



Universidade Estadual Paulista
Faculdade de Ciências e Letras
Departamento de Economia

Fábio de Moraes Bernal

**O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO IMOBILIÁRIO E A
ABERTURA DE CAPITAL DESSE SETOR NO BRASIL**

Novembro de 2011

Araraquara/SP



**Universidade Estadual Paulista
Faculdade de Ciências e Letras
Departamento de Economia**

Fábio de Moraes Bernal

**O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO IMOBILIÁRIO E A
ABERTURA DE CAPITAL DESSE SETOR NO BRASIL**

Monografia apresentada ao Departamento de
Economia da FCL/Ar, UNESP, para obtenção
do título de bacharel em Ciências Econômicas.

ORIENTADOR: Prof. Dr. André Luiz Correa

Novembro de 2011

Araraquara/SP

Fábio de Moraes Bernal

O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO IMOBILIÁRIO E A ABERTURA DE CAPITAL DESSE SETOR NO BRASIL

Monografia apresentada ao Departamento de
Economia da FCL/Ar, UNESP, para obtenção
do título de bacharel em Ciências Econômicas.

Data de Aprovação:

__/__/__

Banca Examinadora:

Prof. Dr. André Luiz Corrêa

Prof. Dr. Alexandre Sartoris Neto

Novembro de 2011

Araraquara/SP

AGRADECIMENTOS

Agradeço a todos que fizeram parte da minha vida, pessoal, acadêmica e profissional. Vocês foram fundamentais para que eu chegasse até aqui.

Ao professor André Luiz Corrêa, pela atenção e paciência dedicadas a esse projeto.

Aos meus amigos de Araraquara, vocês foram importantíssimos. Sem vocês a faculdade não teria sido a mesma. Obrigado pela convivência, paciência e apoio nos momentos mais difíceis que vivi. Quando a vontade de desistir aparecia, vocês prontamente estavam ali para me apoiar, dar um ombro amigo, jogar conversa fora. Obrigado pelos bons momentos que passamos juntos. As festas, churrascos, conversas na cantina, entre tantas outras coisas, jamais serão esquecidas. Vocês estarão para sempre na minha memória. Em especial agradeço às minhas amigas Heloísa e Silmara, amigas para toda vida, com as quais sempre pude contar.

Aos meus amigos de Ituiutaba, amigos de infância, e também amigos para toda a vida. Obrigado pelo apoio e compreensão. Nossas viagens, feriados e finais de semanas juntos foram um oásis em meio ao turbilhão de emoções vividos durante a faculdade. Obrigado pelas conversas pseudo-filosóficas, ou melhor, pelas filosofias de boteco, sempre muito úteis. Fernanda e Thaís, agradeço pela convivência que tivemos. Vou lembrar com saudade de nossas tardes de preguiça em São Carlos. Carol Bernal, agradeço pelo apoio e convivência recente. Aos demais, e não menos importantes, Bira, Fonseca, Carol Marquez, Geisha e Luiza, agradeço por todos os momentos que passamos juntos, em Ituiutaba, Marília, ou Uberlândia. É sempre bom estar com vocês. Não temos a necessidade de conversas “cult”, de julgamentos, ou de momentos especiais, pois todos os momentos que estamos juntos são únicos e memoráveis. Obrigado pela oportunidade de conviver com vocês. Os amigos são a família que a vida nos permite escolher.

Aos meus avós, exemplo de vida e amor. Você foram e são fundamentais para o meu sucesso. Obrigado pela oportunidade de convivência, pelo amor, carinho, e atenção. Vocês sempre estiveram por trás me apoiando e vibrando com minhas conquistas.

Aos meus irmãos, Luciana, e Henrique. Vocês são essenciais na minha vida. Apesar da distância, estamos sempre perto. Luciana, obrigado pelas eternas viagens à Ituiutaba, pelo companheirismo, pelo apoio, pelo carinho, amor e atenção. Henrique, obrigado por ter feito

eu me tornar uma pessoa melhor. Obrigado pelo amor e carinho. Espero que a vida nos dê a oportunidade de convivermos mais.

Aos meus pais, Mauricio e Regina. Vocês são minha inspiração, meu modelo, minha luz no fim do túnel. Obrigado pelo amor, carinho, atenção e dedicação. Apesar de nossos conflitos, muitos conflitos, vocês são os maiores responsáveis pelas minhas conquistas. Sem o apoio de vocês, afetivo e financeiro, não seria o que sou hoje.

E por fim, agradeço aos “nãos” que escutei da vida. Vocês foram responsáveis por me moldar, por me tornarem a pessoa que sou hoje, e da qual me orgulho. Muitos sofrimentos me causaram, mas não me arrependo de nenhum. Vocês me ensinaram a ser independente desde cedo na busca pelo meu próprio caminho.

O VOO

Goza a euforia do vôo do **anjo** perdido em ti.

Não indagues se nessas estradas **tempo** e

vento **desabam** no abismo.

Que sabes tu do **fim**?

Se temes que teu **mistério** seja uma noite,

enche-o de **estrelas**.

Conserva a **ilusão** de que teu **voo** te leva sempre para o mais **alto**.

No deslumbramento da **ascensão**, se pressentires

que **amanhã** estarás mudo, esgota, como um **pássaro**,

as **canções** que tens na garganta.

Canta. Canta para conservar uma ilusão de **festa** e de **vitória**.

Talvez as canções adormeçam as **feras**

que esperam **devorar** o pássaro.

Desde que **nasceste** não és mais que um voo no tempo.

Rumo ao **céu**?

Que importa a **rota**?

Voa e canta enquanto lhe **resistirem** as asas.

Menotti Del Picchia

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO.....	7
2. ANÁLISE HISTÓRICA	9
2.1 COMO TUDO COMEÇOU	9
2.2 PERÍODOS MARCANTES NO MERCADO IMOBILIÁRIO	11
2.3 EVOLUÇÃO DO CRÉDITO NO BRASIL	17
2.4 DÉFICIT HABITACIONAL NO BRASIL	20
3. FUNDOS DE CRÉDITO, IMOBILIÁRIO, E ALTERNATIVAS DE INVESTIMENTO.....	22
3.1 MERCADOS PRIMÁRIOS E SECUNDÁRIOS	23
3.2 SECURITIZAÇÃO E SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	25
3.2.1 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (FIIs).....	27
3.2.2 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDC).....	30
3.2.3 CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI)	31
3.3 CAPITAL IMOBILIÁRIO E FINANCEIRO	33
3.4 DETERMINANTES DO DESENVOLVIMENTO DO CRÉDITO	34
3.4.1 INFORMAÇÕES DE CRÉDITO.....	34
3.4.2 DIREITOS LEGAIS.....	35
3.4.3 INSTABILIDADE MACROECONOMIA	35
4. ABERTURA DE CAPITAL.....	36
4.1 ANÁLISE DA ABERTURA DE CAPITAL	38
4.1.1 PDG REALTY S.A. EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES.....	38
4.1.2 RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.....	41
4.1.3 CAMARGO CORRÊA DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO S.A.....	43
4.1.4 TECNISA S.A.	45
4.1.5 JHSF PARTICIPAÇÕES S.A.	47
4.1.6 CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.....	49

4.1.7 AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.....	51
4.1.8 INPAR S.A.	51
4.1.9 EZ TEC EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A.	54
4.1.10 INVEST TUR BRASIL – DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO TURÍSTICO	57
4.1.11 MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A.	59
4.1.12 MULTIPLAN – EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.	61
4.1.13 CONSTRUTORA TENDA S.A.	63
4.1.14 BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A.	65
4.1.15 HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	67
4.2 ANÁLISE DOS RETORNOS	69
 5. CONCLUSÃO	 70
 6. BIBLIOGRAFIA	 71

LISTA DE TABELAS

Tabela 2.1 – Déficit Habitacional no Brasil

Tabela 3.1 Composição dos Mercados Primário e Secundário

Tabela 3.2 – Vantagens Proporcionadas pela Securitização de Recebíveis Imobiliários

Tabela 3.3 – Riscos Inerentes à Securitização de Recebíveis Imobiliários

Tabela 4.1 – IPOs do Mercado Imobiliário em 2007

Tabela 4.2 – Retorno ações x Ibovespa

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1 - Crédito Direcionado no Crédito Total e Habitacional

Gráfico 2.2 – Financiamento do Crédito – Público e Privado

Gráfico 2.3 – Déficit Habitacional no Brasil – Absoluto e Relativo

Gráfico 4.1 – Comparação Retorno PDGR3 x Ibovespa

Gráfico 4.2 – Gráfico Retorno RDNI3 x Ibovespa

Gráfico 4.3 – Gráfico Retorno CCIM3 x Ibovespa

Gráfico 4.4 – Gráfico Retorno TCSA3 x Ibovespa

Gráfico 4.5 - Gráfico Retorno JHSF3 x Ibovespa

Gráfico 4.6 – Gráfico Retorno CRDE3 x Ibovespa

Gráfico 4.7 – Gráfico Retorno VIVR3 x Ibovespa

Gráfico 4.8 – Retorno EZTC3 x Ibovespa

Gráfico 4.9 – Retorno BHgR3 x Ibovespa

Gráfico 4.10 – Retorno MRVE3 x Ibovespa

Gráfico 4.11 – Retorno MULT3 x Ibovespa

Gráfico 4.12 – Retorno GFSA3 x Ibovespa

Gráfico 4.13 – Retorno BBRK3 x Ibovespa

Gráfico 4.14 – Retorno HBOR3 x Ibovespa

LISTA DE FIGURAS

Figura 3.1 – Mercado de Crédito Imobiliário

Figura 3.2 – Mercado Primário – Sistema de Instituições Depositantes

Figura 3.3 – Mercado Primário – Sistemas de Bancos de Créditos Imobiliários

Figura 3.4 – Sistema de Financiamento com Mercado Primário e Secundário

Figura 3.5 – Estrutura de um FII

Figura 3.6 – Estrutura de um FIDC

Figura 3.7 – Estrutura Básica de Emissão de CRI

LISTA DE ABREVIACÕES

BACEN: Banco Central

BNH: Banco Nacional da Habitação

CCI: Cédula de Crédito Imobiliário

CEF: Caixa Econômica Federal

COHAB: Companhia de Habitação Popular

CRI: Certificado de Recebíveis Imobiliários

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

FDS: Fundo de Desenvolvimento Social

FGTS: Fundo de Garantia do Tempo de Serviço

FIDC: Fundo de Investimento em Direito Creditório

FII: Fundo de Investimento Imobiliário

IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IPO: Initial Public Offering

PND: Plano Nacional de Desestatização

SAC: Sistema de Amortização Constante

SACRE: Sistema de Amortização Crescente

SBPE: Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

SECOVI: Sindicato da Habitação

SFH: Sistema Financeiro da Habitação

SFN: Sistema Financeiro Nacional

UPC: Unidade de Padrão de Capital

1. INTRODUÇÃO

O mercado imobiliário brasileiro está em fase de grande expansão. E isso vem gerando expectativas positivas e destaque internacional para o setor.

O controle da inflação, o fortalecimento da moeda, o equilíbrio das contas públicas, o baixo risco fiscal, a criação de marcos regulatórios, otimismo do consumidor em relação ao aumento da renda, os níveis crescentes de emprego formal, o aumento do volume de crédito, a estabilidade e crescimento econômico do país, o aumento da captação da poupança, entre outros fatores, podem ser considerados essenciais para o desenvolvimento do mercado imobiliário no Brasil.

O Brasil está tendo, nos últimos anos, uma oferta de crédito jamais vista desde a criação do SBPE, logo após a Revolução de 31 de março de 1964, quando foi criado o Sistema Financeiro da Habitação e o Banco Nacional da Habitação.

Tendo observado isso, podemos concluir que o mercado imobiliário tem se tornando cada vez mais relevante para a economia do Brasil, tornando-se parte essencial do debate para a conjuntura econômica atual.

No primeiro capítulo, analisa-se a partir de uma perspectiva histórica como o desenvolvimento desse mercado se deu no Brasil, desde o começo do século XX até os dias atuais. Nesse capítulo ainda se discute a evolução do crédito no país, notadamente o crédito imobiliário no contexto do crédito brasileiro, e o déficit habitacional no mercado.

No segundo capítulo, explicam-se as diferentes formas de financiamento desse mercado, desde a distinção entre mercado primário e secundário, passando por securitização, observando a relação entre capital imobiliário e financeiro, e chegando aos determinantes do desenvolvimento do crédito.

O terceiro capítulo destina-se à análise da abertura de capital de 15 empresas ocorridas no ano de 2007, desde a natureza das operações dessas empresas ao retorno de suas ações.

O objetivo do presente trabalho é analisar o mercado imobiliário brasileiro, começando por uma perspectiva histórica e terminando com uma análise empírica.

O enfoque específico será dado na questão dos determinantes do desenvolvimento desse mercado. O que se pretende responder é quais são os fatores que interferem diretamente ou indiretamente no desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro.

Portanto, esse trabalho visa discutir os diferentes fatores que envolvem o desenvolvimento desse mercado: análise histórica, financiamento e abertura de capital.

2. ANÁLISE HISTÓRICA

2.1 COMO TUDO COMEÇOU

Imaginemos cidades como Rio de Janeiro e São Paulo no início do século XX. O período anterior desconsideraremos para efeitos práticos, pois é desnecessário. O período é marcado por intensa onda de imigração: italianos, espanhóis, sírios, libaneses, armênios, japoneses, judeus. E ainda, após a Segunda Guerra Mundial inicia-se um vasto processo de migração do campo para a cidade e o país experimenta intenso processo de produção industrial.

No campo não havia trabalho, e na cidade havia. O trabalho no campo era de subsistência e não oferecia sonhos de futuro, carreira, emprego e possibilidade de acesso aos bens que começaram a ser oferecidos.

A intensa onda industrial era experimentada não só pelo Brasil, mas por toda América Latina. No Brasil era de forma mais galopante, visto o tamanho do país e as oportunidades oferecidas principalmente no Sudeste, mais precisamente, Rio de Janeiro e São Paulo. Vale lembrar que na época o Rio de Janeiro era sede do governo.

A população era de pequena burguesia que se formava, e morava muito mal. Não havia saneamento básico, ruas iluminadas, esgoto ou asfalto, mas o Brasil já era uma república.

Até 1930, a república era controlada de certa forma por famílias de prósperos agricultores das regiões de São Paulo, Rio de Janeiro e de Minas Gerais. O café e gado de São Paulo e Minas Gerais garantiam significativa presença política.

São Paulo apenas mantinha o poder que havia conquistado com a consolidação das novas bases econômicas do país nas últimas décadas do Império. As estradas de ferro davam suporte para o desenvolvimento do café e do gado e traziam imigrantes de toda parte. A industrialização movia tudo: novas formas de acesso, novos bairros, novas classes sociais.

A crise de 1929 reduziu a intensidade e algumas empresas fecharam. Mas São Paulo conseguiu superar e até fundar a Universidade de São Paulo (USP) em 1934.

A partir de 1950 começa-se uma nova onda de imigração: a descida dos nordestinos para o Sudeste. Toda essa mistura de raças e culturas teve influência na arquitetura e mercado imobiliário da época. Ainda não se falava em favela. Mas se observarmos jornais e periódicos da época, veremos que o que havia em profusão eram os cortiços.

Essa prática de moradia foi amplamente difundida. Os construtores da época eram pessoas de outras atividades que empregavam seus recursos excedentes em habitações para locação. Comerciante com sobras de caixa eram os mais dispostos para a construção de sobradinhos, casas para alugar e cortiços. É importante lembrar que o fator “poço”¹ era elemento valorizador do terreno, pois como já foi dito, não havia saneamento básico na época. O objetivo desses empreendedores no mercado imobiliário da época era garantir uma “aposentadoria”, e se proteger para o futuro, uma vez que previdência no Brasil era uma realidade distante.

No Rio de Janeiro isso se tornou caótico, e assim começam-se as políticas de saneamento e captação de água.

Em São Paulo, a situação era melhor, pois não existia a limitação do mar. A desconcentração era permitida.

Entre os anos de 40 e 50, o sonho de muitas pessoas que habitavam os cortiços ou daquelas que moravam com pais ou avós era ter sua moradia. Casar e morar com parentes era uma realidade recorrente devido à falta de habitações nas cidades. A pressão demográfica aliada ao bolso vazio por ter de pagar aluguéis foram fatores de impulsão para o mercado imobiliário da época.

Em 1985 as COHABs² já eram realidade. A pressão habitacional fez nascer em todo e qualquer tipo de habitação em lugares longínquos ou próximos dos maiores centros urbanos, principalmente nas capitais, e especialmente em São Paulo. Em realidade, as sub-habitações e cortiços nasceram no Rio de Janeiro, levando a população de mais baixa renda para locais mais periféricos até chegar aos pés dos morros.

Na década de 60 a inflação começou a se mostrar e junto com outros fatores impulsionaram a invasão aos morros sem qualquer controle público, formando as enormes

¹ Poço cavado perpendicularmente ao solo até atingir um lençol de água subterrâneo.

² Companhia de Habitação Popular.

favelas de hoje, como a Rocinha no Rio de Janeiro. E assim nasceram as favelas: condições subnormais de moradia.

Por volta da década de 50/60, começam-se os loteamentos mais organizados, com exigência de construção de meio-fio, encanamentos de água de chuva, luz, mas o cumprimento não é seguido veementemente. Havia loteamentos mal traçados, com ruas estreitas e sem melhoramentos que hoje são exigidos.

Aspectos ambientais e ecológicos demoraram a fazer parte da pauta do mercado imobiliário. Corte de árvores e desmatamentos eram comuns, e a canalização de córregos sem qualquer acompanhamento técnico de engenharia era normal. Tudo era feito sem análise de conseqüências futuras.

A legislação pioneira que gerou normas bem incipientes surgiu no final da década de 70, mas a lei 4.591 de 21 de dezembro de 1964 foi promulgada visando regulamentar os empreendimentos imobiliários. Ela dispõe de normatizações referentes ao condomínio em edificações e às incorporações imobiliárias residências e não residenciais, determina a necessidade de designar a unidade, sua identificação, descrição e expressa o que é fração ideal de terreno e áreas comuns. Deu validade à Convenção de Condomínio e outras normas absolutamente necessárias para a vida em comunidade e deu origem à Lei que regula o patrimônio da Afetação.

Apesar de toda a regulamentação imposta após a entrada no poder dos militares devido à revolução de 31 de março de 1964, os loteamentos de preço mais baixo em bairros mais afastados desenvolviam-se rapidamente.

As famílias não tinham recursos para adquirir terrenos e realizar as construções. Mutirões de final de semana eram normais. As ruas eram de terra batida, e em muitos lugares não havia luz elétrica, e ônibus para acesso eram distantes.

2.2 PERÍODOS MARCANTES NO MERCADO IMOBILIÁRIO

Pode-se considerar a década de 60 como um discreto estopim do mercado imobiliário no Brasil. Até então as construções não eram realizadas em escala produtiva. Foi exatamente

nesse período que se deu o crescimento dos grandes centros urbanos, como São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Brasília.

Como havia um grande déficit habitacional, estima-se que no período o déficit era em torno de 10 milhões de habitações, e havia escassez de financiamento da casa própria, as pessoas moravam mal e distante de seus trabalhos. A possibilidade de financiamento era privilégio de poucos, daqueles que devido à inscrições antecipadas nos seus institutos de previdência, conseguiam adquirir um imóvel próprio para pagamento parcelado em conjuntos habitacionais.

O problema de déficit habitacional e deslocamento era tão grave que empresas até a década de 50 construíam seus próprios conjuntos habitacionais para funcionários. O difícil não era fazer um planejamento habitacional, mas sim conseguir recursos para desenvolver os planos.

Por volta da década de 70 algumas construtoras iniciaram obras de construção de edifícios com financiamento próprio. Em São Paulo, por exemplo, essas obras eram em terrenos bem localizados, e tinham preços atraentes. O problema é que nos contratos de aquisição desses imóveis havia cláusulas que permitiam a parada da obra por falta de recursos, e itens fundamentais, como elevadores em prédios, não estavam previstos nos custos da obra. Isso fazia com que fossem feitas assembléias em que se solicitavam novos aportes de recursos. Era interminável. Era o “barato que saía caro”. Não havia apoio jurídico aos adquirentes, o Código do Consumidor não existia, e o Código Civil era antigo não regulamentando esse tipo de assunto.

Esse era o retrato de uma época onde ter uma habitação era quesito de sobrevivência em uma sociedade que não produzia habitações suficientes para sua demanda populacional.

Entretanto, nessa mesma época de construtores inescrupulosos, começa a surgir outra classe de incorporadores que desejavam ser sérios. Era o início do Sistema Financeiro da Habitação (SFH), início das possibilidades de se fazer um conjunto de casas ou apartamentos financiados.

Em 1964 foi criado o Banco Nacional da Habitação (BNH), visto como um banco de segunda linha, não atendendo diretamente o público, podendo ser comparado nos dias de hoje a uma agência reguladora ou um Ministério da Habitação. Ele gerava operações de crédito,

administrava o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) – criado na mesma época – e deu apoio à situação caótica do saneamento básico. Era tido como um banco de fomento urbano.

O BNH foi extinto após 22 anos de existência pelo então presidente José Sarney, como jogada política para induzir a população que não aguentava mais reajustes nas prestações de seus financiamentos por causa da inflação. A extinção do BNH era como um marco para o fim da inflação, que na prática não alcançou qualquer objetivo. A inflação e o aumento das prestações dos financiamentos só aumentaram durante o governo Sarney. Tudo que existia de BNH foi encaminhado à Caixa Econômica Federal (CEF).

Voltemos ao ano de 1964. Havia ainda a necessidade de criação de bancos de investimentos e companhias financeiras para financiar os novos empreendimentos da indústria imobiliária. Começava uma nova era para o mercado imobiliário: o desenvolvimento. Os recursos para o desenvolvimento foram obtidos junto a bancos internacionais e com apoio do governo dos Estados Unidos ao recém-formado governo militar. Entretanto, fazer edifícios não era fácil, exigia conhecimentos técnicos que o mercado brasileiro ainda não detinha.

Nesse mesmo período, o BNH dava seus primeiros passos no marco regulatório, e as construtoras se lançavam no mercado imobiliário. O momento seguinte dos conhecimentos da construção civil de empreendimentos imobiliários seria dado pela financeirização. Começa-se uma nova fase: anos 1970.

A base para essa fase financeirizada foi a criação do FGTS, dos bancos de investimentos, financeiras de bens duráveis, consórcios e financiamentos imobiliários. Desta forma o sistema financeiro nacional foi reestruturado.

O BNH foi criado pela Lei nº 4.380 de 21 de agosto de 1964, em consequência do Plano Nacional de Habitação, objetivando diminuir o déficit habitacional, estimado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) em dez milhões de habitações³. Essa lei também instituiu a correção monetária nos contratos imobiliários, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, e o serviço federal de habitação e urbanismo.

³CORDEIRO FILHO (2008).

Para ajudar a regulamentação, o Decreto nº 55.279 de 22 de dezembro de 1964 colocou a CEF no Sistema Financeiro de Habitação, objetivando também a redução do déficit habitacional.

O FGTS foi criado pela Lei nº 5.107 de 13 de setembro de 1966, e determinava o recolhimento compulsório de 8% sobre o total da folha de pagamento, enquanto o trabalhador poderia ou não optar pelo FGTS. Esse recolhimento gerava um considerável montante de recursos.

Nessa época havia uma considerável preocupação com relação ao retorno dos investimentos efetuados nos agentes financeiros, pois era necessário garantir a recuperação desses recursos investidos em tempo hábil para poder reaplicá-los. E só o tempo poderia trazer a resposta.

Essa preocupação acabou levando ao sancionamento do Decreto nº 70/66, que autorizou o funcionamento das Associações de Poupança e Empréstimo e instituiu a Cédula Hipotecária, papel que representava a dívida do adquirente do imóvel financiado. O objetivo principal era promover e dar credibilidade ao mercado, e como consequência propiciar o desenvolvimento do mercado habitacional, apesar de o instrumento também ter se tornado papel de troca no mercado.

O equilíbrio financeiro do SFH para toda a coletividade deveria se sobrepor a todos os interesses individuais, e por isso o Decreto nº 70/66 trouxe a execução extrajudicial do mutuário inadimplente, criou o agente fiduciário, a adjudicação compulsória do imóvel e a forma de retomada do imóvel para o agente financeiro. Tudo isso tornou possível a estrutura do mercado de habitações.

Em 1967, o BNH criou o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), que dava a possibilidade para a criação de empresas financiadoras de empreendimentos imobiliários e captação de recursos através das cadernetas de poupança e letras imobiliárias. Eram recursos de aplicação e deveriam ser aplicados em planos habitacionais. Era o surgimento das saving-loans. Os Estados Unidos e Chile já detinham o know-how de empresas dessa natureza, e serviram de inspiração para o mercado brasileiro. A moda do momento era fazer funding. Além das cadernetas de poupança geradas pelo FGTS e das dotações orçamentárias para o setor, o mercado imobiliário também podia emitir letras

imobiliárias – papéis que pagavam juros sob forma de cupom – visando captar recursos e aplicar no mercado imobiliário habitacional.

As cadernetas de poupança da época rendiam juros trimestrais mais correção monetária, e caso o resgate fosse realizado antes do prazo sem cumprir as carências mínimas, os rendimentos seriam perdidos. Ela foi responsável por um volume considerável de recursos. E seu sucesso deveu-se à sua forma tangível e de fato de uma caderneta de anotações com créditos, débitos, juros e correções.

O SBPE começou a caminhar, a indústria a expandir-se... Foi o tempo do “milagre brasileiro”. O país começou a funcionar a pleno emprego e com recursos no exterior. Com as adaptações e reformulações da Lei nº 6.071 de 3 de julho de 1974 foi possível preencher as lacunas que faltavam.

Nesse período, o BNH era o responsável por regular o SBPE, e ainda analisar os empreendimentos dos incorporadores e construtores, fazendo ou não a aprovação de projetos, e no caso de aprovação, repassar os recursos para um agente financeiro responsável por acompanhar as construções.

Teoricamente, o mercado era perfeito e tinha vida própria, uma vez que quando os empreendimentos ficavam prontos e eram vendidos, financiados e entregues aos adquirentes, acabavam por gerar papéis que tinham seu próprio mercado de compra e venda. Eram as cédulas hipotecárias – papel ou título gerado a partir de empreendimentos prontos e representava unidades financiadas. Essas cédulas eram registradas no Cartório de Registro de Imóvel juntamente com o Contrato de Pacto de Hipoteca e outras Avenças. Podiam ser comercializadas no mercado com qualquer outro papel, e seria dada baixa final de quitação no Registro de Imóveis quando houvesse a liquidação da dívida objeto daquele papel.

A partir de então, quem ficava devedor de longo prazo era o comprador da unidade, que a financiava em moeda da época denominada de Unidade de Padrão de Capital (UPC). A UPC fornecia parâmetros mínimos e máximos de financiamentos, ela acompanhava os financiamentos e as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, ou seja, a inflação. Os contratos eram feitos em UPC devido à dinâmica que se formava para o futuro, pois os índices inflacionários após os anos 70 eram perturbadores.

Havia um processo cíclico, perturbador, que causava grande tensão nos empreendedores imobiliários que investiam seus recursos em prédios, conjuntos comerciais, sobrados, enfim, imóveis que pudessem ser vendidos. O motivo do ciclo era principalmente devido à inflação. Essa fazia com que as pessoas procurassem proteger seus recursos, e uma das formas sempre foi comprar imóveis. O mercado parava por um tempo, e então o preço dos imóveis caía de forma gradual, até que se iniciavam novamente as vendas.

A análise que precisavam ser feitas nos anos 80 eram várias. Em determinado momento os preços dos imóveis estavam altos, em outro momento a condição da tabela do empreendimento que necessitava ajustes, outra hora era a crítica aos índices de inflação aplicados aos empreendimentos imobiliários – vendidos no SFH – e, desta forma, a pressão era grande.

Foi nessa época que se formou o SECOVI-SP – Sindicato da Habitação do Estado de São Paulo – que era uma classe de incorporadores de empreendimentos habitacionais que se juntou aos mais antigos administradores de condomínios. Ele cuida de assuntos ligados a incorporação, desenvolvimento urbano, locação, administração, compra e venda, shoppings centers e flats. É importante dizer que o SECOVI-RJ foi criado em 1942 e também sempre participou do aperfeiçoamento da gestão dos condomínios e das reflexões e discussões de caráter social que o problema habitacional sempre trouxe em seu interior.

Nas décadas de 70 e 80 (período hiperinflacionário), o SECOVI teve papel fundamental na atuação política. Foi o portador das reclamações de compradores, dos incorporadores quanto aos agentes financeiros, e levou as notícias e reivindicações da atividade imobiliária e de condomínios aos governos.

Para Cordeiro Filho (2008), de nada adianta os planos inovadores, como o Sistema de Amortização Crescente (SACRE) da CEF, caso haja uma volta à inflação descontrolada, ou mesmo as mudanças feitas na Tabela Price, na forma de amortizações de dívidas no SFH para o Sistema de Amortização Constante (SAC). Ele defende que isso foi apenas uma jogada de marketing em todo o processo inflacionário e de inadimplência do passado, quando a moda era prestações decrescentes. Ele ainda defende que a inflação é a grande vilã do mercado imobiliário, tanto para quem compra como para quem vende com financiamentos de longo prazo. Cordeiro Filho (2008) ainda faz uma precisão otimista em relação ao futuro do

mercado imobiliário no Brasil: “Afirmo que o mercado imobiliário no Brasil será por muito tempo um bom negócio.”.

2.3 EVOLUÇÃO DO CRÉDITO NO BRASIL

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) é composto por dois mercados: de capitais e de crédito.

O mercado de crédito pode ser dividido em dois segmentos: bancos públicos e bancos privados. O primeiro pode ser constituído por instituições federais e por instituições estaduais, enquanto o segundo pode ser constituído por instituições estrangeiras e nacionais. Normalmente, os bancos públicos voltam-se para recursos de longo prazo e os privados voltam-se para os de curto prazo.

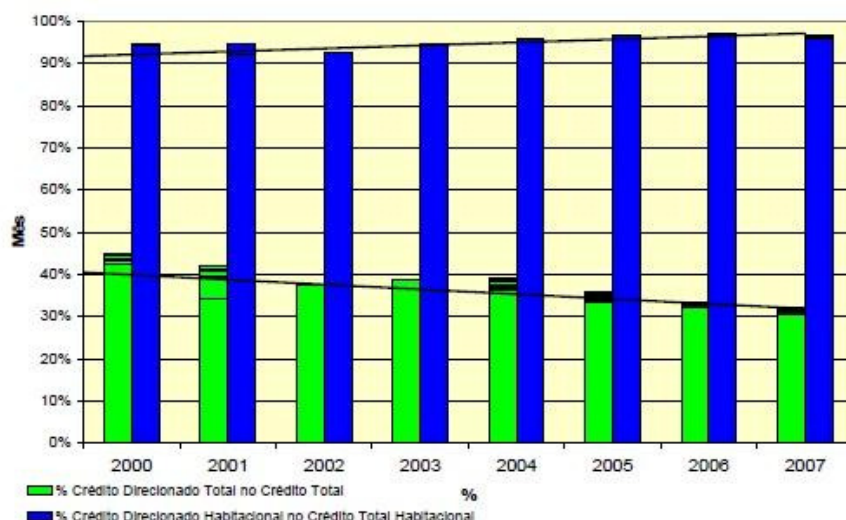
Os recursos podem ser livres ou direcionados. Enquanto os livres não possuem uma diretriz de onde devem ser alocados, os direcionados seguem uma determinação do Estado de onde devem ser colocados, seguindo prioridades políticas.

No caso brasileiro, os recursos direcionados são oriundos de recursos fiscais⁴ e parafiscais⁵, e também de recursos do sistema bancário. Um exemplo de recursos fiscais e parafiscais é o FGTS.

⁴ Recursos oriundos diretamente da arrecadação dos impostos por meio da vinculação de percentuais. PINHEIRO (2008) Apud PAIVA (2007).

⁵ Recursos originados na cobrança de taxas ou contribuições criadas especialmente para alimentá-los. PINHEIRO (2008) Apud PAIVA (2007).

Gráfico 2.1 – Crédito Direcionado no Crédito Total e Habitacional



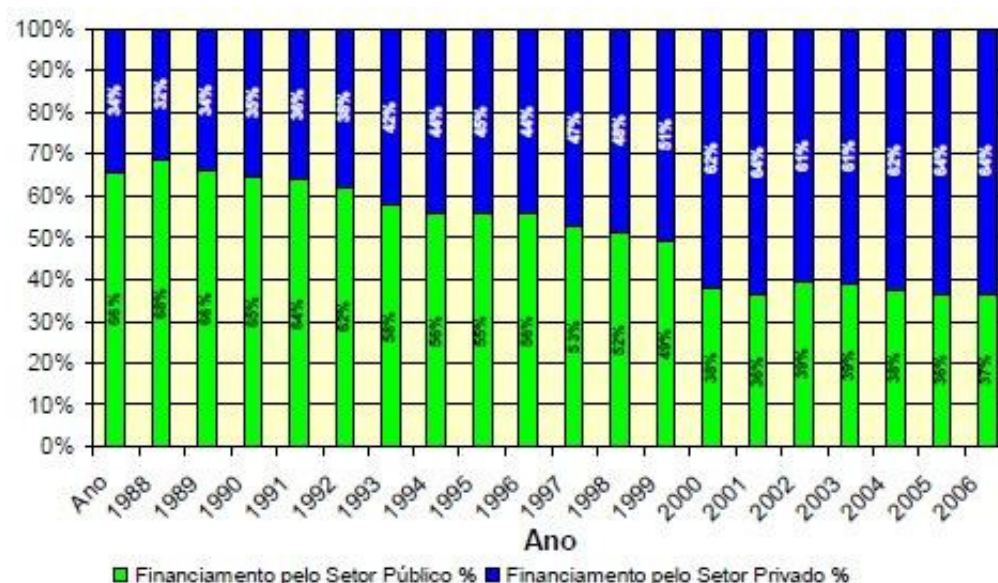
Fonte: BACEN (2007) Apud Paiva (2007).

Do gráfico acima, pode-se observar que no ano de 2007 um terço do crédito bancário no Brasil recebeu algum tipo de direcionamento por parte do governo, e ainda, o crédito imobiliário direcionado representa mais de 90% do crédito total habitacional, apresentando tendência de crescimento.

Em decorrência da lei, observa-se atualmente que o crédito imobiliário do SFH é, em sua maior parte, formado por recursos direcionados. Vale citar como exemplo o caso da poupança, onde 70% da captação devem ser destinados a financiamentos habitacionais, sendo que 80% desse valor devem ser aplicados em operações do SFH e o restante em Carteiras Hipotecárias⁶.

⁶ Carteiras Hipotecárias permitem o financiamento para aquisição de imóveis novos ou usados com valores de financiamento superiores ao máximo estabelecidos pelo SFH.

Gráfico 2.2 – Financiamento do Crédito – Público e Privado



Fonte: BACEN (2007) Apud Paiva (2007).

Do gráfico 1.2 podemos observar que a partir dos anos 2000 houve uma inversão na participação do setor privado no financiamento do crédito, mostrando ainda uma tendência crescente desse setor, detendo uma posição antes dominada pelo setor público. É importante ressaltar que essa inversão decorre em grande parte da redução da participação estatal na economia através do Programa Nacional de Desestatização (PND) ocorrido na década de 80 e 90. (PAIVA, 2007)

2.4 DÉFICIT HABITACIONAL NO BRASIL

O déficit habitacional brasileiro foi acentuado durante as décadas de 40 e 50, mais precisamente, durante o período de industrialização do pós-guerra, e foi estimulado principalmente pelo congelamento dos aluguéis no começo da década de 40.⁷

O processo de industrialização associado ao a alta da inflação acelerou as diferenças sociais, e assim, o ritmo das construções não era suficiente para atender à demanda populacional por habitação.

Da tabela 2.1 e do Gráfico 2.3 podemos observar que na década de 50 o déficit habitacional absoluto já era de 3,6 milhões de moradia, atingindo 7,8 milhões em 2005. É importante observar que apesar de o déficit absoluto apresentar uma tendência crescente ao longo do período, o déficit relativo apresenta uma tendência decrescente.

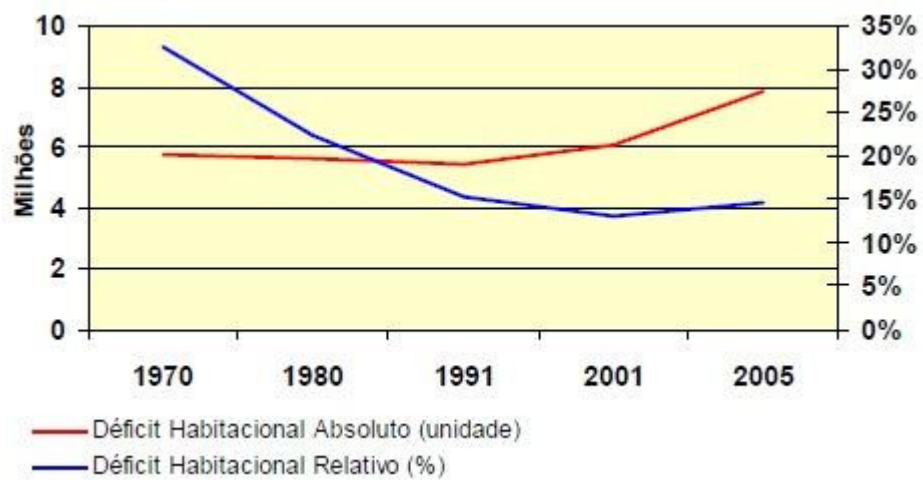
Tabela 2.1 – Déficit Habitacional no Brasil

Ano	Déficit Habitacional Absoluto (unidade)	Déficit Habitacional Relativo (%)
1950	3.600.000	-
1970	5.774.000	32,5%
1980	5.620.000	22,3%
1991	5.459.000	15,3%
2001	6.061.000	13,0%
2005	7.832.000	14,7%

Fonte: Brollo (2004), FGV Projetos (2006), FJP (2006) Apud Paiva (2007).

⁷ SEGRETI (2007) Apud PAIVA (2007).

Gráfico 2.3 – Déficit Habitacional no Brasil – Absoluto e Relativo



Fonte: Brollo (2004), FGV Projetos (2006), FJP (2006) Apud Paiva (2007).

3. FUNDOS DE CRÉDITO, IMOBILIÁRIO, E ALTERNATIVAS DE INVESTIMENTO

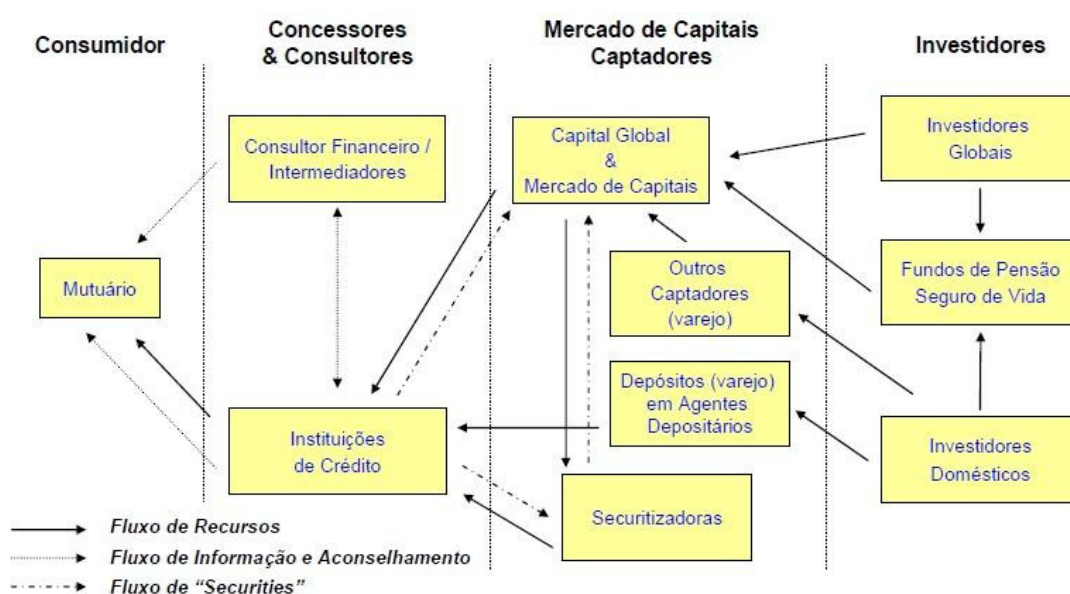
Existe uma substancial conexão entre desenvolvimento financeiro e desenvolvimento econômico, e uma forte economia financeirizada pode agregar rápido crescimento econômico. Para Paiva (2007), o crédito imobiliário desempenha papel fundamental no sistema financeiro, pois permite ao mercado uma maior eficiência sob o ponto de vista da poupança, investimento e consumo.

Em estudo do Banco Mundial feito em 1993 (PAIVA 2007) o papel do crédito imobiliário é ressaltado devido ao fato de que em mercados desenvolvidos o crédito imobiliário pode representar até 40% de todo o portfólio do mercado financeiro.

De acordo com dados do BC, o crédito imobiliário no Brasil é pouco expressivo, representando em 2007 apenas 5,04% do todo o crédito do sistema financeiro. Desta forma, pode-se observar todo o gargalo de oportunidades existentes no país que estimulam o aprofundamento do conhecimento e desenvolvimento desse mercado no país.

A figura 3.1 mostra a integração entre os diversos atores do mercado de crédito imobiliário.

Figura 3.1 – Mercado de Crédito Imobiliário



Fonte: Adaptado de Miles (2004) Apud Paiva (2007).

3.1 MERCADOS PRIMÁRIOS E SECUNDÁRIOS

Dentro desse sistema de financiamento existem dois modelos de financiamento. Um deles é o financiamento via mercado primário: via bancos de créditos imobiliários, bancos comerciais, instituições de poupança e empréstimos, uniões de crédito e agências financeiras da habitação. O outro modelo é via mercado primário e secundário. Nesse caso, faz parte do modelo além do mercado primário, o mercado secundário: companhias de seguro de vida e previdência privada, securitizadoras (securitizers), bancos de investimentos, fundos de pensão e agências governamentais.

Tabela 3.1 Composição dos Mercados Primário e Secundário

Composição	
Mercado Primário	Bancos de Crédito Imobiliário, Bancos Comerciais, Instituições de Poupança e Empréstimos, Uniões de Crédito e Agências Financeiras
Mercado Secundário	Companhias de Seguro de Vida e Previdência Privada, Securitizadoras (Securitizers), Bancos de Investimento, Fundos de Pensão e Agências Governamentais

Fonte: Elaboração própria.

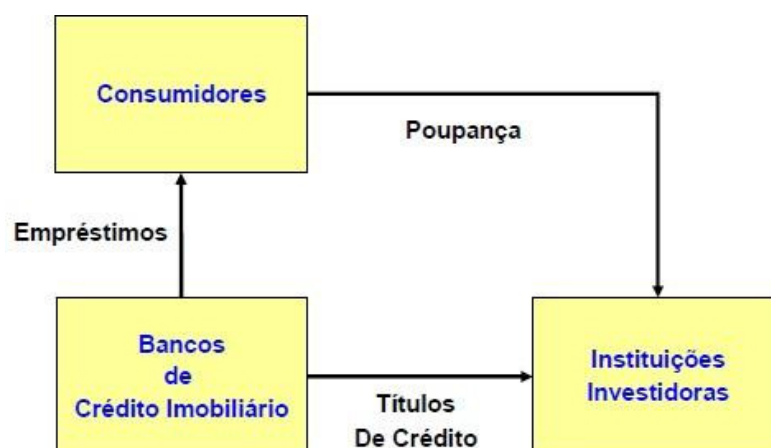
Figura 3.2 – Mercado Primário – Sistema de Instituições Depositantes



Fonte: Adaptado de Lea e Bernstein (1995) Apud Paiva (2007).

No modelo de financiamento representado pela figura 3.2, os financiamentos de imóveis têm como fonte principal de recursos o sistema de depósito. Inclui entidades de poupança que provêm todos os serviços de um banco e que têm como objetivo principal o financiamento de imóveis. Foi muito utilizado por países como Austrália e Estados Unidos (PAIVA, 2007).

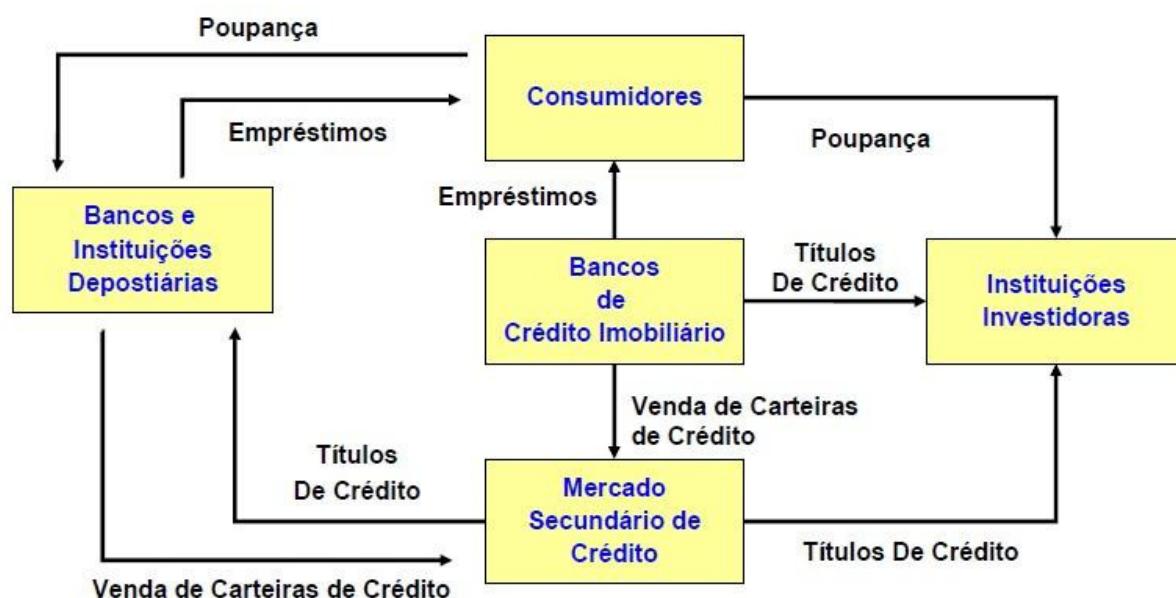
Figura 3.3 – Mercado Primário – Sistemas de Bancos de Créditos Imobiliários



Fonte: Adaptado de Lea e Bernstein (1995) Apud Paiva (2007).

No modelo de financiamento representado pela figura 3.3, os bancos de créditos são especializados, atuando na concessão de créditos aos mutuários, e captam recursos via títulos de crédito imobiliário. Em geral, esses títulos são comprados por instituições com recursos de longo prazo, como securitizadoras e fundos de pensão. Foi muito utilizado no Continente Europeu, especialmente na Alemanha (PAIVA, 2007).

Figura 3.4 – Sistema de Financiamento com Mercado Primário e Secundário



Fonte: Adaptado de Lea e Bernstein (1995) Apud Paiva (2007).

No modelo de financiamento da figura 3.4, a função do mercado primário é emprestar dinheiro, enquanto a função do mercado secundário é de compra e venda de carteira de crédito já concedida no mercado primário para instituições investidoras. Nesse mercado os fundos são levantados via emissão de títulos de crédito. É importante observar que o perfil dos atores do mercado secundário é formado por agentes que possuem excesso de capital de longo prazo e que buscam também aplicações de longo prazo. Esse modelo foi desenvolvido nos Estados Unidos na década de 70 (PAIVA 2007).

O papel dos intermediários financeiros é fundamental, uma vez que ele propicia uma dinamização do mercado, visto que os agentes fornecedores de recursos e tomadores não precisam se relacionar para que o ciclo de crédito se concretize. Além disso, os intermediários financeiros minimizam os riscos, seja através da diversificação de riscos, através dos produtos comercializados, através dos contratos e processos padronizados, além da especialização dos mesmos.

Para Paiva (2007), diferente do mercado dos Estados Unidos, onde os mercados primário e secundário são muito ligados ao mercado de capitais, no Brasil, o mercado de capitais é pouco influente para essa finalidade, e a securitização é pouco relevante. Os recursos destinados ao crédito imobiliário no Brasil são predominantemente oriundos de fundos de poupança (SBPE) com recursos direcionados e FGTS, que pode ser considerado uma poupança compulsória.

3.2 SECURITIZAÇÃO E SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

Risso (2007) define securitização como um mecanismo financeiro utilizado pelas empresas visando antecipar um fluxo de caixa futuro, dando como garantia um de seus ativos. Mesmo que esses títulos tenham como principal característica a garantia por parte do emitente, isso não implica em eliminação total do risco. A estrutura adotada para se fazer a operação e qualidade na estruturação do reforço do crédito são os fatores que garantem proteção ao risco.

A securitização de recebíveis imobiliários consiste na emissão de títulos que espelhem o portfólio de créditos provenientes de transações imobiliárias.⁸

O objetivo dos investidores em títulos imobiliários securitizados é a qualidade dos recebíveis e do ativo originado. Para isso, é essencial que os ativos a serem securitizados sejam separados da estrutura jurídica do originador.

Tabela 3.2 – Vantagens Proporcionadas pela Securitização de Recebíveis Imobiliários

	Vantagem	Observação
Para originador dos recebíveis	• Novas fontes de captação • Compartilhamento do risco • Financiamento casado entre ativos e passivos	• Acesso ao financiamento, minimizando ou anulando a necessidade de financiamento bancário • Compartilhamento do risco na medida em que a rentabilidade do investimento está atrelada à rentabilidade do empreendimento • Mitigação do risco de descasamento de taxas de juros e de liquidez entre ativos e passivos na carteira do originador
Para investidor	• Maior liquidez e transparência na negociação dos empreendimentos • Opção de decidir qual período é mais interessante investir • Unidade de valor menor para o investimento • Redução dos custos de transferência	• Revisão dos papéis em períodos mais curtos • O prazo de aplicação dos recursos é vinculado exclusivamente ao desejo de manter tal posição • Permite a comercialização de papéis com valor de face reduzido, permite a entrada de pequenos investidores • Inexistência de despesas de registro e transferência
Para o mercado imobiliário	• Aquecimento do mercado • Diversificação de investimentos e redução de	• O aumento da captação gera aumento das possibilidades de investimento

⁸ VEDROSSI (2002) Apud RISSO (2007).

riscos	• Aproximação às médias do mercado
• Aumento de investidores	• Atração de novos investidores, financiamento ativo do mercado.

Fonte: Elaboração própria.

Tabela 3.3 – Riscos Inerentes à Securitização de Recebíveis Imobiliários

Risco	Observação
Composição da carteira de crédito	Capacidade de pagamento dos adquirentes do imóvel em cumprir suas obrigações. Reflete o nível de segurança jurídica e o tempo que o imóvel pode ser retomado em caso de inadimplência.
Solvência do originador	Se originador sofrer problemas logo após a transferência dos créditos, a legalidade da transação pode ser questionada.
Estrutura jurídica e legal	Os agentes participantes da operação devem estar formatados considerando o entorno jurídico e legal.
Pré-pagamento	Possibilidade de o adquirente do imóvel exercer seu livre direito de quitar, de forma parcial ou total, o financiamento contraído na ocasião da compra do imóvel.
Competência do gestor dos créditos	O gestor é responsável por pela administração e da carteira de créditos e seus respectivos contratos. Conseqüentemente, em caso de atraso o gestor se torna responsável pela cobrança, renegociação e recomposição da dívida, além da decisão de recuperar o imóvel, com eventual necessidade de execução das garantias adicionais.
Soberano	Avaliação da capacidade e disposição de um governo servir integralmente a sua dívida nos prazos e condições acordados com seus credores na contratação do empréstimo.

Fonte: Elaboração própria.

3.2.1 FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (FIIs)

Os Fundos de Investimento Imobiliário foram criados no Brasil pela Lei 8.668 de 25 de julho de 1993 e regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O FII é um conjunto de investidores com objetivo comum: aplicar recursos financeiros em empreendimentos imobiliários ou de base imobiliária, a serem feitos ou já concluídos. Para se enquadrar nessa denominação os fundos devem ter ao menos 75% de patrimônio aplicado em bens e/ou direitos imobiliários de um ou mais empreendimentos, sendo que o restante deve ser aplicado em ativos de renda fixa. Tecnicamente é um fundo fechado. Isso significa que não pode ser feito resgate de quotas. O investimento é feito através da compra de quotas e o retorno se dá através da distribuição de resultado, venda de quotas em bolsa de valores ou mercados de balcão, ou da dissolução do fundo com a venda dos seus ativos e distribuição proporcional do patrimônio aos cotistas.

A administração desses fundos deve ser feita por obrigatoriamente por uma instituição financeira que seja regulamentada pela CVM. Essa instituição torna-se proprietária fiduciária dos bens que fazem parte do patrimônio do fundo em questão, mas que pertencem ao cotista.

Em termos de tributação, esses fundos são isentos de alguns impostos, como imposto de renda, incidindo apenas sobre as distribuições e ganhos de capital na alíquota de 20%. Outros casos de fundos imobiliários atrelados ao CDI, a renda fixa, ou fundos de ações e cambial seguem padronização distinta.

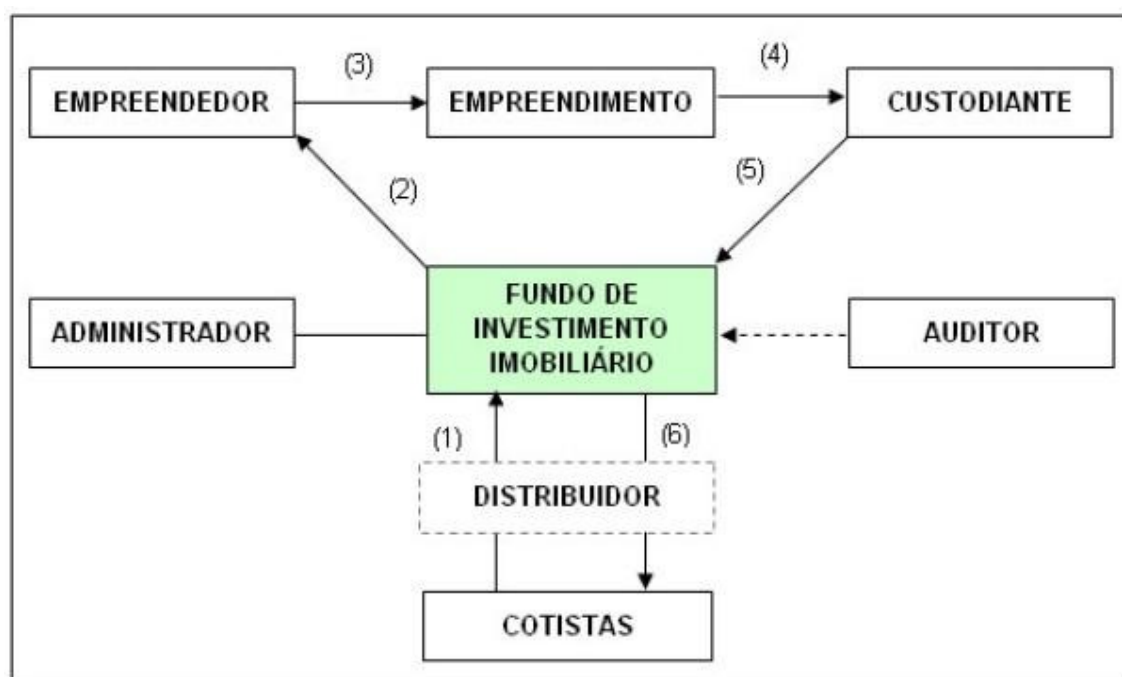
A origem desse tipo de fundo no Brasil data do começo da década de 90, e o objetivo dos empreendedores imobiliários era utilizar a securitização como forma de ampliar a base de potenciais clientes, utilizando mecanismos de garantia de rentabilidade para atrair investidores acostumados à segurança dos usuais contratos de locação de imóveis residenciais e comerciais. Esses fundos também permitem a participação de pequenos e médios investidores que não possuem recursos suficientes para aplicar em imóveis, pois a quota mínima para investimento é relativamente baixa.

Os FIIs foram criados como tentativa de espalhar no Brasil o sucesso alcançado pelos fundos similares existentes nos Estados Unidos. A diferença básica é que no Brasil esses fundos não foram criados para se transformar em agentes ativos do mercado, mas para representar a divisão de um empreendimento de base imobiliária para um conjunto de investidores (ROCHA LIMA JR., 2001 Apud AMATO, TAKAOKA, ROCHA LIMA JR., e SECURATO, 2005).

Para Amato, Takaoka, Rocha Lima Jr. e Securato (2005), a partir de trabalho desenvolvido sobre a negociação e rentabilidade de uma amostra de fundos imobiliários no

Brasil, apesar do mercado de desenvolvimento dos FIIs ser recente, é possível verificar que o valor das quotas dos fundos está fortemente ligado à capacidade destes remunerar seus investidores por meio do pagamento de dividendos, os FIIs ainda são vistos como ativos de baixa liquidez e com grau de risco superior a outros investimentos com melhores rentabilidades, e ainda verificam uma tendência dos fundos terem seu desempenho vinculado às características particulares do Setor de Construção Civil, particularmente dos empreendimentos de base imobiliária.

Figura 3.5 – Estrutura de um FII



Fonte: Risso, 2007.

A securitização de um empreendimento imobiliário via FII é feito de acordo com a sequência numerada na figura: (1) estruturação do fundo, sendo o lastro o empreendimento, com emissão de contas; (2) contratação do empreendedor para a implementação do fundo; (3) implementação do empreendimento; (4) geração de resultados operacionais remetidos à instituição custodiante; (5) instituição custodiante envia recursos ao FII; (6) FII desconta seus custos operacionais e distribui resultado aos cotistas.

3.2.2 FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDC)

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios foram criados pela resolução 2.907 de 29 de novembro de 2001, sendo que a CVM regulamentou sua constituição e funcionamento através da instrução 356 no dia 07 de dezembro de 2001, posteriormente modificada pela instrução 393 de 22 de julho de 2003.

Os FIDCs funcionam como um fundo mútuo de investimento tradicional e são classificados como renda fixa. São direcionados exclusivamente para investidores qualificados, que de acordo com a CVM são: instituições financeiras, companhias seguradoras e sociedades de capitalização, pessoas físicas e jurídicas com investimentos acima de R\$300 mil reais, e que atestem por escrito sua condição de investidor qualificado, e fundos de investimentos destinados a investidores qualificados.

Esses fundos são constituídos sob forma de condomínio aberto ou fechado, sendo que a diferença é que no fechado o resgate pode ser feito a qualquer momento, observado determinado prazo de carência, e no aberto, o resgate só pode ser feito seguindo determinado cronograma existente no regulamento do fundo.

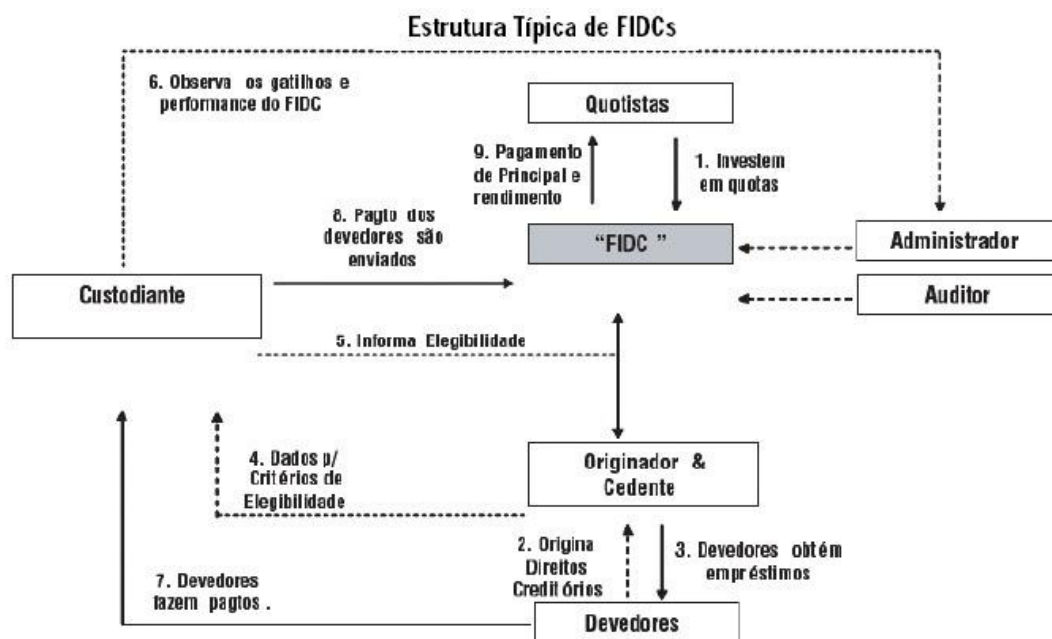
Os recursos obtidos devem ser aplicados em direitos creditórios ou títulos representativos destes direitos, sendo que⁹:

- No mínimo 50% devem ser aplicados em direitos creditórios, e o restante pode ser aplicado em títulos de emissão do Tesouro Nacional, títulos de emissão do BACEN, créditos securitizados pelo Tesouro Nacional, títulos de emissão dos 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);
- Direitos creditórios contra uma mesma pessoa física ou jurídica, não podendo exceder 10% do patrimônio líquido do fundo;
- Direitos creditórios contra uma mesma instituição financeira não podem exercer 20% do patrimônio líquido do fundo.

⁹ RISSO (2007).

Os ativos dos FIDs são compostos por uma cesta de ativos, sendo que parte desses ativos possui liquidez imediata. E ainda, esses fundos devem possuir um administrador responsável civilmente e criminalmente pelos atos do fundo.

Figura 3.6 – Estrutura de um FIDC



Fonte: Moody's (2004) Apud Risso (2007).

3.2.3 CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI)

CRI é um título de crédito normativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários. É um título de crédito que se mostra apropriado ao financiamento de médio e longo prazo, pois ele compatibiliza com as características das aplicações de mercado imobiliário com as condições de eficiência necessárias a concorrência no mercado de capitais. Ou seja, ele tem a mobilidade e agilidade do mercado de valores mobiliários e a segurança necessária ao investidor.

As emissões de um Certificado de Recebíveis Imobiliários podem ser residenciais ou corporativas. As residenciais financiam projetos imobiliários residenciais, enquanto as corporativas financiam a componente imobiliária de projetos de qualquer espécie. O CRI só pode ser emitido com companhia securitizadora, sendo necessário que seu registro e

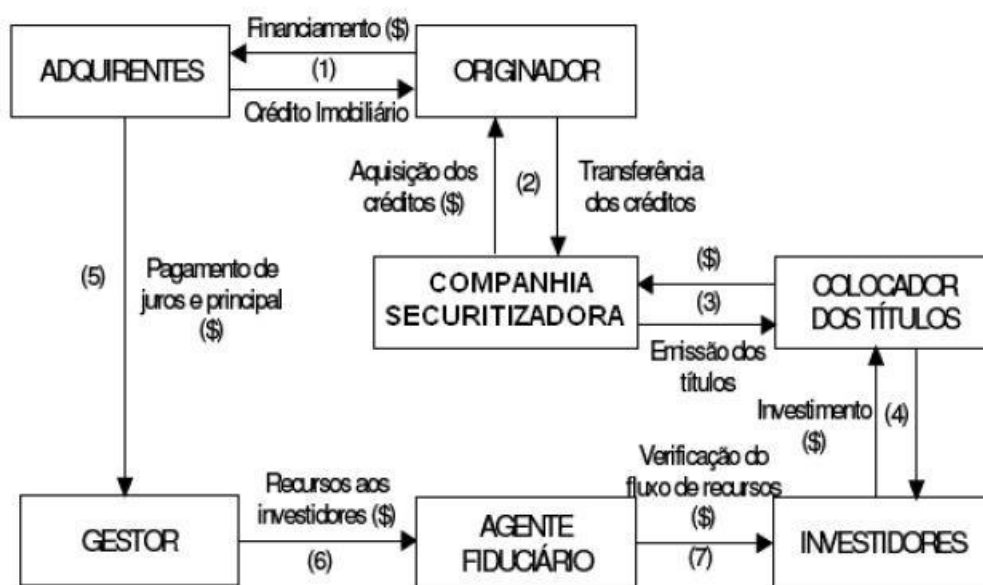
negociação sejam realizados por meio dos sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados.

Pode ser instituído regime fiduciário sobre os créditos imobiliários, com objetivo de lastrear a emissão de CRI, sendo que a instituição financeira ou companhia autorizada pelo BACEN atua como agente fiduciária, e os adquirentes dos títulos são os beneficiários. Nesse caso, a companhia securitizadora deve constituir patrimônio separado para que os créditos se destinem exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem lastreados e aos custos de administração e obrigações legais. Desta forma, os créditos estão livres de qualquer ação ou execução pelos credores da companhia securitizadora.

O CRI pode ser constituído de várias CCIs (Cédula de Crédito Imobiliário): título executivo extrajudicial, exigível pelo valor apurado de acordo com as cláusula e condições pactuadas no contrato que lhe deu origem. Esse tipo de composição possibilita agilidade e economia na estruturação da operação.

A figura abaixo mostra a estrutura básica de emissão de CRI, chamada de “pass-through”, onde cada título representa uma fração da carteira de créditos e recebe uma parcela equivalente do fluxo de receita gerado pela carteira.

Figura 3.7 – Estrutura Básica de Emissão de CRI



Fonte: Adaptado de Mafra (2006) Apud Risso (2007).

Sendo que os números representam: (1) créditos imobiliários originados pela transação da compra de um imóvel; (2) originador cede ou transfere seus créditos a uma Companhia Securitizadora; (3) a Companhia Securitizadora emite uma única série de títulos de investimento lastreado nos recebíveis imobiliários de sua propriedade; (4) distribuição dos títulos junto aos investidores; (5) adquirentes do imóvel pagam juros e parte do valor amortizado; (6) gestor recebe recursos do adquirente e envia aos investidores, além de relatórios de controle; (7) agente fiduciário verifica fluxos dos recursos, preservando interesse dos investidores.

3.3 CAPITAL IMOBILIÁRIO E FINANCEIRO

Nos anos 80 e 90 a dinâmica capitalista sofreu transformações importantes, dentre elas podemos citar a integração dos mercados sob domínio do capital financeiro (financeirização da economia), revolução da tecnologia da informação e do conhecimento, formatação de corporações capitalistas contemporâneas, fusões de bancos e corporações, entre outras. Esse cenário possibilitou uma estreita relação entre processo imobiliário e financeiro.

A hipermobilidade do capital – financeirização da economia - fez emergir um setor imobiliário intrinsecamente ligado ao capital financeiro¹⁰. Isso se torna evidente quando se observa as categorias de ativos que compõem a carteira dos fundos de pensão, das companhias de seguro e dos bancos, onde os ativos de base imobiliária representam significativo percentual. Isto significa que as principais instituições financeiras e corporações produtivas buscam ampliar seus investimentos no mercado imobiliário como estratégia de diversificação.

A emergência de um dinâmico mercado imobiliário tem garantido relativa estabilidade na gestão dos investimentos em ativos de base imobiliária, e conseqüentemente, uma rentabilidade notória desse mercado.

Paiva e Pinedo Quinto Jr. (2007) observam também que a relação entre processo imobiliário e capital financeiro não traz só vantagens. Essa relação tem se constituído num condutor endógeno de instabilidade econômica. Esses capitais podem desencadear distúrbios

¹⁰ Paiva e Pinedo Quinto Jr., 2007.

em virtude da reduzida efetividade dos mecanismos de gerenciamento de riscos e da precariedade das regras prudenciais das instituições financeiras de crédito. Vale citar como principal exemplo recente dessa instabilidade o caso da crise do subprime ocorrida nos Estados Unidos e difundida mundialmente. No caso americano, a bolha especulativa imobiliária pode ser definida como a situação em que o valor de mercado de um ativo independe de seu valor intrínseco, não há uma base sólida nos fundamentos econômicos que sancionam as taxas de retorno esperadas. Essa crise econômica pode ser vista como consequência da liberalização econômica e cambial, e da alteração das regras institucionais de comércio e investimentos.

A disseminação dos mecanismos de securitização de ativos e de outros instrumentos financeiros tem conferido maior liquidez aos ativos imobiliários e garantindo uma mobilização de capital para empreendimentos imobiliários. Isso, em algumas economias, tem constituído importante mecanismo de crescimento econômico.

3.4 DETERMINANTES DO DESENVOLVIMENTO DO CRÉDITO

A questão dos determinantes do desenvolvimento do crédito é fundamental para o desenvolvimento do mercado imobiliário. Podemos vê-los como condição fundamental. Caso tais condições não sejam satisfeitas, não haverá crédito disponível para financiar o mercado, e assim, todos os pontos anteriores deixam de fazer sentido. Não havendo o crédito, não há financiamento do mercado.

Para Geyer existem três fatores que permitem ou dificultam o desenvolvimento do crédito para financiamento imobiliário: informações de crédito, direitos legais e instabilidade macroeconômica.

3.4.1 INFORMAÇÕES DE CRÉDITO

Para se definir o preço de um empréstimo, um banco deve possuir informação a respeito da inadimplência dos mutuários. E para isso existem duas alternativas: registro

público e bureau privado. O primeiro se trata de bases de dados gerenciadas por uma entidade do governo, normalmente BACEN. O BACEN coleta informação dos tomadores de empréstimos junto ao sistema financeiro e torna essas informações disponíveis para potenciais credores. O segundo se trata de uma empresa privada ou organização que mantém uma base de dados com a situação dos tomadores junto ao sistema financeiro. Tem como função possibilitar a troca de informação entre bancos e instituições financeiras.

3.4.2 DIREITOS LEGAIS

Para que se conceda um empréstimo de longo prazo, o credor necessita de meios legais que deem segurança e garantam o empréstimo em caso de inadimplência. Vale citar duas variáveis que representam as questões legais: ruleoflaw e restrição ao poder executivo. O ruleoflaw representa a qualidade das leis de execução de contratos e direitos de propriedade. É mensurada através de uma pontuação que indica a percepção dos agentes quanto à confiança na qualidade e execução das leis. Já a restrição ao poder executivo mensura restrições institucionais que estão colocadas sobre presidentes e ditadores (ou monarquia). É uma medida institucional, mas que pode falhar por não captar, por exemplo, corrupção ou direitos de propriedade fracos.

3.4.3 INSTABILIDADE MACROECONOMIA

Um dos fatores mais relevantes na determinação do desenvolvimento do crédito é a instabilidade macroeconômica. Como a maioria dos créditos para financiamento imobiliário é de longo prazo, ambientes macroeconômicos voláteis criam substancial risco de taxas de juros, restringindo os mercados.

A capacidade de prever condições de juros, inflação e renda no país são substanciais para definir o ambiente econômico.

4. ABERTURA DE CAPITAL

No atual cenário de competitividade internacional, a forma com que uma empresa decide sua governança corporativa, e consequentemente, a forma de financiar suas atividades trona-se cada vez mais importante.

Assim, existem várias formas de as empresas buscarem esses recursos: (1) capital de terceiros, seja através da emissão de debêntures, quando busca um capital de médio ou longo prazo, seja recorrendo a empréstimos em instituições financeiras; (2) oferta pública de ações, em inglês IPO (Initial Public Offering).

É importante dizer que o principal problema gerado pela captação de recursos através de terceiros é o fato de haver um alto custo desse capital. Também é importante distinguir debêntures de emissão de ações. A principal diferença é que, salvo havendo cláusula de conversão em ações, a emissão de debêntures não altera o controle acionário da empresa.

Um IPO ocorre quando uma empresa privada emite cotas de ações a serem vendidas para o público em geral. Desta forma, a empresa deixa de ser privada e passa a pertencer a uma série de investidores, que não possuem, necessariamente, relação com a administração dessa empresa. Há uma profissionalização da gestão administrativa, e um aumento de qualidade da exposição ao mercado.

O processo de abertura de capital de uma empresa não é algo simples. Toma tempo, dinheiro e estudo. A empresa tem que se submeter à CVM (Comissão de Valores Mobiliários), e seus critérios de análise, como, por exemplo, relatórios financeiros trimestrais, de transações internas e balanços patrimoniais.

No Brasil, cada vez mais empresas estão optando pela abertura de capital como meio de garantir recursos financeiros que ampliem o crescimento dessas organizações. No ano de 2007, o setor imobiliário brasileiro, que reúne empresas de construção, incorporação, venda comercialização de imóveis, registrou um total de quinze IPOs, totalizando um volume de mais de R\$9 bilhões.

Esta seção objetiva continuar a análise feita por BIASUSSI (2008), em relação a 15 empresas do setor imobiliário que fizeram IPO no ano de 2007. A análise do autor se encerra no primeiro semestre de 2008, antes da crise do subprime nos Estados Unidos, e assim visa-se

continuar a análise até o primeiro semestre de 2011, atualizando os dados, e vendo as consequências posteriores.

É importante ressaltar que as ações podem ser Novo Mercado, Nível 1, e Nível 2. A primeira trata-se de ações emitidas por companhias que se comprometem em adotar práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela regulamentação da Bovespa e pela Legislação. A premissa básica assumida é que a valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela quantidade de informações prestadas pelas companhias. Nesse caso, todas as ações dão direito a voto, ou seja, são ordinárias. Já a segunda forma, também segue a adoção de boas práticas de governança corporativa, sendo que o que difere é o contrato assinado pela empresa ao aderir a essa modalidade. Já o Nível 2 trata basicamente de seguir o adotado pelo Nível 1, acrescido de um conjunto maior de práticas de governança corporativa relativa aos direitos societários dos acionistas minoritários.

Abaixo segue tabela com os IPOs realizados no ano de 2007 por empresas presentes no setor imobiliário.

Tabela 4.1 – IPOs do Mercado Imobiliário em 2007

Empresa	Data do IPO	Preço Inicial (R\$)	Segmento de listagem	Natureza da Oferta	Volume (R\$ em milhões)	Nº de investidores
PDG Realty	26/jan	14,00	Novo Mercado	Mista	648	12.018
Rodobens	31/jan	19,50	Novo Mercado	Primária	449	14.181
Camargo Corrêa	31/jan	14,50	Novo Mercado	Mista	522	22.294
Tecnisa	01/fev	13,00	Novo Mercado	Mista	791	17.436
JHSF Part	12/abr	8,00	Novo Mercado	Primária	432	4.561
CR2	23/abr	20,00	Novo Mercado	Primária	308	2.810
Agra Incorp	06/abr	8,50	Novo Mercado	Mista	786	5.375
Inpar S/A	06/jun	17,50	Novo Mercado	Primária	756	9.614
EZ Tec	22/jun	11,00	Novo Mercado	Primária	542	5.553
InvestTur	16/jul	1000,00	Novo Mercado	Primária	945	17
MRV	23/jul	26,00	Novo Mercado	Mista	1.193	15.657
Multiplan	27/jul	25,00	Nível 2	Mista	925	24.419

Tenda	15/out	9,00	Novo Mercado	Primária	603	10.172
BR Brokers	29/out	950,00	Novo Mercado	Mista	699	13
Helbor	29/out	11,00	Novo Mercado	Primária	252	723

Fonte: Biasussi (2008).

4.1 ANÁLISE DA ABERTURA DE CAPITAL

4.1.1 PDG REALTY S.A. EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES

Observa-se da tabela anterior que a PDG foi a primeira empresa do ramo imobiliário a abrir o capital em 2007. A companhia desenvolve diversas atividades do ramo imobiliário, como incorporar empreendimentos imobiliários específicos conjuntamente com outras empresas.

Os empreendimentos são principalmente residenciais, visando atender a demanda desde classe média-baixa até classe alta. Além disso, a PDG também realiza investimentos de portfólio, notadamente no modelo Private Equity, no qual adquire participações societárias em empresas dedicadas ao setor imobiliário, participando no planejamento estratégico e na gestão das sociedades investidas.

A empresa também atua na comercialização de imóveis residenciais e comerciais, na intermediação e consultoria imobiliária, além de se definir como uma companhia de investimentos. A própria classificação feita pela Bovespa define a atividade principal da companhia como sendo atuante em sociedades atuantes no setor imobiliário.

O IPO da companhia, realizado em 26 de janeiro de 2007, levantou R\$630 milhões com a oferta de 45 milhões de ações a R\$14,00 cada.

Do gráfico de comparação de rentabilidade entre a ação PDGR3 e Ibovespa, podemos observar que existe uma clara tendência de valorização da ação ao longo do tempo, notadamente superior ao retorno do Ibovespa.

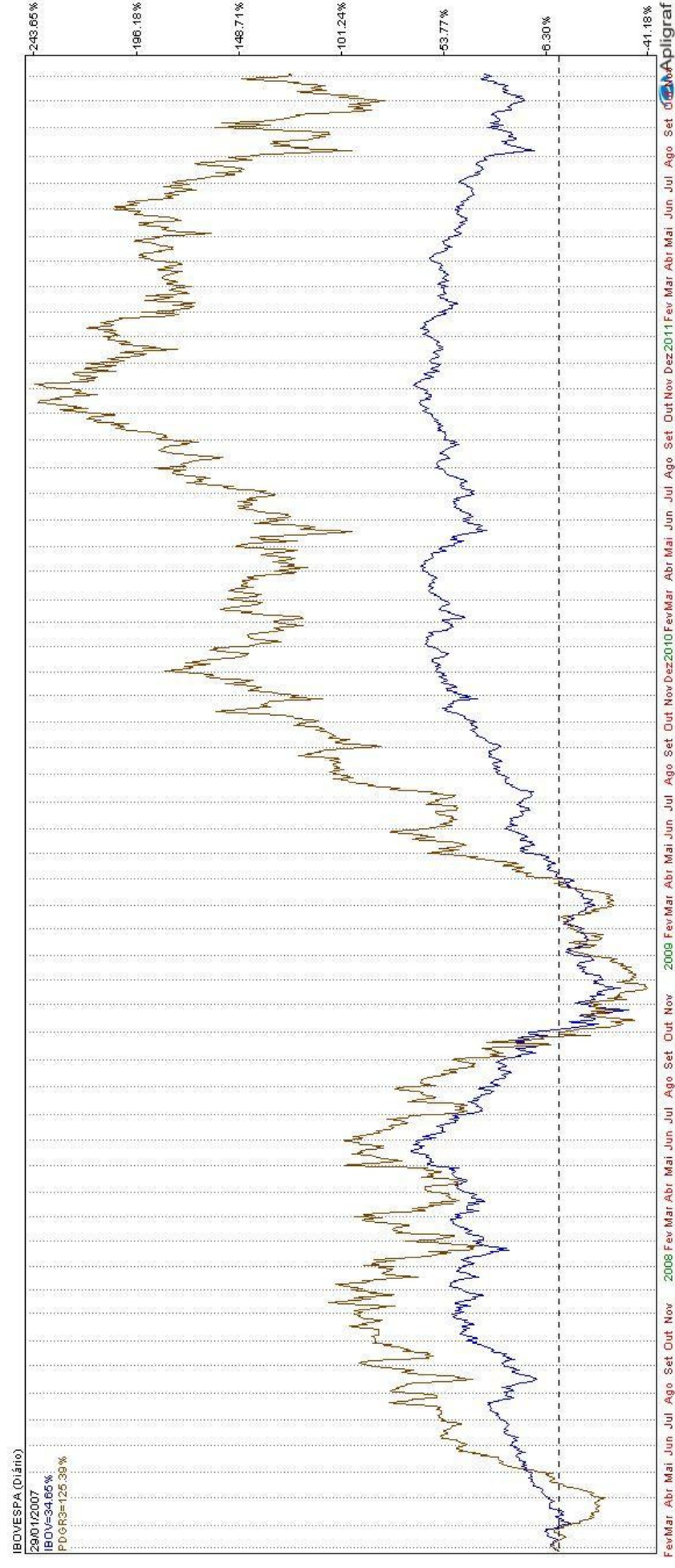
É necessário salientar também que no período de lançamento até setembro de 2007 a ação apresentou uma valorização. Já no período de setembro de 2007 a agosto de 2008 a ação

manteve uma tendência linear, sendo que no período de agosto de 2008 a abril de 2009 observa-se uma irregularidade com uma desvalorização significativa da ação. Já a partir de abril de 2009 a ação voltou a se valorizar, notadamente acima do Ibovespa.

A valorização da PDGR3 no período considerado, desde sua data de lançamento ao segundo trimestre de 2011, apresentou uma valorização de 172,4%, sendo que no mesmo período a Ibovespa apresentou um retorno de 43,21%.

Portanto, conclui-se que os investidores que optaram pela compra da ação obtiveram um retorno considerável para o período considerado.

Gráfico 4.1 – Comparação Retorno PDGR3 x Ibovespa



Fonte: Elaboração própria.

4.1.2 RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.

A Rodobens encontra-se entre os cem maiores grupos empresariais do país. A origem da empresa não remete ao mercado imobiliário, mas sim à área de revenda de caminhões, quando em 1949 iniciou sua atividade, e posteriormente começou a atuar na administração de consórcio de caminhões.

A atuação da companhia no mercado imobiliário começou a mais de 25 anos, na construção de empreendimentos para as próprias empresas do grupo, e posteriormente passou às incorporações imobiliárias. A companhia atua na construção e incorporação de edifícios de apartamentos e condomínio fechados de casas.

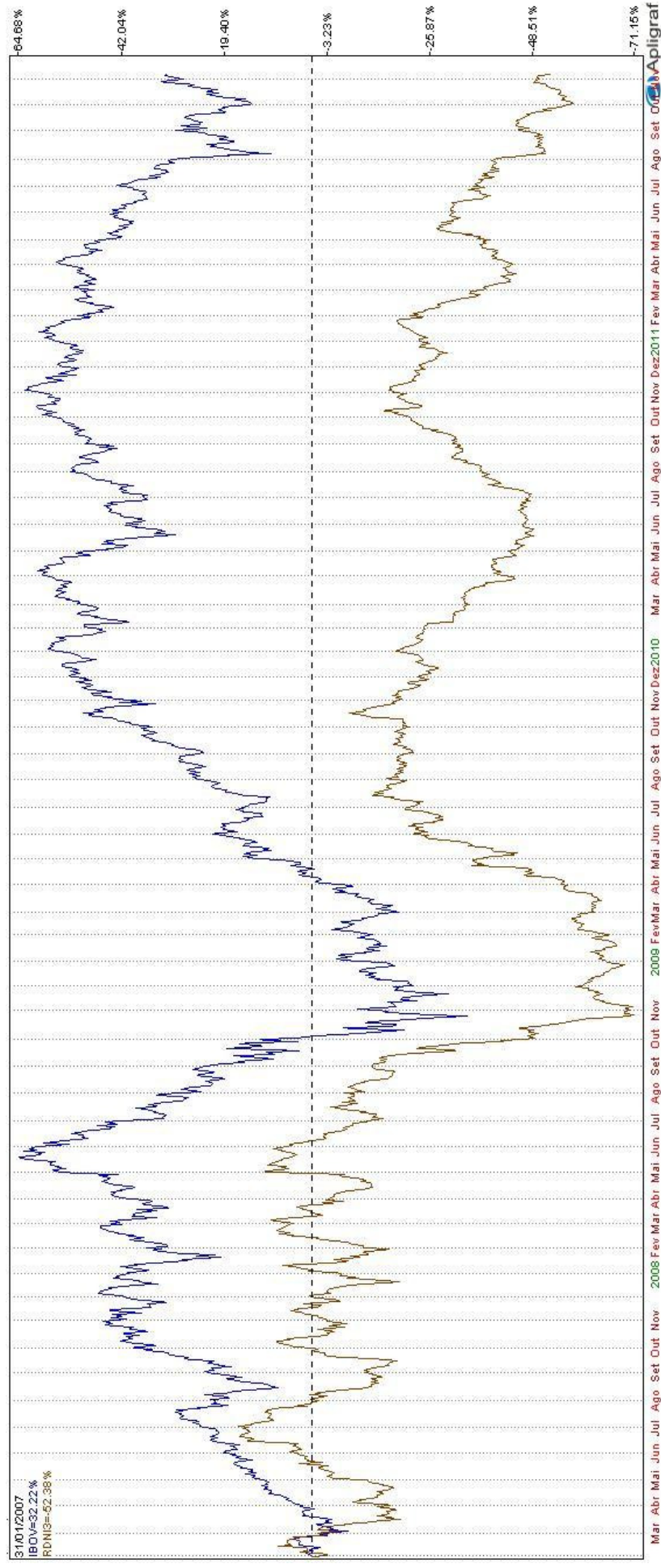
O IPO da companhia aconteceu no dia 31 de janeiro de 2007, mesmo dia em que a Camargo Corrêa fez seu IPO, colocando em mercado 20 milhões de ações, que vendidas ao preço de R\$19,50 cada, garantiram à companhia o montante de R\$390 milhões.

Do gráfico de comparação de rentabilidade entre Ibovespa e a ação da Rodobens (RDNI3), pode-se notar que os investidores que aplicaram recursos comprando essa ação não obtiveram um retorno positivo.

Do período de lançamento da ação ao segundo trimestre de 2011, a ação apresentou um retorno de -38,05%, enquanto o Ibovespa apresentou um retorno de 39,79% para o mesmo período.

É importante dizer que ao analisar o gráfico observa-se uma clara tendência de desvalorização da ação ao longo do tempo. Entretanto, a ação já apresentou valores menores do que o patamar que se encontra atualmente, notadamente no período de crise do subprime.

Gráfico 4.2 – Gráfico Retorno RDNI3 x Ibovespa



Fonte: Elaboração própria.

4.1.3 CAMARGO CORRÊA DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO S.A.

A Camargo Corrêa é uma empresa relativamente nova no setor de incorporação imobiliária, mas trata-se de uma empresa renomada e tradicional em várias regiões do país, notadamente nos estados da região Sudeste. A companhia conta com significativa quantidade de terrenos com substancial potencial para lançamentos imobiliários residenciais e comerciais.

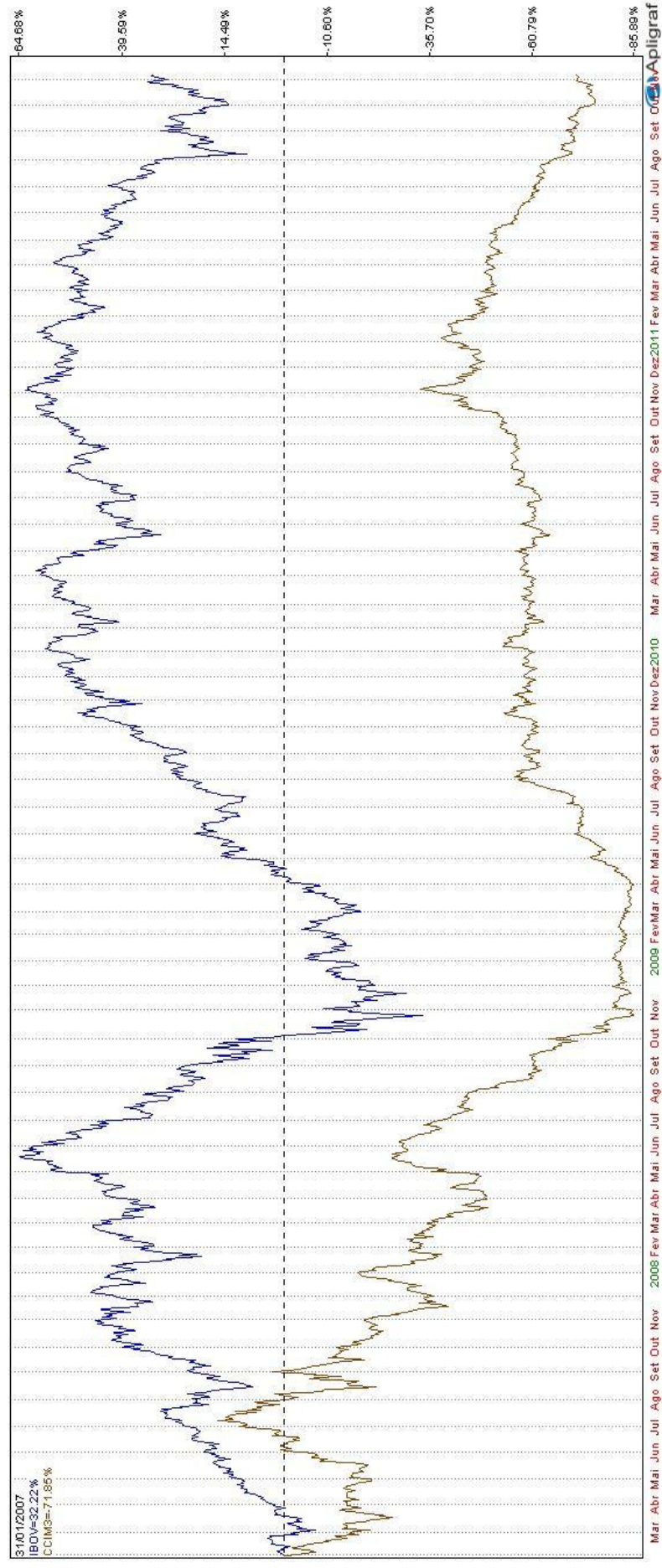
A IPO da companhia ocorreu também no dia 31 de janeiro de 2007, garantindo R\$522 milhões, através da oferta de 36 milhões de ações cotadas a R\$14,50 cada.

Nesse caso, a ação da Camargo Corrêa, CCIM3, apresentou o mesmo fato ocorrido na RNI3, exceto pelo fato de que a crise norte-americana não ter gerado um impacto tão significativo no retorno dessa ação.

A ação apresentou uma clara desvalorização ao longo do tempo, indicando uma tendência de desvalorização. Para o período desde o IPO ao segundo trimestre de 2011, a ação apresentou um retorno de -61,66%, enquanto o Ibovespa apresentou um retorno de 39,79%.

É válido ressaltar que a CCIM3 não apresentou retorno acima do Ibovespa em nenhum ponto do gráfico.

Gráfico 4.3 – Gráfico Retorno CCIM3 x Ibovespa



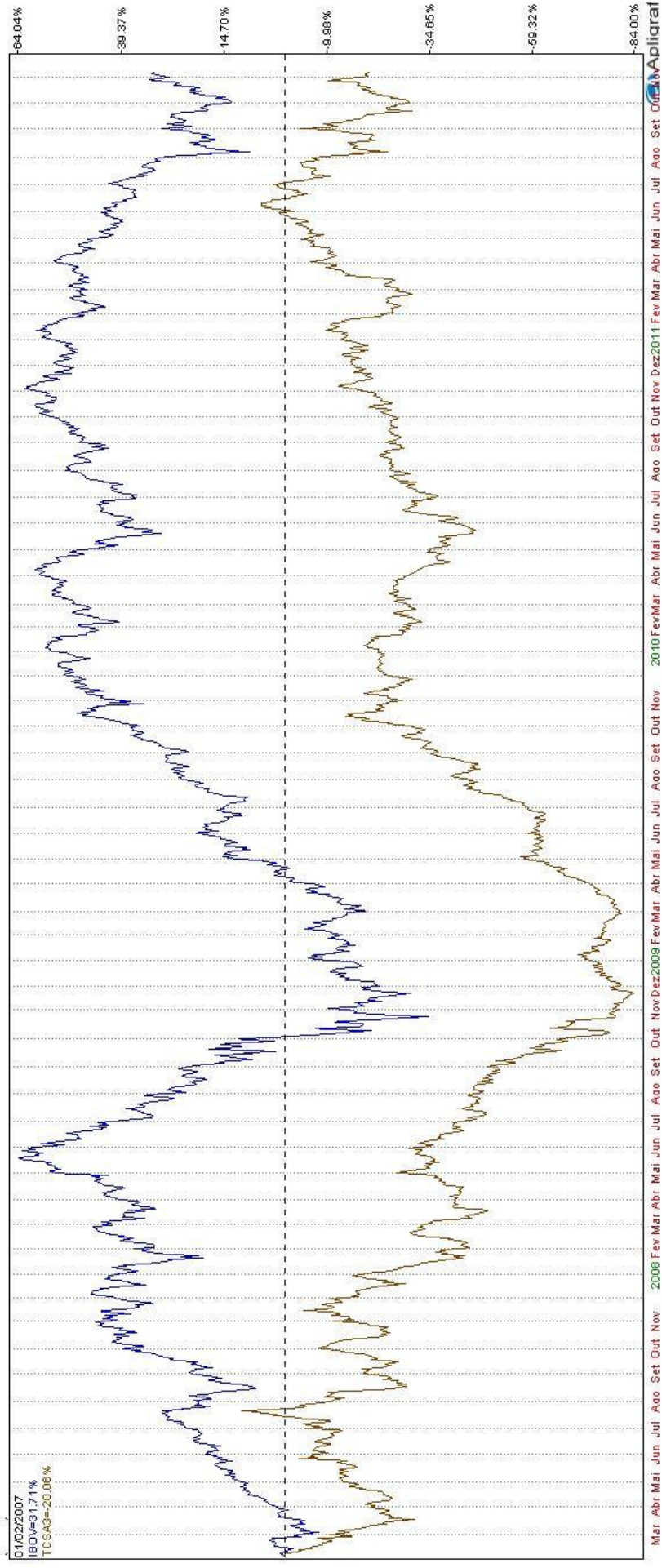
4.1.4 TECNISA S.A.

A companhia foi fundada em 1977, e é uma das maiores e mais tradicionais incorporadoras de empreendimentos residenciais imobiliários, visando um público de classe alta e média-alta, notadamente na região metropolitana de São Paulo. Vale ressaltar que a companhia participa de todas as etapas de uma incorporação imobiliária, desde a aquisição do terreno ao atendimento pós venda.

O IPO da companhia aconteceu no dia 01 de fevereiro de 2007, e captou um montante de R\$791 milhões, através de 60 milhões de ações ao preço de R\$13,00 cada, sendo que mais de 70% foi capturado junto a investidores estrangeiros.

A ação da Tecnisa, TCSA3, apresenta um desempenho peculiar. Até o final do ano de 2009 a ação apresentou desvalorização, e a partir de então a ação passou a se valorizar, recuperando o preço de seu lançamento em junho de 2011. Para o período do IPO ao segundo trimestre de 2011, a ação apresentou uma retorno de 1,87%, enquanto o Ibovespa apresentou 39,09%. Não é possível definir uma tendência clara para a rentabilidade futura dessa ação, mas é possível dizer que para quem optou por aplicar nessa ação, não foi uma boa opção. Apesar de ter havido um retorno positivo, outras aplicações garantiram retornos maiores significativamente maiores.

Gráfico 4.4 – Gráfico Retorno TCSA3 x Ibovespa



Fonte: Elaboração própria.

4.1.5 JHSF PARTICIPAÇÕES S.A.

A JHSF Participações atua nos mercados de incorporações imobiliárias residenciais e comerciais de uso misto e larga escala. Também atua no desenvolvimento e administração de Shopping Centers, nas atividades de locação comerciais e em investimentos em hotéis de alto padrão. A companhia se direciona ao mercado de alto padrão.

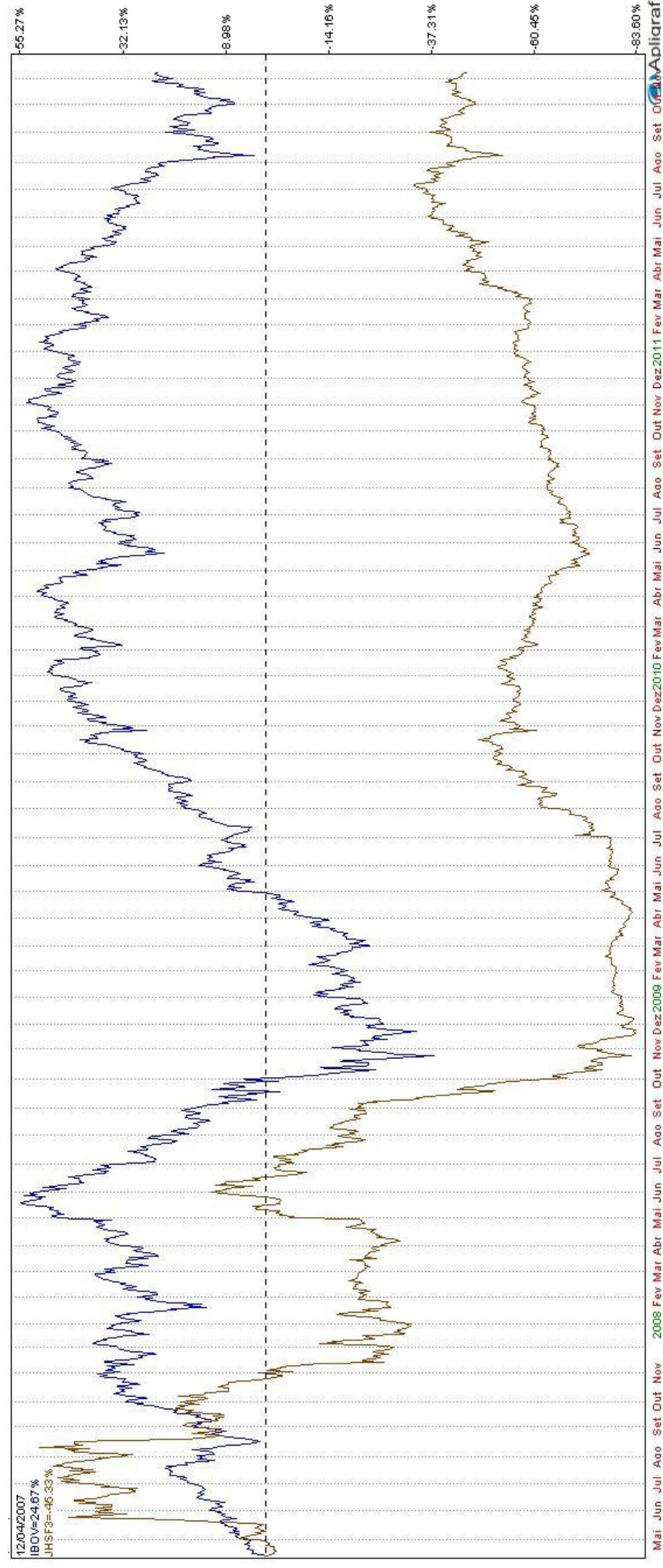
O IPO da companhia aconteceu no dia 12 de abril de 2007, captando um recurso de R\$432 milhões, através da emissão de 54 milhões de ações custando R\$8,00 cada.

A ação JHSF3 manteve seu retorno acima do Ibovespa por um período de 5 meses, sendo que depois seu retorno manteve-se abaixo do Ibovespa. Em novembro de 2008 a ação apresentou seu menor retorno, e desde então apresentou uma tendência de valorização.

Apesar de a ação ainda não estar no mesmo patamar que no seu lançamento, já apresenta uma modesta recuperação, e parece mostrar-se novamente como uma opção aos investidores.

Desde seu IPO ao segundo trimestre de 2011, a ação apresentou um retorno de -36,67%, enquanto o Ibovespa apresentou um retorno de 31,80%.

Gráfico 4.5 - Gráfico Retorno JHSF3 x Ibovespa



Fonte: Elaboração própria.

4.1.6 CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.

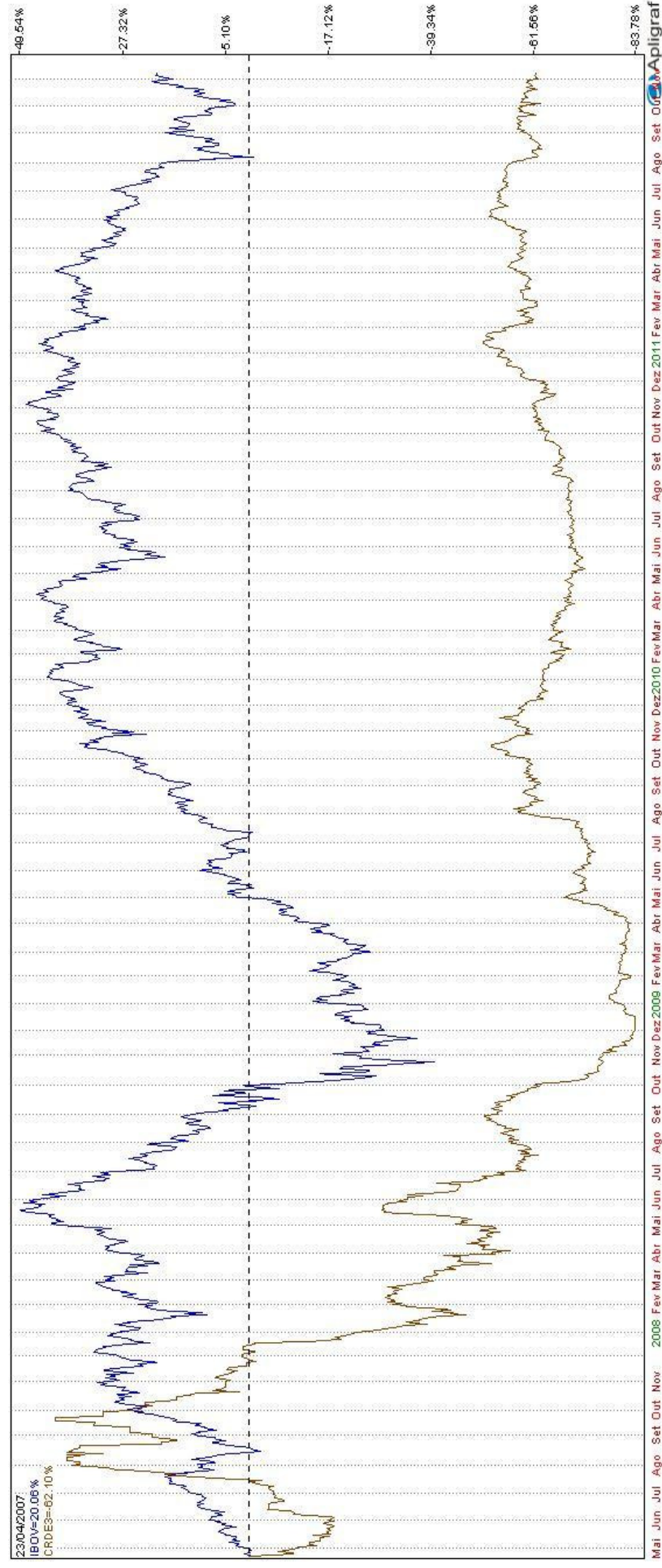
A CR2 tem forte presença na incorporação imobiliária, notadamente na região metropolitana do Rio de Janeiro e São Paulo. O diferencial dessa companhia é que ela desenvolve parceria para cada empreendimento imobiliário, atuando no gerenciamento e controle, sendo que essas parcerias se dão principalmente com construtoras e empreiteiras locais.

A alegação da empresa para essa forma de atuação é otimizar suas vendas, diminuir seus custos e mitigar seus riscos, a partir de uma estrutura reduzida.

O lançamento das ações da empresa ocorreu no dia 23 de abril de 2007. Através da oferta de 15,4 milhões de ações ao preço de R\$20,00 cada, a empresa captou R\$308 milhões em recursos.

A trajetória da CRDE3 é muito semelhante à trajetória da JFSH3, sendo que para o período de lançamento das ações ao segundo trimestre de 2011, a ação teve retorno de -53,75%, enquanto o Ibovespa teve um retorno de 26,93%.

Gráfico 4.6 – Gráfico Retorno CRDE3 x Ibovespa



Fonte: Elaboração própria.

4.1.7 AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.

A Agra começou suas atividades em 1996, focando sua atuação nas atividades de incorporação. A justificativa dada para esse foco é de que desta forma seria mais fácil ampliar suas atividades, sem gerar um impacto significativo nos custos, através de um crescimento orgânico e promovendo maior flexibilidade na escolha de parceiros.

A empresa focava-se no público de classe média-alta e média, no segmento residencial. Apesar disso, também atuava na incorporação de empreendimentos voltados às classes alta e média-baixa. É importante observar que a companhia não se limitava a empreendimentos residenciais, atuando também no segmento comercial, hoteleiro e de loteamentos. A maioria de seus empreendimentos era lançada com conceito de condomínio-clube, onde os moradores podiam contar com várias opções de lazer.

O IPO da empresa, em 06 de abril de 2007, colocou no mercado 90 milhões de ações cotadas a R\$8,50 cada, gerando um montante de R\$786 milhões.

A história da Agra é um pouco diferente da história dos demais IPOs realizados em 2007. Em outubro de 2008, a empresa negociou um acordo para ser incorporada pela Cyrela, que posteriormente acabou não se realizando, e gerou consequência grave para a ação: forte desvalorização. Então, no ano de 2009 a Agra se uniu à Veremonte para comprar o controle da Abyara e da Klabin Segall. Então, em setembro de 2009, foi anunciada a incorporação dessas três empresas pela Amazon Group Real Estate.

Devido à peculiaridade da história dessa empresa, não será analisado o retorno comparativo entre a ação da empresa e do Ibovespa, uma vez que não é possível obter uma análise “pura” (separada) dessa empresa.

4.1.8 INPAR S.A.

A antiga Inpar S.A., hoje Viver Incorporadora e Contrutora S.A., é uma empresa multi-segmentos. Isso significa que ela atua tanto no ramo residencial como comercial, de turismo, de loteamento, desde padrões econômicos à imóveis de alto padrão.

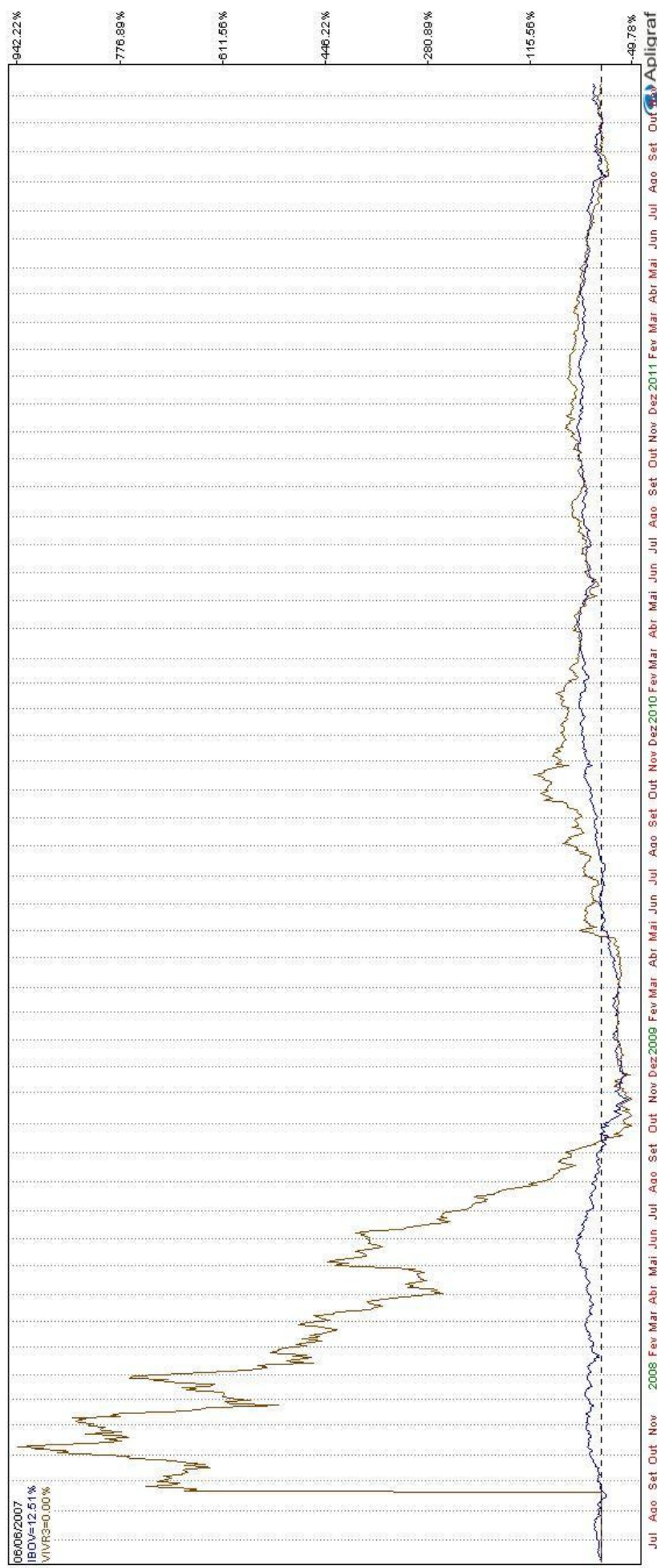
A Viver participa de todas as fases do empreendimento, desde a compra do terreno à venda das unidades.

O IPO da empresa, realizado em 06 de junho de 2007, captou R\$756 milhões, através de 43,2 milhões de ações, ao preço de R\$17,50 cada ação.

Do gráfico abaixo pode-se observar que a ação mostrou uma tendência inicial de forte valorização, sendo que em 2008, durante o ápice da crise do subprime, setembro de 2008 a maio de 2009, houve uma forte desvalorização. Após esse período turbulento pode-se observar que a ação sofreu alterações bem menores, conseguindo se recuperar, seguindo uma trajetória bem semelhante em relação ao Ibovespa.

No final do segundo trimestre de 2011, observa-se uma valorização de 14,22% da ação, enquanto o Ibovespa se valorizou 19,89%. Apesar de encontrar-se abaixo do Ibovespa, a ação representa uma boa opção de aplicação, sendo possível visualizar uma tendência de valorização, tanto para o período posterior à crise de 2008, como também uma valorização futura.

Gráfico 4.7 – Gráfico Retorno VIVR3 x Ibovespa



Fonte: Elaboração própria.

4.1.9 EZ TEC EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A.

A Ez Tec é uma empresa que atua exclusivamente no estado de São Paulo. Foi fundada em 1979 com foco no setor de construção e incorporação, atuando desde o padrão supereconômico até alto padrão.

A empresa concentra-se na prospecção de terrenos, incorporação, construção e comercialização dos produtos que desenvolve. Vale destacar que a Ez Tec, diferentemente das outras empresas analisadas, faz concessão de financiamento próprio aos seus clientes.

Em 2006, a empresa iniciou um processo de reestruturação societária, objetivando listar suas ações no Novo Mercado. Obviamente que, através dessa reestruturação, a empresa também buscava alcançar outros objetivos, como se expandir para outras regiões do país, e diversificar sua atuação no mercado imobiliário.

O IPO da Ez Tec aconteceu no dia 22 de junho de 2007, onde foram colocadas em negociação mais de 49 milhões de ações, vendidas ao preço de R\$11,00 cada, garantindo à empresa um aporte de capital no montante de R\$542,00 milhões.

Do gráfico abaixo podemos observar que o desempenho inicial da ação logo após o IPO foi favorável, entretanto, de setembro de 2007 a novembro de 2010 o desempenho da ação foi inferior ao do Ibovespa. É importante observar que no período de outubro de 2008 a abril de 2009 a ação apresentou retorno notadamente baixo, podendo aludir tal período ao estouro da bolha imobiliária no mercado norte americano.

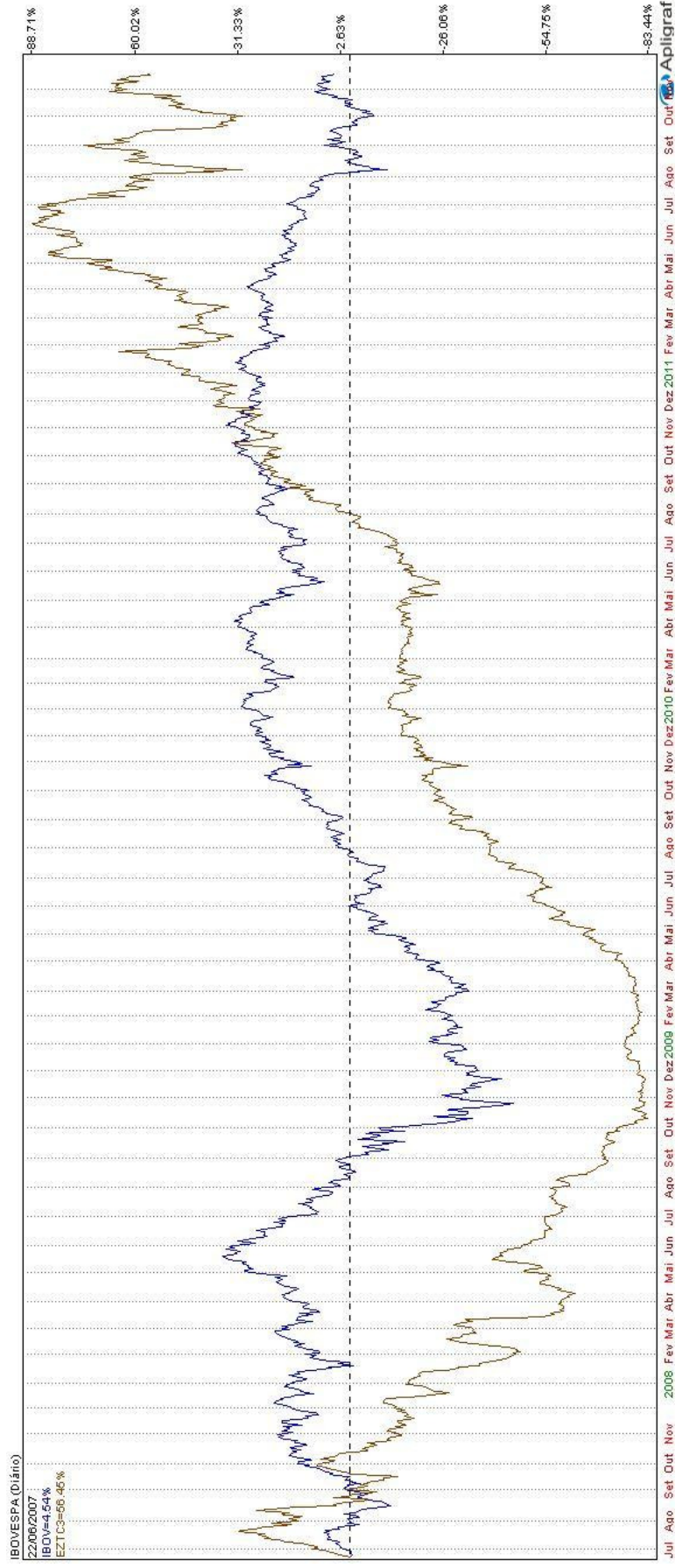
Dentre as ações analisadas até o momento, exceto pela PDGR3, todas apresentam desempenho recente, senão similares, abaixo do Ibovespa. Nesse ponto, a EZTC3 estabelece um diferencial. A partir de dezembro de 2010, a ação apresenta retorno notadamente superior ao Ibovespa.

No final do segundo trimestre de 2011 a EZTC3 apresentava um retorno de 82,47%, enquanto o Ibovespa apresentava um retorno de 14,99%, considerando o mesmo período analisado.

Pode-se dizer que para quem investiu na ação visando um retorno de longo prazo, a ação representou uma excelente escolha. Mas para quem especulou com a ação, representou

perdas significativas. Analisando a perspectiva futura da ação, pode-se dizer que a ação representa uma boa opção aos investidores.

Gráfico 4.8 – Retorno EZTC3 x Ibovespa



Fonte: Elaboração própria.

4.1.10 INVEST TUR BRASIL – DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO TURÍSTICO

A Invest Tur Brasil era a empresa mais “jovem” de todas que realizaram IPO no ano de 2007. Seu ingresso no mercado de capitais se deu quando a empresa tinha apenas 4 meses de vida, sem ativos e sem receitas, sendo que sua carteira era representada por projetos na área de hotelaria e turismo.

O foco da empresa era a exploração do setor imobiliário turístico, com ênfase no turismo de lazer e de negócios, incluindo hotéis e segunda residência. A empresa também se focava na aquisição de participações em sociedades que já desenvolviam atividades no mesmo setor.

O IPO da empresa aconteceu no dia 16 de julho de 2007, sendo que apenas 17 investidores participaram dessa oferta, nenhum sendo pessoa física, garantindo à empresa R\$945 milhões, graças à venda de 945 mil ações ao preço unitário de R\$1000.

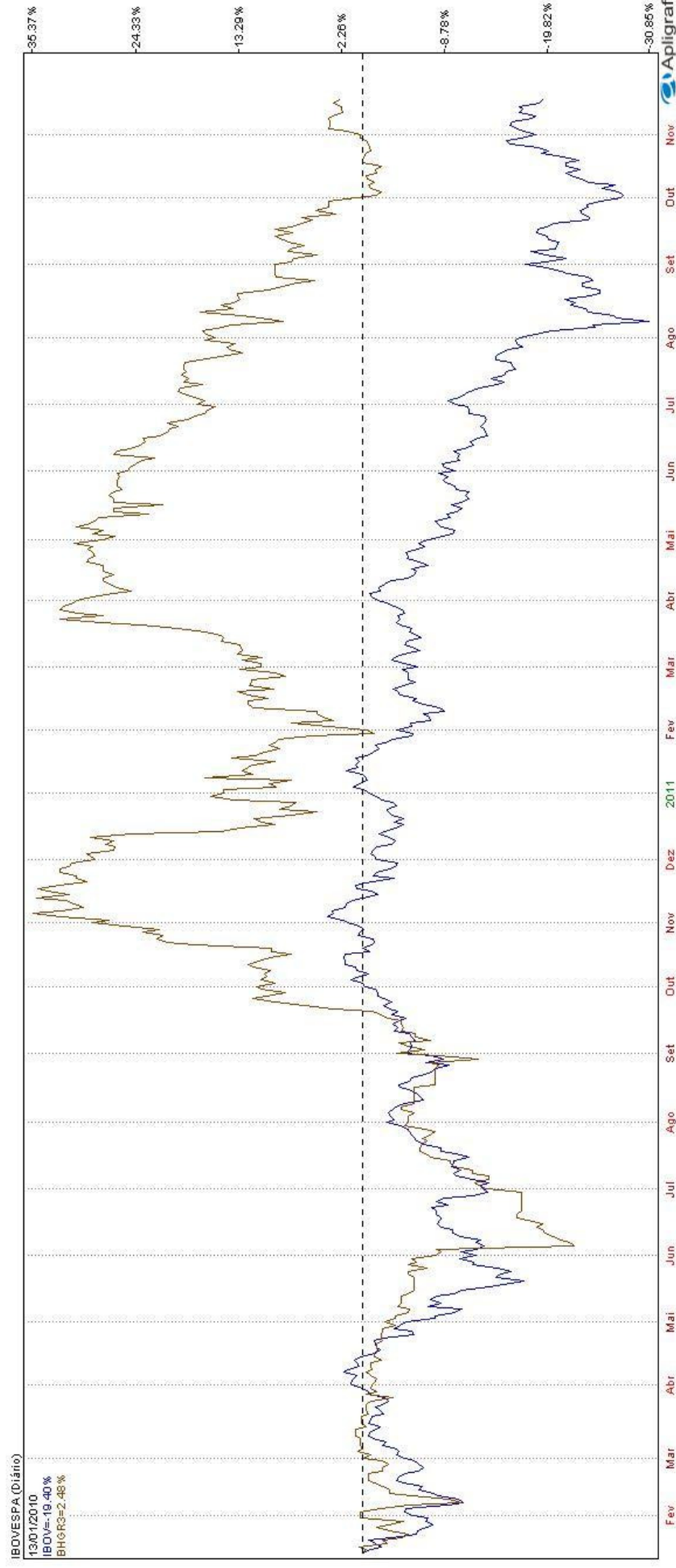
No dia 8 de janeiro de 2009, a Invest Tur e a LAHotels anunciaram processo de incorporação através do GP Investments, dando origem à nova marca Brazil Hospitality Group (BHGR3).

O novo grupo criado atua em administração, aquisição, e construção de hotéis, no segmento de turismo de negócios.

A nova ação que foi introduzida no lugar da IVTT3 foi a BHGR3, no dia 13 de janeiro de 2010. Desta forma, a análise de retorno da ação x Ibovespa será feita apenas do período de 13 de janeiro de 2010 ao segundo trimestre de 2011.

Apesar das incertezas causadas pelo processo de incorporação, desencadeados principalmente pelo fraco desempenho da economia mundial no período da crise do subprime, a ação BHGR3 apresentou um retorno razoável no período considerado, quando comparado ao desempenho do Ibovespa. Do período de 13 de janeiro de 2010 ao segundo trimestre de 2011, a ação BHGR3 apresentou um retorno de 15,78%, enquanto o Ibovespa apresentou um retorno de -11,34%.

Gráfico 4.9 – Retorno BHgR3 x Ibovespa



Fonte: Elaboração própria.

4.1.11 MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A.

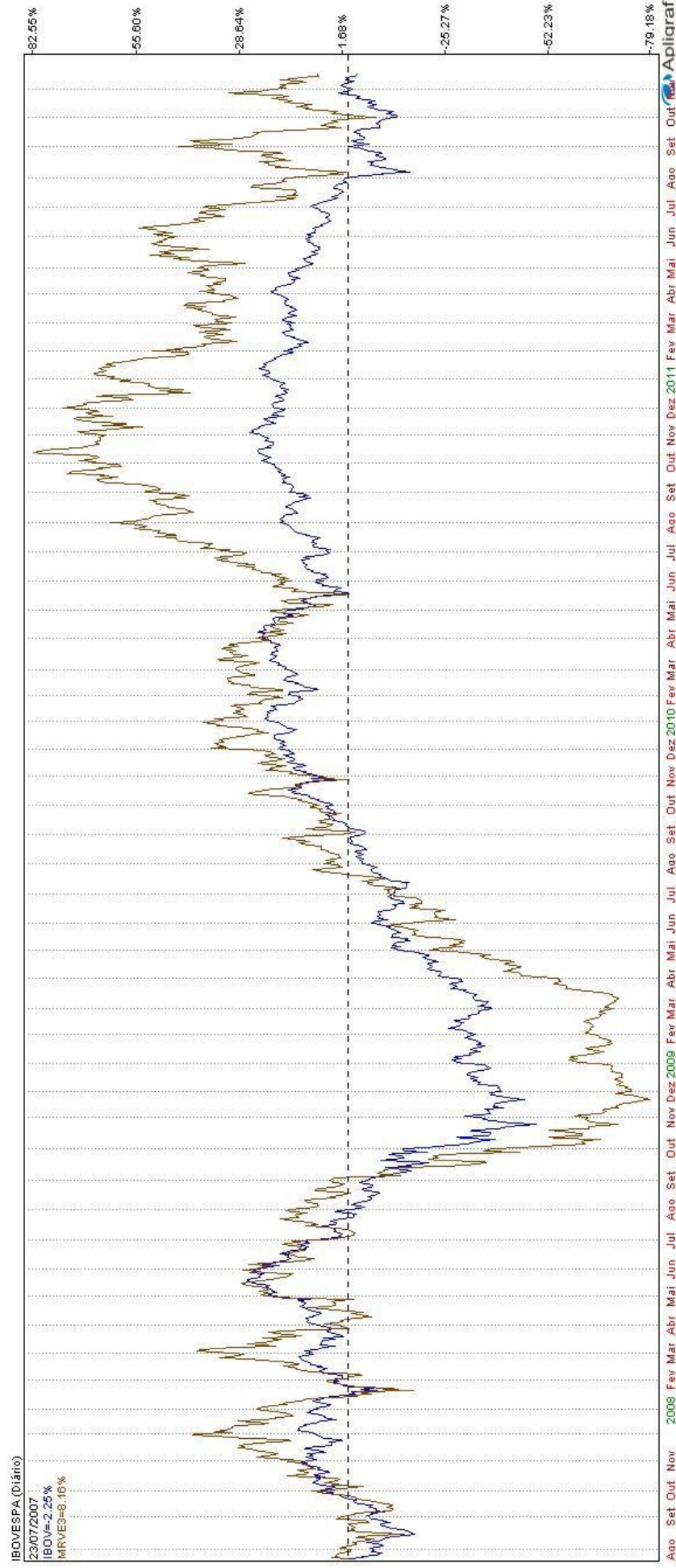
A MRV foi fundada em 1979, atuando principalmente como incorporadora e construtora no segmento de empreendimentos residenciais populares. Os produtos desenvolvidos pela MRV possuem uma padronização, o que distingue a empresa das demais anteriormente apresentadas. Desta forma, a empresa pretende manter uma escala industrial de produção, o que garante alto grau de especialização e baixo custo de produção.

No ano de 2004, a empresa apresentou um plano de reestruturação, que culminou com o processo de abertura de capital em 2007.

O IPO da MRV aconteceu no dia 23 de julho de 2007, e foi o mais exitoso do ano no quesito de aporte de recurso. Foram emitidas 45 milhões de ações ao preço de R\$26,00 cada, garantindo à empresa R\$1,19 bilhão.

O retorno observado na ação também é positivo, obviamente, excluindo o período da crise norte americana. Verifica-se que o retorno para o período do IPO ao segundo trimestre de 2011 foi de 32,24%, enquanto do Ibovespa foi de 7,52%. Apesar de o retorno não ter sido tão grande como o da EZTC3, a ação apresentou uma volatilidade menor, e desta forma, uma segurança maior ao investidor, tendo, assim, representado uma boa escolha aos investidores, tanto passados como futuros.

Gráfico 4.10 – Retorno MRVE3 x Ibovespa



Fonte: Elaboração própria.

4.1.12 MULTIPLAN – EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.

A Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A. atua na incorporação imobiliária residencial e comercial, e também possui presença no mercado de shopping centers.

A empresa foca-se em projetos de uso diversos, como empreendimentos que reúnem edifícios comerciais, torres residenciais, centros de entretenimento e hotéis, ao lado de Shopping Centers, garantindo ao último intensa circulação de consumidores em potencial.

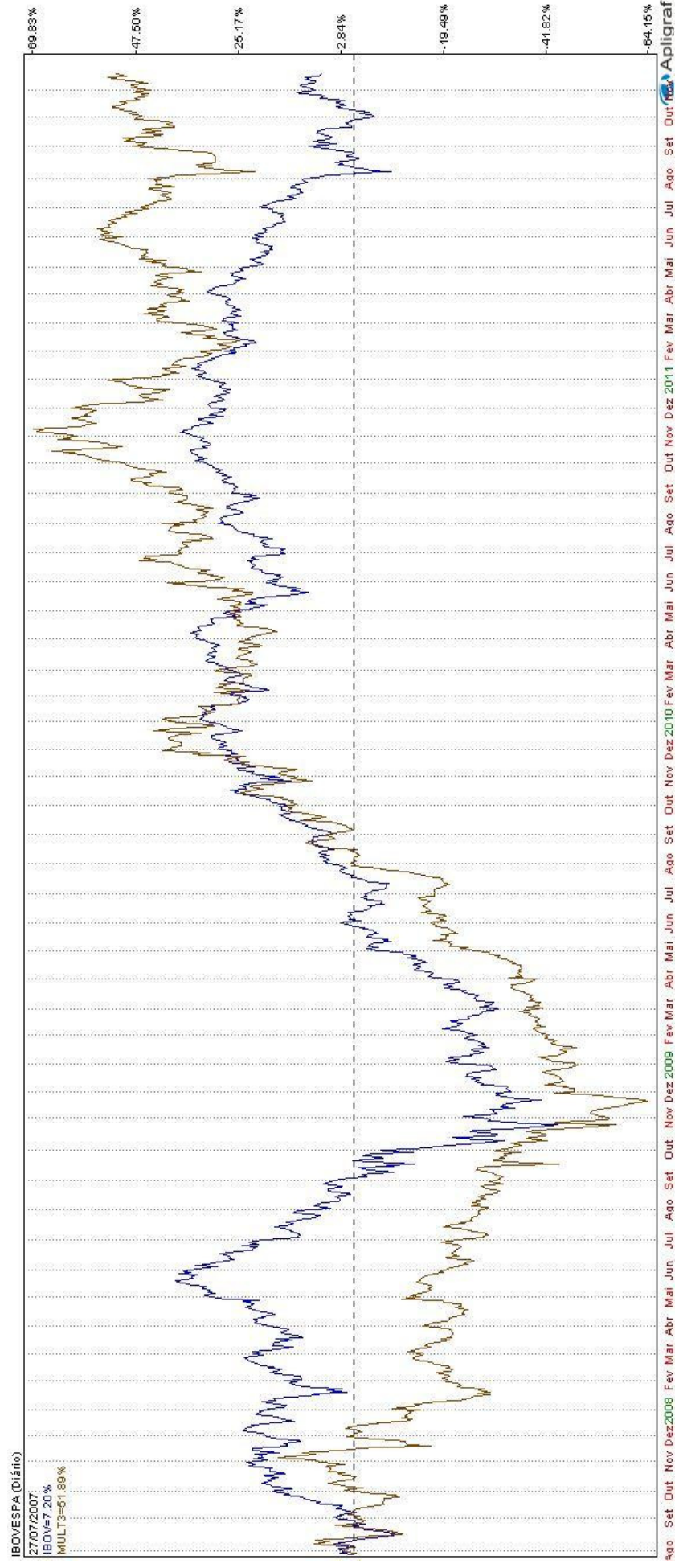
O IPO da empresa aconteceu no dia 27 de julho de 2007, quando foram lançadas 37 milhões de ações, ao preço de R\$25,00 cada, garantindo um aporte de recursos no montante de R\$925 milhões. É válido destacar que essa foi a oferta que mais atraiu investidores, ultrapassando 24 mil.

Do gráfico abaixo pode observar que o retorno da ação MULT3 foi abaixo do Ibovespa até o mês de maio de 2010. Após esse período a ação apresentou retorno superior ao Ibovespa, podendo ser considerada uma boa opção de aplicação.

Do período do IPO até o segundo semestre de 2011, a ação apresentou retorno de 44,68%, enquanto o Ibovespa apresentou retorno de 15,38%.

É interessante observar que essa ação foi uma das que teve maior visibilidade do mercado, e seu retorno deixou a desejar durante um considerável período, e recentemente vem apresentando bons resultados.

Gráfico 4.11 – Retorno MULT3 x Ibovespa



Fonte: Elaboração própria.

4.1.13 CONSTRUTORA TENDA S.A.

A Construtora Tenda S.A., fundada em 1969, tinha foco exclusivo no segmento popular, e possuía financiamento específico para tais empreendimentos. Sua presença era no país, estando presente em nove estados do país.

O IPO da empresa aconteceu no dia 15 de outubro de 2007. Na ocasião foram lançadas 67 milhões de ações no mercado, custando R\$9,00 cada, gerando uma captação de R\$603 milhões para a empresa.

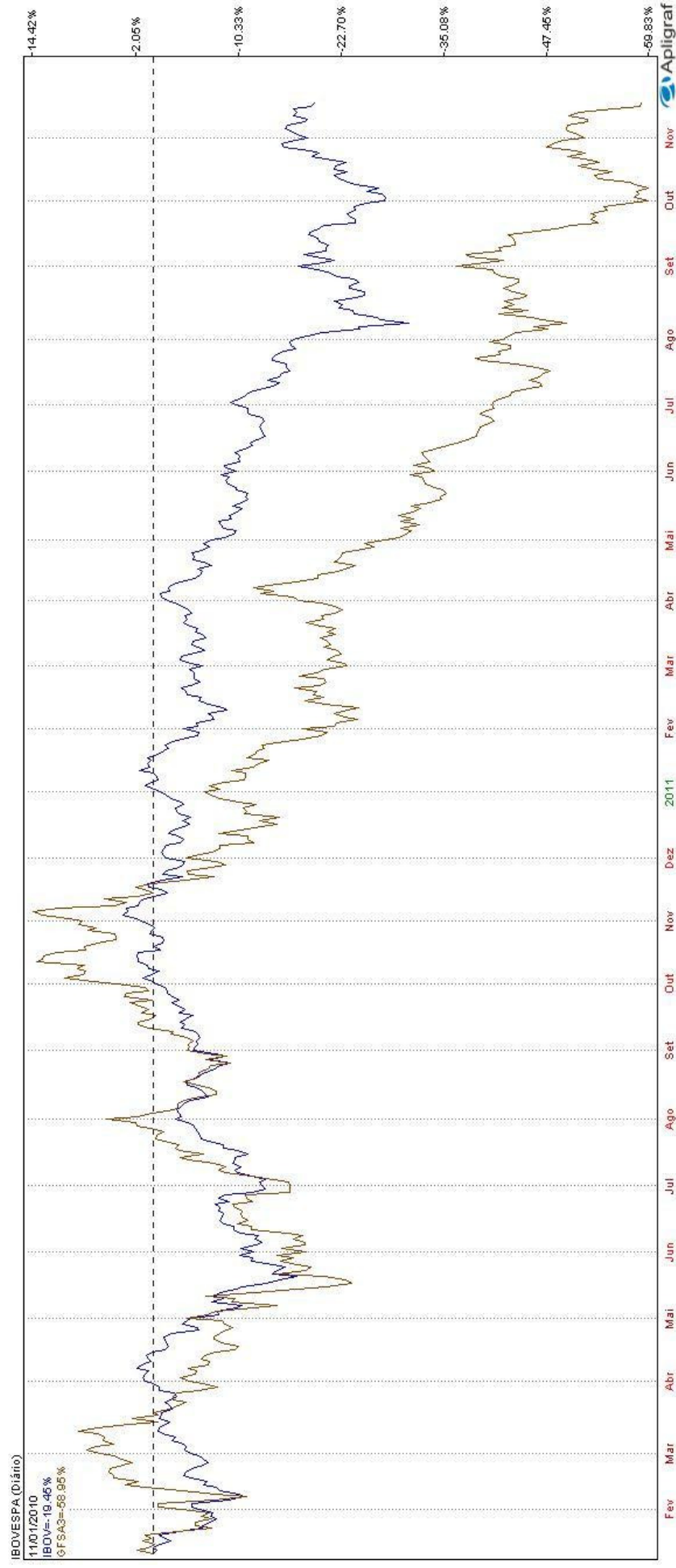
Em outubro de 2009, a Gafisa já detinha 60% do capital da empresa, e anunciou intenção de incorporar 100% das ações da Construtora Tenda S.A. (TEND3). A incorporação foi aprovada em janeiro de 2010, e em fevereiro do mesmo ano, a ação TEND3 deixou de ser negociada em bolsa.

Desta forma, para efeitos de análise, utilizaremos o gráfico comparativo entre a ação da Gafisa S.A. e o Ibovespa, para o período subsequente à incorporação das ações da Construtora Tenda S.A. pela Gafisa S.A. Sendo assim, a análise refere-se ao período de 9 de janeiro de 2010 ao segundo trimestre de 2011.

Do gráfico comparativo pode-se inferir que após a incorporação da Tenda pela Gafisa houve melhora no retorno das ações da Gafisa, notadamente superior ao Ibovespa. Entretanto, no período de abril de 2010 a novembro do mesmo ano não houve uma tendência clara, e após esse período o retorno da GFSA3 despencou, como também o do Ibovespa, mas em grau muito superior.

Do período de 09 de janeiro de 2010 ao segundo trimestre de 2011, o retorno da GFSA3 foi de -41,13%, enquanto o do Ibovespa foi -11,40%.

Gráfico 4.12 – Retorno GFSA3 x Ibovespa



Fonte: Elaboração própria.

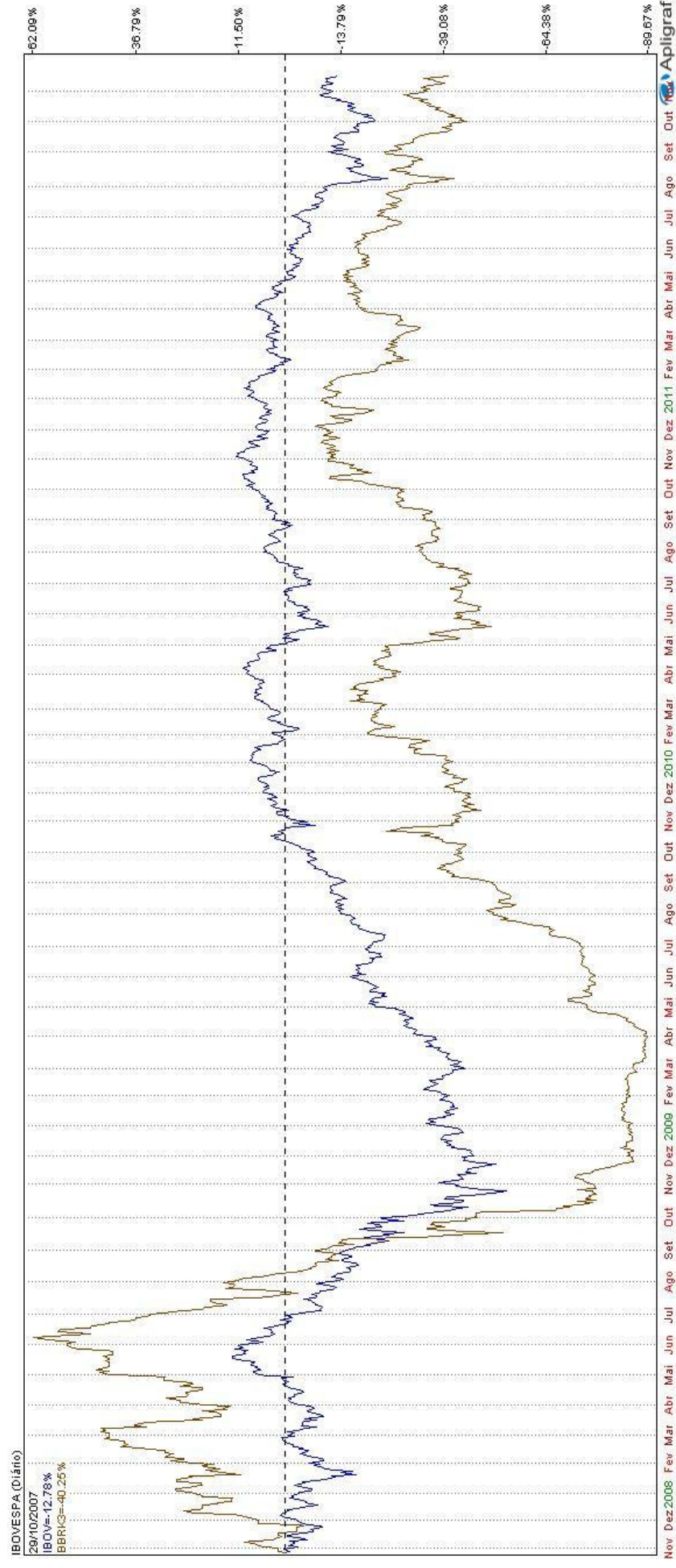
4.1.14 BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A.

A Brasil Brokers Participações S.A. também foi uma empresa jovem a ingressar no mercado de capitais. A empresa foi constituída em janeiro de 2007, e iniciou suas atividades em junho do mesmo ano. A empresa é um dos maiores grupos de consultoria e intermediação imobiliária da América Latina, presente nas cinco regiões do país, possuindo significativa abrangência no território nacional.

O IPO da empresa aconteceu no dia 29 de outubro de 2007, lançado no mercado 735 mil ações, que custando R\$950 cada, garantiram à empresa um aporte de R\$699 milhões. Vale ressaltar que para os investidores comprarem as ações tinham que ter qualificação para aplicação de no mínimo R\$300 mil. Isto restringiu o IPO a apenas 13 investidores.

O retorno inicial da ação foi bom, sendo positivo por 10 meses, e superior ao Ibovespa por quase um ano. Entretanto, de setembro de 2008 ao segundo trimestre de 2011, o retorno da ação foi negativo, e notadamente inferior ao Ibovespa. O retorno da BBRK3 do dia do IPO ao segundo trimestre de 2011 foi de -25,44%, enquanto o do Ibovespa, para o mesmo período, foi de -4,06%.

Gráfico 4.13 – Retorno BBRK3 x Ibovespa



Fonte: Elaboração própria.

4.1.15 HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.

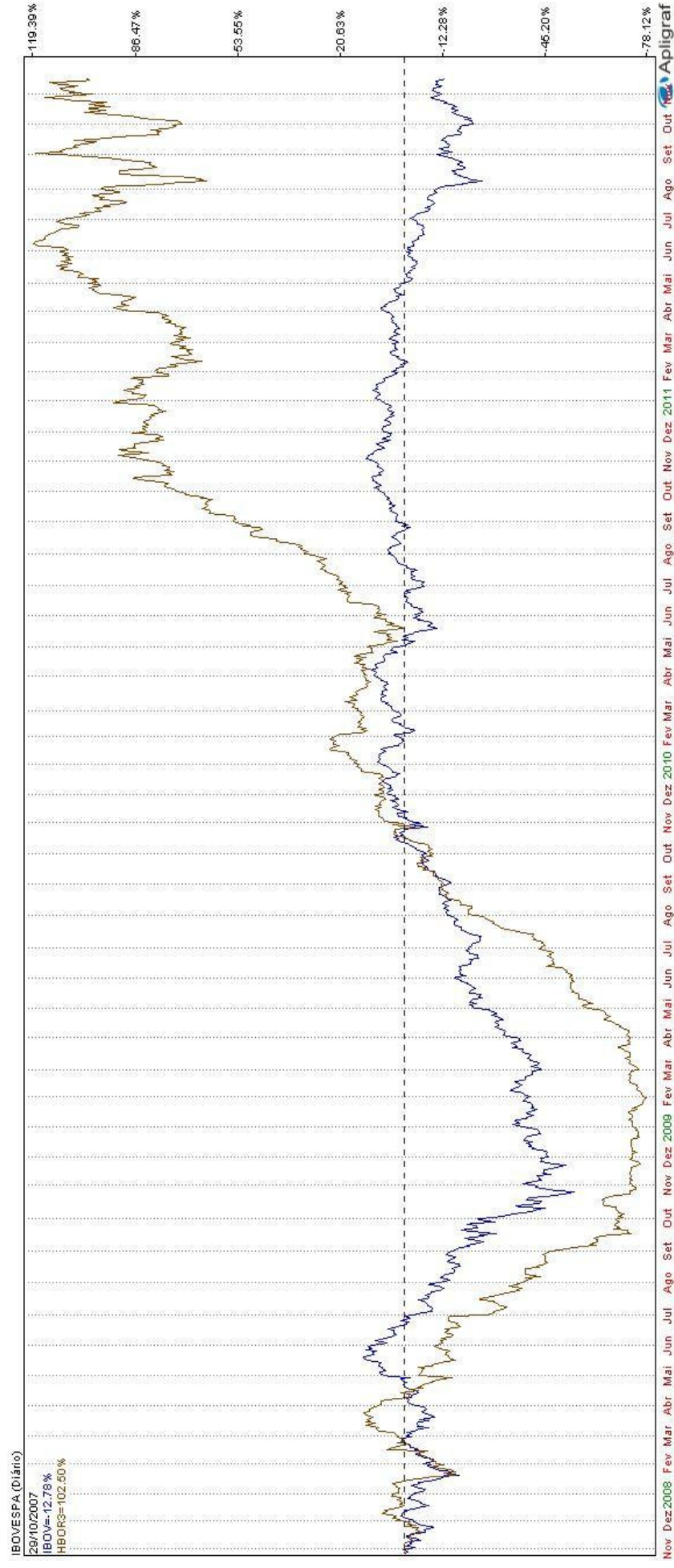
A Helbor Empreendimentos S.A. foi criada em 1977, e possui atuação participativa no mercado brasileiro. O foco da empresa se dá em atividades de incorporação de empreendimentos destinados a classe média-baixa a classe alta. A empresa também atua no segmento comercial e de loteamento residencial. É importante dizer que a empresa não atua diretamente na construção de imóveis, mas através de parcerias com outras construtoras e incorporadoras de mesmo foco.

O IPO da Helbor Empreendimentos S.A. também aconteceu no dia 29 de outubro de 2007. Na ocasião de lançamento das ações, a companhia captou R\$252 milhões, ao vender quase 23 milhões de ações ao preço de R\$11,00 cada.

O fato curioso dessa ação é que apesar de a Helbor ter sido a que menos captou recursos com o IPO, ela foi uma das poucas que apresentou retorno positivo no longo prazo.

Pode-se observar que, do gráfico abaixo, até novembro de 2010 não havia uma tendência clara no retorno da ação, sendo que o retorno ficou bastante tempo abaixo do Ibovespa. Entretanto, após novembro de 2010, a ação passou a apresentar desempenho positivo, sendo que o seu retorno ficou maior que o do Ibovespa. Do período do IPO até o segundo trimestre de 2011, a ação apresentou retorno de 112,09%, enquanto o Ibovespa apresentou -4,06%.

Gráfico 4.14 – Retorno HBOR3 x Ibovespa



Fonte: Elaboração própria.

4.2 ANÁLISE DOS RETORNOS

A tabela abaixo é um resumo da análise de abertura de capital das empresas que fizeram seu IPO no ano de 2007. Ela compara os retornos das ações com o Ibovespa. O período de retorno compreende a data de lançamento das ações ao segundo trimestre de 2011 (30 de junho de 2011).

Tabela 4.2 – Retorno ações x Ibovespa

Ação	Retorno Ibovespa (%)	Retorno Ação (%)
PDGR3	43,21	172,40
RDNI3	39,79	-38,05
CCIM3	39,79	-61,66
TCSA3	39,09	1,87
JHSF3	31,80	-36,67
CRDE3	26,93	-53,75
AGIN3	n/a	n/a
VIVR3	19,89	14,22
EZTC3	14,99	82,47
BHGR3	-11,34	15,78
MRVE3	7,52	32,24
MULT3	15,38	44,68
GFSA	-11,40	-41,13
BBRK3	-4,06	-25,44
HBOR3	-4,06	112,09

Fonte: Elaboração própria.

5. CONCLUSÃO

Através de cada capítulo desenvolvido, observamos que o desenvolvimento do mercado imobiliário no Brasil se deu através de passos lentos, principalmente até a década de 80. Após esse período foram criados, ou melhor, foram incorporados, ao mercado imobiliário brasileiro instrumentos que possibilitaram um rápido desenvolvimento.

A partir de então, cada vez mais surgem novos instrumentos que possibilitam a ampliação do financiamento no setor, notadamente instrumentos financeiros. É válido ressaltar que o conhecimento de tais instrumentos estão restritos nas mãos de certa “elite”, distante da população brasileira como um todo. Entende-se que o principal problema do financiamento imobiliário no Brasil não seja uma escassez de crédito, mas, talvez, uma falta de conhecimento.

Observamos que no desenvolvimento recente do mercado imobiliário as formas de financiamento estão se ampliando, assim como os diversos tipos de empreendimentos, voltados às mais diversas classes. E ainda, o governo voltou a se preocupar com o desenvolvimento desse mercado, lançando planos, como o “Minha Casa, Minha Vida”.

Apesar de o crédito ter sido ampliado, as construtoras e incorporadoras buscam formas de se financiar que incorram em custos menores. Uma das formas encontradas foi a abertura de capital. Notamos que em 2007 houve um grande número de IPO das empresas que atuam nesse segmento de mercado, e a tendência é que cada vez mais empresas busquem essa forma como alternativa de financiamento.

É importante ressaltar que o mercado imobiliário brasileiro está passando por um momento histórico de desenvolvimento, e em alguns centros urbanos já é possível encontrar pequenas bolhas imobiliárias. Cabe lembrar que é responsabilidade dos órgãos envolvidos nesse setor zelar para que o Brasil não enfrente uma crise de escassez de crédito, como também zelar para que não haja uma bolha especulativa, que consequentemente gere uma crise, obviamente menor, como houve nos Estados Unidos.

O setor imobiliário pode ser a alavanca que falta para o Brasil entrar para o hall dos países desenvolvidos, mas para isso é necessário cautela.

6. BIBLIOGRAFIA

- AMATO, Fernando B.; TAKAOKA, Marcelo V.; ROCHA LIMA JR., João da; SECURATO, José Roberto. **Estratégias 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.
- Balanço do mercado imobiliário 2001-2010 – A década da retomada. Disponível em: <<http://balanco.secovi.com.br/2010/download/balancodecada.pdf>>.
- Balanço do mercado imobiliário 2010. Disponível em: <<http://balanco.secovi.com.br/2010/index.php>>.
- Banco Central do Brasil. Disponível em: <www.bcb.gov.br>.
- BEREZZA, Márcia Maria de O.; CORREA, André Luiz; CLEMENTINO, Maria do Livramento Miranda; MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de. **Investimentos Estrangeiros em Natal: Inferências no Mercado Imobiliário.** Universidade Federal do Rio Grande do Norte.
- BIASUSSI, Teddy. **A Utilização da Análise Fundamentalista como Ferramenta de Escolha de Investimentos em IPOs no Mercado de Capitais Brasileiro.** Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2008.
- BMF&BOVESPA. Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br>.
- CORDEIRO FILHO, Antônio. **Empreendedorismo no mercado imobiliário habitacional.** São Paulo: Atlas, 2008.
- Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <www.cvm.gov.br>.
- GEYER, Roberta Cardim. **Uma Análise Empírica do Volume do Crédito Imobiliário.** Fundação Getúlio Vargas.
- GANDALF. **GP com o controle da Invest Tur na mão é a quarta maior em hotéis.** Disponível em: <<http://www.investidorinformado.com/2009/01/gp-com-o-controle-da-invest-tur-na-mo.html>>.
- PAIVA, Cláudio Cesar de.; PINEDO QUINTO JR., Luiz de. **Estabilidade Macroeconômica, Novos Investimentos e o Mercado Imobiliário Brasileiro.** VII Seminário Internacional da LARES. São Paulo, 2007.
- PAIVA, Marcus Vinícius Gomes. **Crédito Imobiliário Residencial no Brasil: Análise e Modelo de Previsão de Demanda / Marcus Vinícius Gomes Paiva.**

Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2007.

- PEREIRA, Vivian. **Acionistas aprovam incorporação da Tenda pela Gafisa.** Disponível em: <http://www.brasileconomico.com.br/noticias/acionistas-aprovam-incorporacao-da-tenda-pela-gafisa_75069.html>.
- REVISTA ÂMBITO JURÍDICO. **As parcerias público-privadas como geradora de crédito imobiliário.**
- RISSO, Thiago Santos. **A Securitização de Recebíveis Imobiliários: Estudo Comparativo entre Opções de Investimentos de Base Imobiliária no Mercado de Capitais Brasileiro.** Escola de Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2007.
- Secovi - Sindicato da habitação do estado de São Paulo. Disponível em: <www.secovi.com.br>.