos, em *project finance* ou possivelmente no âmbito das novas PPP.
- **Investimento imobiliário:** CRI e FII são instrumentos que podem apelar ao investidor com preferência **para a aquisição de imóveis através do mercado de capitais**. Nesse sentido é difícil escapar de um regime de tributação favorecido para estes instrumentos semelhante ao dos imóveis e superior ao da renda fixa. Por exemplo: isenção de IR para juros (como já existe para as LH) e ganhos de capital para papéis longos, com base de cálculo cadente como na tributação do ganho de capital em venda de imóveis.

Portanto a securitização funciona para levar ao mercado de capitais tanto para financiamento de projetos & desmobilização, como para empacotar crédito habitacional

Regime Fiduciário e Alienação Fiduciária em crédito imobiliário

- Nunca é demais ressaltar que a alienação fiduciária é a base de toda a indústria de securitização, especialmente onde não existe o instituto do “trust”. Sua legitimação nos tribunais superiores é fundamental.
- Nos CRI emitidos sob regime fiduciário (“*pass-through securities*”), a securitizadora é unicamente responsável perante o detentor do papel pelo repasse do produto da cobrança dos recebíveis que o lastream.
 - Para o detentor de CRI emitido sob regime fiduciário, **a avaliação de risco tem a ver a qualidade dos recebíveis que o lastream**. Seria útil que securitizadoras estivessem sujeitas a uma restrição de “capital mínimo” (e alavancagem) apenas para que se evite a proliferação de SPEs.
 - No caso dos FII, o administrador do fundo atua em regime fiduciário e os ativos dos Fundos não se confundem com os ativos de sua Instituição Administradora.
- É permitido que uma Securitizadora emita CRI fora de regime fiduciário (co-obrigação), e neste caso a emissora responde pelo integral pagamento com o seu patrimônio. Neste caso, os recebíveis subjacentes constituem uma garantia adicional ao crédito da emissora.
- O sucesso do CRI depende fundamentalmente da **solidez jurídica do regime fiduciário** que, em nosso entendimento, não é ameaçado pela MP 2158-35 de 24.08.01, todavia, idealmente, o Artigo 76 da MP 2158-35 (que fixa a prioridade dos créditos trabalhistas e tributários sobre os outros) poderia expressamente ressaltar os ativos sob regime fiduciário criados pela Lei 9.514 de 1997.

Tipos de CRI quanto a lastro de recebíveis

I. CRIs lastreados em recebíveis residenciais pulverizados ***(“Residential Mortgage-backed Securities”)***

- Financiam projetos imobiliários residenciais na falta do crédito imobiliário advindo do setor financeiro ou de capital acumulado no setor.
- Menor desenvolvimento se comparados aos “CRI Corporativos” (ver adiante) em função de:
 - Dificuldade de entendimento do risco associado ao título por parte do investidor que prefere o CRI que têm como risco um único devedor, particularmente uma pessoa jurídica, cuja capacidade de crédito pode ser rapidamente e facilmente avaliada;
 - Receio quanto à questão da “alienação fiduciária” enquanto elemento eficaz de proteção ao credor;
 - Falta de padronização de contratos, onde em muitos casos os mesmos foram formatados sem as devidas previsões, contemplando inclusive uma complexidade de indexadores, prazos, garantias, etc...
 - Estrutura complexa de garantias em função da dinâmica do risco atuarial;
 - Ausência de qualquer incentivo tributário para se carregar papel longo vis-à-vis títulos curtos públicos ou privados .

Tipos de CRI quanto a lastro de recebíveis

II. CRI lastreados em créditos corporativos ***(“Comercial Mortgage-backed Securities”)***

- Financiam a construção de Hospitais, Centros de Distribuição, Unidades Fabris, Terminais logísticos, Prédio de Escritórios, etc. Ou seja, financiam a componente imobiliária de projetos de investimento de qualquer espécie.
- Constituem importante alternativa de liquidez para as empresa na medida em que convertem ativos imobiliários em títulos (vide operação HSBC da Rio Bravo Securitizadora) e assim permitem que as empresas captem recursos para novos investimentos.
- Têm grande aceitação por parte dos investidores institucionais com um mercado cada vez mais ativo no Brasil, pois são vistos como debêntures com garantia real.
- O CRI Corporativo tem se tornado a “ponta de lança” da securitização no Brasil, cumprindo com a função de “educar” os investidores sobre o processo de securitização, de segregação, medição e melhoria de riscos envolvidos num instrumento financeiro.
- É fundamental conceber uma nova divisão de trabalho entre setor público e privado na “nova rodada” de investimentos em infra estrutura. No contexto das PPPs, é interessante pensar nos CRIs como instrumento que permite que setor público carregue o “imobilizado” dos novos investimentos em infra estrutura (e por isso recebessem rendimentos com a natureza de “renda fixa”), enquanto o setor privado opera e corre riscos empresariais e tem rendimentos variáveis.

O Problema do SFH

Como deve ser a co-existência entre SFI e SFH ?

- A “modernização” do SFH é um problema antigo. Pode ser conseguida com relativa rapidez se as “exigibilidades” puderem ser cumpridas com CRI s em percentuais cada vez mais relevantes, conforme já indicado pela Resolução CMN 3005.
- Apesar da disponibilidade desta linha, a questão do descasamento de indexadores é decisiva aqui. O indexador do mercado “privado” tem sido o IGPM, e o do SFH é a TR. **A interpenetração do SFH e do SFI somente poderá ocorrer se os indexadores forem unificados.** Se houvesse caderneta de poupança, e financiamentos habitacionais correspondentes, ambos indexados ao IGPM, seria mais fácil sobrepor o SFI ao SFH. Passada a fase crítica da estabilização, já não se vislumbra obstáculo conceitual ao uso de índices de preço como indexadores dentro do mercado financeiro, inclusive por que já se fazem presentes em derivativos.
- É sabido que o “direcionamento” de crédito representado pela “exibilidade” associado aos depósitos de poupança, representa uma espécie de encargo para os bancos, cujos custos se transformam em **aumento do spread bancário**. Sucessivos GTs no governo já tentaram “desmontar” ou “reinventar” este sistema sem sucesso. **Mecanismos alternativos de financiamento à habitação, via SFI, precisam ser incentivados e podem perfeitamente desempenhar este papel.**
- Em 2003, o aumento nos financiamentos habitacionais “direcionados” foi de R\$ 1,5 bilhão. Sem nenhum incentivo, as emissões de CRI e FII chegaram a R\$ 570 M neste período. Os números **já são comparáveis**, indicando o potencial do SFI e a exaustão do SFH.

Conclusões e sugestões

- Os CRIs “corporativos” (ou oriundo de *project finance*) **não competem** com os CRI com lastro em recebíveis pulverizados de base habitacional. São complementares na medida em que apelam a diferentes públicos, e servem a diferentes funções (necessidades habitacionais e formação de capital) igualmente importantes, mas **se somam** quando se trata de liquidez para o instrumento.
- O CRI corporativo pode ajudar em NOVOS INVESTIMENTOS de infra-estrutura imobiliária, através da desmobilização da infra-estrutura antiga, transformada em operações de renda-fixa, gerando recursos para a infra-estrutura nova. BNDES e Fundos de Pensão, por exemplo, poderiam melhor enquadrar seus passivos (FAT e necessidades atuariais) adquirindo a “componente imobiliária” de novos projetos de investimento.
- Estabelecimento de incentivos a padronização de contratos e a jurisprudência positiva da “alienação fiduciária” como forma de garantia ao investidor.
- Otimização e barateamento dos processos cartoriais.
- Isenção de IR nos juros (como nas LH) e tratamento favorecido para ganhos de capital, considerando a “duração” do investimento como critério de fixação da base de cálculo. Faz mais sentido dar incentivos fiscais de forma aberta do que veladamente através de “exigibilidades” que resultam em “tributar” os bancos que repassam o custo ao *spread*.
- Diminuição do valor mínimo de emissão (hoje em R\$ 300.000).
- Estabelecimento de incentivos a padronização de contratos e a jurisprudência positiva da “alienação fiduciária” como forma de garantia ao investidor.

Conclusões e sugestões

- Para emissões em regime fiduciário, é preciso rever os limites de concentração de risco atualmente determinados para Fundos de Investimento e Investidores Institucionais, conforme estabelecidos pela Carta Circular do BC 2958 e pelas Resoluções CMN 2286 e 3121, pois são considerados a partir da empresa emissora, no caso a Cia Securitizadora, quando na realidade o verdadeiro risco recai sobre o devedor dos créditos e suas garantias, avaliados por agências de *rating* e por isso mesmo são conhecidos como ‘*Pass-Through Securities*’ no mercado internacional.
- Um problema comum a todos os papéis privados longos, tanto CRI quanto debêntures, consiste na exigência de liquidez diária para os FIFs, que são o maior veículo de investimento do país, e está fortemente viesado para o carregamento da dívida pública em LFTs. Seria interessante a criação de uma nova família de FIF, que possa não somente ter seus limites de concentração apurados conforme o risco de crédito associado (e não simplesmente por emissor), mas também possa ter a exigência de liquidez ajustada conforme o portfólio e política de investimento. Formatação esta que poderia ser estendida também a FIF já existentes, mediante o “de acordo” de seus quotistas.
- Liquidez e mercado secundário por parte do grandes *players*. CEF pode fazer fundo ou oferecer recompra diretamente. Mecanismo da “carta de recompra” precisaria ser incentivado.
- “IGPMizar” o SFH resultaria em criar “diálogo” e integração entre os sistemas, abolindo suas fronteiras.