

Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP
Departamento de Engenharia de Construção Civil

ISSN 0103-9830
BT/PCC/354

**Instrumentos de Investimento em
Empreendimentos Habitacionais no Brasil:
A Questão Estrutural**

João da Rocha Lima Jr.

São Paulo – 2004

Escola Politécnica da Universidade de São Paulo
Departamento de Engenharia de Construção Civil
Boletim Técnico – Série BT/PCC

Diretor: Prof. Dr. Vahan Agopyan
Vice-Diretor: Prof. Dr. Ivan Gilberto Sandoval Falleiros

Chefe do Departamento: Prof. Dr. Alex Kenya Abiko
Suplente do Chefe do Departamento: Prof. Dr. Orestes Marraccini Gonçalves

Conselho Editorial

Prof. Dr. Alex Abiko
Prof. Dr. Francisco Ferreira Cardoso
Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.
Prof. Dr. Orestes Marraccini Gonçalves
Prof. Dr. Paulo Helene
Prof. Dr. Cheng Liang Yee

Coordenador Técnico

Prof. Dr. Alex Abiko

O Boletim Técnico é uma publicação da Escola Politécnica da USP/ Departamento de Engenharia de Construção Civil, fruto de pesquisas realizadas por docentes e pesquisadores desta Universidade.

FICHA CATALOGRÁFICA

Rocha Lima Jr., João da

Instrumentos de investimentos em empreendimentos habitacionais no Brasil: a questão estrutural / João da Rocha Lima Jr. -- São Paulo : EPUSP, 2004.

68 p. -- (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil ; BT/PCC/354)

1. Mercado imobiliário 2. Securitização 3. Investimentos I. Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Construção Civil II. Título III. Série

ISSN 0103-9830

CDU 332.851
368.1
330.322.01

INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO EM
EMPREENDIMENTOS HABITACIONAIS NO BRASIL:
A QUESTÃO ESTRUTURAL

ÍNDICE

1.	INTRODUÇÃO E PREMISSAS	2
2.	CICLOS DE INVESTIMENTO NOS EMPREENDIMENTOS RESIDENCIAIS	12
3.	INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO NOS EMPREENDIMENTOS RESIDENCIAIS	16
4.	INDICADORES FINANCEIROS E ECONÔMICOS DO SEGMENTO, UTILIZANDO UM PROTÓTIPO COMO IMAGEM DO MERCADO	24
5.	SECURITIZAÇÃO DOS RECEBÍVEIS DO FINANCIAMENTO DA COMERCIALIZAÇÃO	43
6.	PARCERIAS DE INVESTIMENTO	54
7.	CONCLUSÃO	65

INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO EM
EMPREENDIMENTOS HABITACIONAIS NO BRASIL:
A QUESTÃO ESTRUTURAL

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.
Escola Politécnica da USP
Núcleo de Real Estate

maio de 2004

1. Introdução e Premissas

1.1. As estruturas de *funding*¹ adotadas para empreendimentos habitacionais em economias evoluídas são, de certa forma, simples, porque os negócios do setor se apoiam em altas doses de financiamento para produção e encerram seu ciclo de produção com o encaixe integral do preço, uma vez que financiamentos para aquisição de habitação estão disponíveis num volume que supre a demanda do mercado. No Brasil, no segmento da produção de habitações, como, de resto, em todos os segmentos do real estate, desde que o SFH se desestruturou completamente, nada aconteceu e, a meu ver, nada está por acontecer no campo dos financiamentos, razão pela qual a questão do funding deve ser resolvida pela capacidade do próprio mercado de encontrar caminhos de captação de recursos. Quando se constata o desequilíbrio endêmico entre os recursos de capital dos empreendedores, relacionado com a sua capacidade de produzir e a demanda de mercado, aparece a conclusão natural que instrumentos de investimento, que venham a suprir esse desequilíbrio e representem binômios [rentabilidade x riscos] equilibrados podem encontrar espaço no mercado de capitais. Esse espaço será tanto mais amplo, quanto mais ordenada

¹ funding, equivalente à descrição da *estrutura da equação de fundos para desenvolvimento de um negócio*, na língua inglesa, pode representar, com eficácia, a expressão mais geral na língua portuguesa, representando um neologismo aceitável, já francamente disseminado.

for a economia e os instrumentos competitivos no mercado, no sentido de que as taxas de juros prevalentes dos instrumentos de curto prazo não sufoquem as oportunidades de captação de recursos para desenvolver negócios, como é e vem sendo a situação da economia brasileira, no ciclo 2002 até 2004, quando escrevo este texto.

A questão estrutural do funding para negócios em real estate no Brasil deve ser tratada de forma diferenciada para: [i] -os negócios dos empreendimentos imobiliários residenciais (**EIR**), com a formatação de construir para vender e [ii] - os empreendimentos de base imobiliária (**EBI**), representados por implantar, ou comprar propriedades para explorar através de renda, ou meios mais complexos.

Os **EIR**, na fase pós-implantação, dispõem de títulos associados à expectativa de fluxo de caixa no retorno, dotados de um certo grau de qualidade, denominados de recebíveis, produto da venda de unidades imobiliárias nos **EIR**. A presença desses recebíveis permite estruturas de saída dos investimentos, ao final do ciclo de produção, capazes de conferir aos investimentos nos empreendimentos uma qualidade maior. Este texto trata exclusivamente desse segmento do mercado, porque para os **EBI**, de payback mais longo e de estrutura de fluxo de retorno dotado de menor grau de certeza e de garantia de realização em caixa, há que se trabalhar vetores de aglutinação de fundos particulares. Os conceitos e formatos válidos para os **EIR** não podem ser estendidos para os **EBI**.

De outro lado, como grande parte das soluções encontradas para funding derivam de ações de mercado e não de legislação restritiva, nada impede que se aproximem soluções aqui tratadas como próprias para esse segmento dos **EIR** para que sejam aplicadas, com os ajustes necessários para os **EBI**. O que procuro fazer é dar uma

visão sistêmica de como se podem montar soluções estruturadas, usando mecanismos avançados do mercado de capitais, nesse momento da conjuntura brasileira, algumas já sendo aplicadas e outras com grande potencial de inserção de mercado.

1.2. Outro aspecto relevante na análise estrutural é a visão de como se faz investimento e poupança no Brasil. Não existem dados estatísticos, mas somente evidências para usar as seguintes premissas, que imponho como base necessária para este texto:

- [i] - existe e continuará existindo, no mercado brasileiro, uma tendência de manutenção de juros altos no curto prazo no mercado financeiro, o que incentiva aplicações agressivas em instrumentos de investimento de alta rotatividade, juros que sempre competirão, com vantagem, contra taxas suportáveis pelos negócios no mercado de real estate;
 - [ii] - por parte dos investidores, não pode existir uma visão clara dos riscos na aplicação de recursos com suporte em títulos públicos ou em instrumentos de investimento do sistema financeiro, porque a grande maioria deles se esconde nas carteiras dos fundos de investimento coletivo, cuja transparência e até o entendimento das estratégias de investimento escapam à grande maioria dos detentores de recursos de poupança;
 - [iii] - na medida em que não se têm verificado, num horizonte próximo, crises de quebra de liquidez, ou de perdas de capital, em fundos de investimento coletivo, não há grandes movimentos de migração de recursos para fora desses ambientes de acumulação de poupança e, como há grande competitividade entre os gestores desses recursos, que, ao final, se traduz nas taxas de
-

rentabilidade expostas, sem desvendar riscos incorridos para alcançá-las, não há como incentivar tais gestores a, na construção de carteiras de risco mais equilibrado, tomar instrumentos de investimento mais protegidos, mas que oferecem rendas mais baixas;

- [iv] - permanece a evidência de que alguns investidores institucionais, especialmente fundos de pensão, têm apetite² por investimentos em instrumentos mais protegidos, de prazo médio para alto de liquidação³, somente que esse apetite se materializa marcando a taxa de juros de longo prazo em função das evidências do curto prazo⁴;
- [v] - é possível acessar recursos de investidores de grande porte⁵, produto de rendas auferidas em outros segmentos da economia, até mesmo através de resultados especulativos do mercado financeiro, que o investidor deriva, ou poderia derivar para os negócios de real estate, cuja proteção (o bem de raiz) traduz, para ele, uma imagem de conforto maior da que tem quando investe em instrumentos de mercado financeiro ou de capitais⁶;

² Apetite limitado diante da sua capacidade de investimento e do que se pode admitir sejam as estratégias lógicas de investir para esses fundos.

³ Para o mercado brasileiro isso pode representar, no limite, 8 anos de prazo final, com uma duration de 4 a 5 anos

⁴ Não se trata então de “descobrir” um veio de recursos que equilibra suas pretensões de remuneração com a duration do investimento, mas somente um veio que aceita, na mesma condição de remuneração do curto prazo, permanecer mais tempo imobilizado em investimento com maior evidência de proteção.

⁵ Vamos identificar como grande porte a capacidade de investir pelo menos de R\$ 2 a 3 milhões, sem pressões de liquidez.

⁶ Na realidade, essa imagem de conforto é uma evidência de comportamento no mercado, mas é pobre. O que protege o investimento não é a existência do bem de raiz, mas a

- [vi] - girando no mercado, existem recursos de investidores de grande porte que, satisfeitos com os resultados dos seus negócios, continuam disponíveis para a formação de grupos de investimento, aglutinados por empreendedores especializados. Tanto estes recursos, como os listados em [v], buscam padrões de rentabilidade que, em geral, só se encontram tomando riscos de empreender negócios em real estate, seja EIR como EBI;
- [vii] - girando no mercado e crescendo constantemente existe um grande e desconhecido volume de recursos de médios e grandes poupadores, que direcionam suas reservas para investimentos em real estate, especialmente os EBI, vendidos de forma fracionada a depender do potencial do investidor: flats e pequenos escritórios para os médios investidores⁷ e lajes de escritórios e galpões industriais para os grandes investidores;
- [viii] - ainda que com menor expressão, existem no mercado recursos de grandes investidores alocados em apartamentos residenciais, especialmente os denominados de alto luxo, na busca de fazer reserva de valor⁸ ou com pretensão viés especulativo.

1.3. PANORAMA DO MERCADO

O estrato de mercado dos empreendimentos residenciais é, dentro do real estate, o de maior expressão em investimentos. De outro lado, é o de maior dificuldade de

sua pretensa estabilidade de valor, ainda que associada à baixa liquidez.

⁷ Vamos identificar como médio um potencial de investimento entre R\$ 100 e R\$ 500 mil.

⁸ Esse é mais um dos dogmas desse mercado, que através de qualquer análise econômica simplista é derrubado de imediato.

funding, porque exige que se evidenciem canais de captação de recursos de prazo longo de maturação e de custo relativamente conservador, para ser possível encaixar seus custos financeiros e prazos numa complexa equação que envolve, além de outros aspectos de caráter macroeconômico: [i] – os anseios do mercado alvo; [ii] – sua capacidade de diferimento do pagamento do preço para atender a esses anseios; [iii] – os custos para construir, os riscos dos empreendedores e a justa remuneração do risco, para que esta atividade econômica encontre abrigo na economia e [iv] – a capacidade de investimento dos empreendedores e a alavancagem necessária para que a oferta atenda ao mercado.

No Brasil, foco deste texto, nos últimos anos de mercado revestido de uma certa estrutura e disciplina, migramos de uma configuração equilibrada, à época em que sistema financeiro da habitação suportava o mercado, para um regime de operação segundo formatos não regulados, construídos a partir de vôos de criatividade de empreendedores.

O que mais se vê praticado no momento atual de mercado é um sistema híbrido, que usa, no limite suportável [i] - recursos do próprio mercado, através da venda de unidades, em regime agressivo, antes de se iniciar a produção, [ii] - combinados com recursos dos empreendedores e grupos de investimento parceiros. Esses recursos de investidores têm perfil conservador, ou seja, não estão focados em especulação, mas são marcados pelo custo de oportunidade alto vigente na economia, de forma que, consideradas as margens dos negócios imobiliários residenciais, são recursos caros. Isso exige que a formatação do funding dos empreendimentos deve ser orientada por um elevado grau de alavancagem, incorporando-se aos negócios os riscos que isso apresenta.

De outro lado, é reconhecida a forma quase que amadora segundo se fazem os estudos econômicos para decidir sobre investimentos nesse segmento de mercado. Ou seja, indicadores imperfeitos provocam viés de decisão dos investidores, pois enxergam resultado, em vez de reconhecer antes os riscos do investimento, para depois medir os binômios [risco x resultado], através de indicadores apropriados.

Como, em geral, a alavancagem é alta, verificando-se uma velocidade de vendas mais baixa do que a traçada no planejamento, provoca-se a aplicação de mais investimento do que previsto, que, numa pequena proporção de acréscimo em relação aos custos de implantação, vai representar uma grande proporção em relação ao investimento programado e muito alavancado, resultando em grande perda de resultado. Ou, ainda, na falta de capacidade de investimento para suprir o caixa de vendas esperadas e não realizadas, os empreendedores acabam por se valer de recursos de capital de giro financiados que, com voracidade, se alimentam dos resultados dos negócios.

1.4. FINANCIAMENTO DA COMPRA DA HABITAÇÃO

Há um espaço no negócio do real estate residencial, que representa uma equação de investimento conservadora na rentabilidade, mas equilibrada nos riscos. Os segmentos de mercado das famílias de renda média para média alta tendem a sustentar seus patamares de renda com um certo regime de estabilidade por ciclos médios (5 a 7 anos), o que permite concluir que financiamento com lastro sólido e estável para estes segmentos de renda é um negócio de baixo risco. Levando esta premissa para a compra da casa própria e usando os outros parâmetros que arrumam o mercado, como anseios, atratividade e mercado competitivo, se é conduzido a avaliar que o financiamento, por ciclos de 60 até 84 meses, de uma parcela do preço da casa (50 a

60%) pode apresentar um elevado patamar de segurança. Nesses níveis de financiamento (50 a 60% do preço), o financiador está protegido pelo lastro imobiliário, iniciando o ciclo do financiamento com um fator 1,6 a 2,0 de segurança e, considerando que, nesses ciclos curtos, o valor do bem deprecia numa velocidade inferior ao da amortização do financiamento, o lastro de segurança tende sempre a crescer.

Essa parte do preço, que pode ser financiada após a entrega do imóvel, não suporta custos financeiros elevados, porque a equação de anseios pode não se equilibrar contra a capacidade de pagamento e a competitividade de mercado.

O custo financeiro que se pratica, na maioria dos casos, é de 1% mês sobre valores ajustados em IGP-M. Arbitrando um patamar de inflação de 6,5% ano, esta taxa efetiva equivalerá a uma taxa nominal da ordem de 20,0% ano, que não parece atrativa para uma taxa selic no entorno dos 16%⁹. Em geral, a demanda de taxa de juros nessas aplicações considera prêmios mais altos, sendo evidenciadas taxas no patamar de 23,6% ano, que corresponderão a 1,25% mês efetiva acima da inflação. Como o comprador não paga acima de 1%, quem paga a diferença é o empreendimento, representando, para um ciclo médio de 6 anos de financiamento, um desconto de 7,6% na parte financiada. Com o financiamento equivalente a 60% do preço, esse desconto será igual a 3,6% do preço, desconto que, por sua vez, consome perto de 14% de uma margem competitiva na formação do preço.

Há como estruturar modelos de financiamento para o comprador através de veículos de securitização de créditos, que o mercado denomina de securitização de recebíveis,

⁹ A meta de inflação que induz esta taxa Selic meta é de 5,5% ano, o que faz a taxa efetiva de 1% mês corresponder a uma taxa nominal de 18,9% ano.

estes no conceito de qual é o ativo a ser objeto de securitização. Esses modelos consomem margem de resultado dos empreendimentos, restando discutir seu formato e sua atratividade para os empreendedores, no sentido de que se tenha o real entendimento de que sejam suportáveis, dentro dos riscos do negócio e da rentabilidade que se oferece.

Há que se discutir, além da forma de estruturar instrumentos de investimento que permitem captar recursos para financiar a comercialização, a fonte desses recursos. Quem são os investidores capazes de suportar fluxos de 6 a 7 anos, mesmo que com recursos aplicados a taxas confortáveis? Essa é uma questão mais além deste texto, pois não há como medir o potencial de recursos presentes na economia que podem ser derivados para estas aplicações. O que se pode fazer é especular sobre onde estão as fontes de recursos com esse perfil, mas incentivá-las a aplicar em recebíveis de real estate, ainda que representados por títulos muito mais protegidos que outras formas de recebíveis encontrados no mercado, é uma questão que, a meu ver, supera relações puras de mercado competitivo. Para que a dimensão da oferta de recursos seja equivalente àquela encontrada nas economias evoluídas, de sorte que sempre haja recursos suficientes para financiar a compra de habitações para as classes de renda média para cima, é necessário fazer considerações de política econômica e da ação indutora do Estado.

1.5. FINANCIAMENTO DA PRODUÇÃO

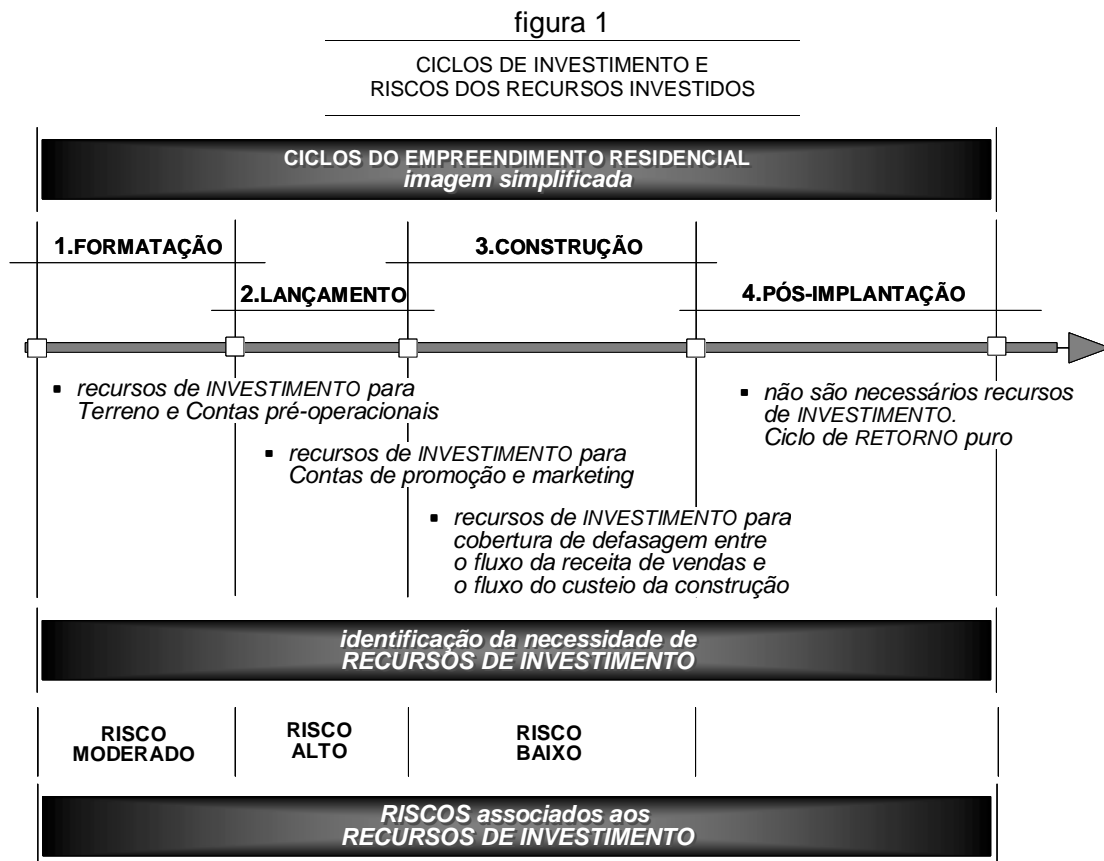
A equação de fundos para a produção é sensivelmente mais complexa. Não há capital disponível no ambiente dos empreendedores para fazer a composição mais simples, que seria combinar recursos da receita de vendas com investimento do empreendedor e daí implantar, para, ao final, mergulhar num financiamento de

recebíveis e repor o ciclo de produção.

Por esta razão, para suprir a demanda e sustentar o seu potencial de produção, os empreendedores devem ser capazes de atrair capitais de fora do setor, fazendo parcerias de investimento, através de instrumentos de investimento, cuja lógica estrutural discuto adiante.

2. Ciclos de Investimento nos Empreendimentos Residenciais

2.1. Nos EIR, são necessários recursos de investimento¹⁰ em diferentes momentos, com diferentes veios de risco, como ilustrado na figura 1.



¹⁰ Vamos desconsiderar nesse texto a oportunidade de se usar recursos de financiamento para a produção, porque se trata de um vetor preferencial evidente de funding, caso exista.

Fazendo a leitura do risco dos investimentos somente com respeito à configuração do lastro dos recursos investidos¹¹:

[i] - CICLO DE FORMATAÇÃO - os recursos aplicados na compra do terreno têm um elevado grau de proteção e os aplicados em projetos, despesas legais e planejamento dificilmente agregam valor na mesma medida do desembolso. Desta forma, no seu todo, esses são investimentos de risco moderado;

[ii] - LANÇAMENTO - usando a imagem da estratégia mais evidenciada na formatação do funding dos negócios de ERI, consideremos que se lança o empreendimento na primeira data legalmente possível, para buscar a maior contribuição possível dos recursos da venda no fluxo de caixa da construção. Aqui, os investimentos necessários em propaganda e marketing têm lastro zero, fazendo com que estes sejam investimentos de alto risco;

[iii] - CONSTRUÇÃO - quanto mais alta é a renda do público alvo, mais se pode produzir de recursos da venda para contribuir na formação do caixa para custear a construção, mas, em geral, há uma defasagem que exige investimentos. Esses recursos são bastante protegidos, sempre que as unidades já tenham sido vendidas, pois são aplicados contra parcelas do preço diferidas. Quanto às aplicações de recursos na construção de unidades não vendidas, haverá proteção sempre que se verifique estabilidade de mercado, sem movimentos abruptos de preço. Pode-se inferir que estes recursos são investidos a risco baixo.

¹¹ Leituras quanto à oportunidade do investimento, envolvendo os riscos de remuneração frente ao custo de oportunidade dos recursos imobilizados são mais complexas. Esses comentários que seguem tratam exclusivamente da agregação de valor ao produto resultante dos recursos aplicados pelo empreendedor no empreendimento.

2.2. Considerando o conjunto dos investimentos e suas proporções entre os diferentes ciclos, considera-se que desenvolver **EIR**, do ponto de vista da proteção dos recursos aplicados representada pelo valor do lastro, como negócios de risco moderado.

De outro lado, se levarmos em conta o prazo de retenção dos investimentos dentro do ciclo do empreendimento (figura1), com imobilização nos intervalos [1], [2] e [3], que pode representar até 3 a 4 anos e desmobilização no intervalo [4], que pode representar até 5 a 7 anos, o poder multiplicador dos recursos destinados a esses negócios é muito baixo. Ou seja, se o empreendedor fizer negócios somente com a sua capacidade de investimento, provavelmente ocorrerá uma descontinuidade na sua operação, pois haverá momentos nos quais o grau de imobilização inibe a manutenção da produção num regime uniforme ou crescente. Ciclos de menor liquidez acontecerão, fazendo a produtividade da estrutura de produção cair, comprometendo a rentabilidade global dos seus recursos investidos.

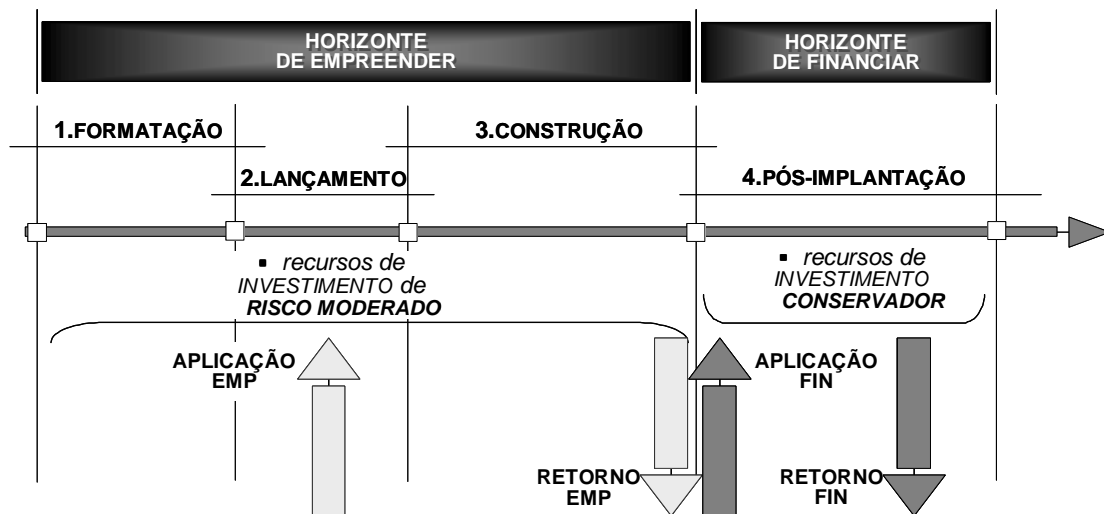
2.3. Para superar os ciclos de alta imobilização, o empreendedor deve se valer de estruturas de funding, nas quais tome recursos financiados, ou faça parcerias para adquirir os recursos de maior ciclo de imobilização, deixando seus capitais para alavancar o seu volume de negócios.

Um dos aspectos que se deve levar em conta na formatação desse funding, com a discussão das proteções, lastros e capacidade de remuneração, é a forma segundo a qual o empreendedor financia o preço de venda da unidade e os recebíveis que daí são gerados. O financiamento de parte do preço no ciclo pós-implantação é feito a uma taxa de juros sensivelmente menor do que a taxa de retorno do empreendimento, pois essa ação, vista isoladamente, representa um negócio de risco muito mais baixo do

que o empreendimento no seu todo. Considerem-se dois horizontes: [i] - o da produção e [ii] - o do financiamento de parte do preço após a implantação (figura2). O primeiro representa um ciclo de investimento moderado, que terá sua rentabilidade alavancada, se for possível sair da imobilização ao seu final e o segundo representará um ciclo de investimento de risco conservador, na realidade já fora do real estate, quando visto isoladamente, se for possível nele entrar somente após a entrega das unidades prontas para os compradores, eliminando os efeitos dos riscos dos custos da produção, da flutuação de preços e da velocidade de vendas.

figura 2

EMPREENDER E FINANCIAR:
DOIS NEGÓCIOS NOS EIR EM REAL ESTATE



3. Instrumentos de Investimento nos Empreendimentos Residenciais

3.1. Promovendo estruturas de project-finance adequadas, pode-se fazer a separação dos horizontes de empreender e financiar, bem como as funções de empreender e investir, construindo oportunidades diferenciadas de investimento, cujos binômios [risco x rentabilidade] sejam equilibrados, para poder captar fundos disponíveis no mercado.

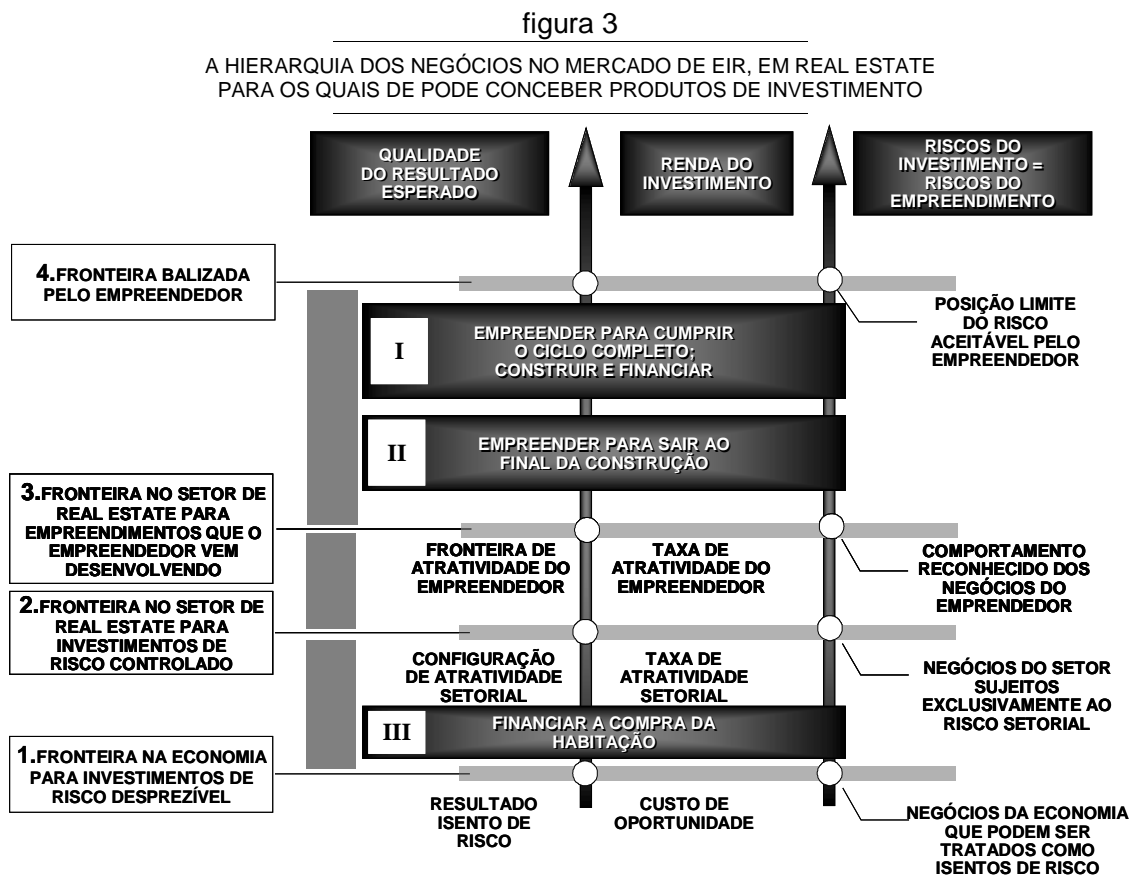
Consideremos privilegiadamente três canais de investimento:

- [i] – produtos de investimento que contemplem todo o ciclo do empreendimento, de empreender a financiar. Esse vetor compreenderá produtos que espelham o espectro completo do negócio de **EIR** numa economia setorial como a brasileira, que não dispõe dos instrumentos tradicionais, providenciados pelo segmento financeiro, para financiar os empreendedores na produção e financiar o mercado para aquisição da habitação;
- [ii] – produtos de investimento para aplicar recursos nos empreendimentos, tomando os riscos de empreender, com um vetor de saída de médio prazo, ao final da fase de construção e
- [iii] – produtos de investimento para aplicar recursos no financiamento de parte do preço das unidades residenciais, de prazo de retenção mais longo.

Separando empreender e aplicar recursos no negócio dos **EIR**, identificando um

EMPREENDEADOR ESPECIALISTA - EES e um INVESTIDOR - INV como figuras isoladas, é possível conceber uma gama de produtos de investimento, nos quais o empreendedor passa riscos controlados para o investidor, equilibrando esses riscos com remunerações, desde garantidas, até privilegiadas ou, no limite, de risco aberto, como também qualquer combinação entre elas.

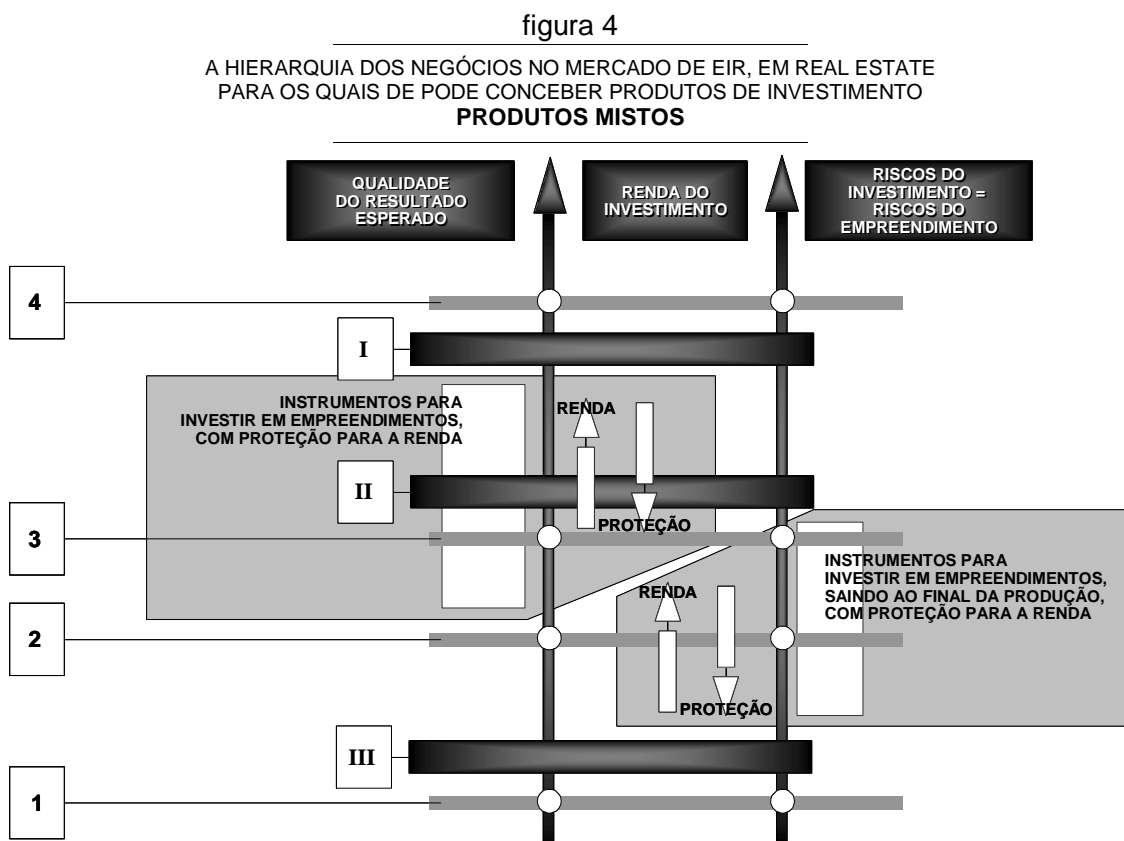
Hierarquizando os riscos dos três produtos primários em cada segmento com outros parâmetros da economia, teríamos a imagem da figura3.



3.2. Produtos com estruturas mistas de garantia, ou privilégio de renda, podem se

inserir nesse ambiente, facilitando a captação de recursos antes aplicados em instrumentos financeiros, pois sempre haverá empreendedores especialistas dispostos a tomar riscos para alavancar seus negócios.

Sendo a taxa de juros de referência de mercado (fronteira do custo de oportunidade) baixa, como é necessário para se equilibrar as diferentes atividades econômicas, há espaço entre a taxa de atratividade setorial, ou a taxa de retorno de referência dos negócios de um determinado empreendedor e o custo de oportunidade, para diminuir riscos contra garantias contidas de renda, como é a imagem da [figura4](#).



[i] - Para os negócios de risco aberto (patamar I nas [figuras](#)), o empreendedor

tenderá a ter mais dificuldade de aglutinar capitais de investimento, porque os investidores não especialistas podem não aceitar os riscos do real estate, mesmo com a expectativa de rentabilidade equilibrada com os riscos¹². Isso se resolve com INSTRUMENTOS DE INVESTIMENTO - INI, que protegem o investidor numa determinada fronteira de riscos, baixando a sua expectativa de rentabilidade, com relação à capacidade de renda que tem o empreendimento. Na contrapartida, o empreendedor toma um nível maior de riscos, na medida inversa daquilo que garante para o investidor, cujo prêmio é o excesso de rentabilidade sobre a sua parte do investimento.

Tomando um exemplo paramétrico para taxa de retorno esperada de 22% ano, efetiva acima da inflação¹³: [a] - um investidor que aplique 50% dos recursos de investimento exigidos, com uma taxa mínima protegida de 16% ano e um prêmio equivalente a 30% do excesso de taxa de retorno, teria uma renda garantida de 16% ano e uma taxa esperada de $[16 + 30\% (22 - 16)]\% = 17,8\%$; [b] - o empreendedor que tinha a taxa de retorno esperada de 22% e garantiu a taxa mínima de 16%, mais a taxa variável, caso o empreendimento performe segundo as expectativas, terá alcançado para o seu investimento, correspondente aos outros 50% dos recursos exigidos pelo negócio, uma taxa de retorno de 25,8%; [c] - só com taxa de retorno do empreendimento no patamar de 16,1% o empreendedor não teria prêmio pelo risco, o que, nesse exemplo paramétrico, representa uma quebra de preços de 18% e [d] - caindo a

¹² Esse posicionamento diante do risco é natural quando se percebe, nas análises da qualidade dos investimentos em real estate, a sensibilidade dos indicadores para variáveis de limitada capacidade de monitoramento, como a velocidade de vendas, por exemplo.

¹³ Todas as taxas desses exemplos são tomadas como anuais, equivalentes, efetivas acima da inflação, esta medida segundo o mesmo indexador do preço, em geral o IGP-M.

taxa de retorno do empreendimento para 14%, equivalente a uma quebra de preço de 24%, obrigado o empreendedor a fazer o pagamento mínimo de 16% ao investidor, tem sua taxa de retorno reduzida para 11,9%.

- [ii] - Para negócios de risco mais controlado, como os do patamar II das figuras também são admitidos instrumentos mistos como o do exemplo citado. O mesmo negócio ali ilustrado, caso pudesse descontar seus recebíveis, gerados à taxa de 1% mês efetiva, pelo prazo de 72 meses, à taxa de desconto de 16,0% ano, teria sua taxa de retorno esperada saltada para 32,8% ano. Nesse caso: [a] - o INI do investidor dos 50% dos recursos necessários para o negócio teria pago a taxa de $[16 + 30\% (32,8 - 16)]\% = 21,1\%$; [b] - o empreendedor que tinha a taxa de retorno esperada de 32,8% e garantiu a taxa mínima de 16% mais a taxa variável, caso o empreendimento performe segundo as expectativas, terá alcançado para o seu investimento, correspondente aos outros 50% dos recursos exigidos pelo negócio, uma taxa de retorno de 44,0%; [c] - só com taxa de retorno do empreendimento no patamar de 16% o empreendedor não teria prêmio pelo risco, o que, nesse exemplo paramétrico, representa uma quebra de preços de 18,3% e [d] - caindo a taxa de retorno do empreendimento para 14%, equivalente a uma quebra de preço de 24%, obrigado o empreendedor a fazer o pagamento mínimo de 16% ao investidor, tem sua taxa de retorno reduzida para 5,0%.
- [iii] - Os negócios de financiar recebíveis (patamar III das figuras) não têm risco real estate. Deles tratamos adiante no texto.

3.4. Os veículos para sustentação dos INI criados com risco aberto, com garantia ou com proteção de renda, devem ser conceituados sob as seguintes premissas:

- [i] - a premissa básica para formação dos INI é que existem duas figuras distintas envolvidas no processo de empreender - o EMPREENDEDOR ESPECIALISTA-EES e o INVESTIDOR-INV. Ao EES deve se conceder o direito de governança controlada sobre a operação, cujo grau de liberdade cresce na mesma razão em que ele concede garantias ao INV;
- [ii] - fazendo cada empreendimento, ou um conjunto de empreendimentos que absorvem um volume definido de captação de investimentos dentro de uma SPE¹⁴, INV se isola dos riscos do ambiente do empreendedor¹⁵, pela razão lógica que o INI só deve ter risco empreendimento;
- [iii] - o EES deve contribuir para o desenvolvimento do empreendimento prestando serviços especializados de planejamento, gerenciamento e eventualmente de construção. Quanto mais os contratos para prestação desses serviços sejam de valores certos, mais seguros serão os INI, aumentando o potencial de captação de recursos. Quanto mais abertos sejam os preços dos contratos de construção e outros serviços, menor deverá ser o grau de governança do EES na SPE, até um limite no qual seja recomendável, para melhorar a qualidade do INI, a introdução de serviços externos especializados de controladoria, operacional e financeira.

Relativamente às características do instrumento de investimento - INI:

- [i] - quanto mais flexível a sua tradição, mais ativa poderá ser a captação de

¹⁴ Sociedade de Propósito Exclusivo, na qual se segrega o desenvolvimento do empreendimento e só ele.

¹⁵ Riscos cruzados com outros empreendimentos, dos quais não participa.

recursos. Exigir capitais de investimento que fiquem imobilizados pelo ciclo do empreendimento é necessário para que o negócio se conclua com sucesso, razão pela qual será difícil considerar de risco aceitável um INI formatado com datas certas de amortização, ou mesmo de pagamento de renda. O que é necessário para o negócio é inconveniente para o INV que aplica recursos com uma expectativa de fluxo de retorno, que pode ser totalmente desvirtuada por variáveis fora de monitoramento, desde a quebra da velocidade de vendas das unidades do empreendimento, até variáveis como atrasos provocados por ações de caráter burocrático¹⁶. Assim, havendo flexibilidade na transição do INI, de forma que INV poderá vender seu INI se necessitar de liquidez, aumenta a capacidade de captação de fundos. Quando mais ativo o mercado secundário do INI melhores são as oportunidades de captação de recursos;

- [ii] - quanto mais pulverizada for a unidade de INI formatada, mais flexibilidade o INV encontrará para entrar e sair das posições de investimento. A pulverização compromete a hipótese de se oferecer grau limitado de governança ao EES. A dinâmica dos negócios de real estate não admite que se tenham que fazer “assembléias” de INV, ainda mais não especialistas, para tomar decisões da operação, que afetam rentabilidade, mas que devem ser tomadas em horas, como, por exemplo, descontos em preços para vendas especiais, ou mudança de forma de pagamento de cada venda de unidade.

É possível vislumbrar que, no futuro, com o mercado mais maduro, possam ser concebidos INI de alto grau de pulverização, para melhorar a sua liquidez em

¹⁶ São tradicionais no setor no Brasil os prazos sem controle para aprovações legais, registros de documentos que instruem a incorporação, obtenção de certidões e tantos outros componentes do “risco da ineficiência da administração pública no Brasil”.

mercado secundário, mas usando estruturas nas quais o EES tenha grande liberdade operacional, ofereça um nível alto de garantia de remuneração e um prêmio proporcionalmente menor, criando-se uma interface de auditoria entre os investidores e o EES esta por sua vez também especializada;

- [iii] - o INI deverá ser desenhado levando em conta o planejamento tributário da operação, tendo em vista que a estrutura tributária brasileira, em geral, penaliza poupança e investimentos produtivos¹⁷. Por exemplo, em maio de 2004, na mudança da legislação de cobrança das taxas de Pis e Cofins se excluiu da base de cálculo o desconto dos juros pagos nas sociedades, criando bi-tributação evidente e penalizando INI baseados em títulos corporativos, o que se reflete num encarecimento do custo do dinheiro de investimento nos **EIR**, repercutindo sobre os preços. Mesmo as operações tradicionais, com a produção financiada, tiveram o custo do dinheiro acrescido pela bi-tributação¹⁸.

¹⁷ Tenho dito freqüentemente que o Brasil não precisa de uma legislação para as **PPP** (parcerias público privadas), mas de uma legislação tributária que se baseie em **IPP** (incentivo à poupança privada) combinado com **IIP** (incentivo ao investimento produtivo).

¹⁸ Por exemplo, um financiamento de custo efetivo 16% ano tem agora um custo agregado de 1,48%. Esse acréscimo pode representar entre 4 e 5% da margem competitiva.

4. Indicadores Financeiros e Econômicos do Segmento, Utilizando um Protótipo como Imagem do Mercado

4.1. Acompanho a discussão de forma dos INI com a exploração de indicadores para validá-las.

Para discutir o tema dos INI nos negócios e no financiamento de comercialização e os formatos de securitização de recebíveis, uso indicadores extraídos da exploração de um protótipo de empreendimento no segmento de mercado residencial para famílias de renda média. Não são valores compilados de base de dados colhida do mercado, mas resultam da evidência de que esse empreendimento protótipo é capaz de fazer uma imagem de boa qualidade do comportamento prevalente dos negócios do segmento de mercado.

A identificação dos indicadores econômico-financeiros do protótipo se reveste de um interesse particular, porque através deles é possível fazer uma imagem de como funcionam os negócios do setor, em termos de alavancagem, qualidade e riscos. Em virtude do interesse de que o conjunto dos indicadores compreenda o conjunto de premissas necessárias para discutir o tema, faço uma extensa exploração de características do mercado usando o protótipo.

Dois conjuntos de dados contêm os parâmetros principais de comportamento desse empreendimento, arbitrado como sendo capaz de fazer um espelho do andamento do

mercado nesta conjuntura. No quadro1 encontra-se descrito o perfil do empreendimento e os parâmetros da comercialização das unidades e no quadro2 as contas de custeio da implantação e os seus prazos.

quadro 1

EMPREENDIMENTO PROTÓTIPO					
PARÂMETROS DO EMPREENDIMENTO i / ii					
[valores conforme indicado]					
PERFIL DO PRODUTO IMOBILIÁRIO RESIDENCIAL					
NÚMERO DE UNIDADES	ÁREAS DAS UNIDADES (m2)		PREÇO MÉDIO DE VENDA DE CADA UNIDADE		VOLUME DE VENDAS (Vv) R\$mil maio2004
	PRIVATIVA	TOTAL	/ m2 AP	TOTAL	
	AP	AT	R\$ maio2004		
100	88,00	152,00	1.800	158.400	15.840
TOTAL	8.800	15.200	60% financiados 72 meses após a entrega juros de 1% mês		
PARÂMETROS DA COMERCIALIZAÇÃO - custos e prazos					
					(*)
propaganda, promoção e marketing			7,00% Vv		(1.109)
corretagem			4,50% Vv		(715)
impostos sobre a receita					
. Pis+Cofins, por arbitragem			9,25% (60%) Vv		(1.094)
. cpmf, por arbitragem			0,38% Vv		(74)
85% do estoque			mês 5 até mês 8		
15% do estoque			mês 30		

(*) totais extraídos de fluxos de caixa, com arredondamento a favor da segurança

A medida dos indicadores paramétricos do segmento de mercado é feita assumindo certas simplificações, que trabalham a favor da segurança, quando, adiante, se vai usar esses indicadores para discutir o comportamento do mercado espelhado pelo protótipo. Por exemplo, na montagem de fluxos, são usadas tabelas simplificadas de venda de unidades, da mesma forma que um ciclo agressivo de vendas, entre os meses

5 e 8, acumulando-se o saldo das vendas na data da entrega das unidades (mês 30).

quadro 2

EMPREENDIMENTO PROTÓTIPO			
PARÂMETROS DO EMPREENDIMENTO ii / ii			
[valores conforme indicado]			
PARÂMETROS DA PRODUÇÃO			
	REF.	PARÂMETRO	TOTAL R\$mil maio2004
CUSTOS DIRETOS (CDi)	m2	R\$ / m2	5.368
ORÇAMENTO	8.800	610,00	
VERBAS AGREGADAS			
DESVIOS DE ORÇAMENTO (DOr)	7,0%	CDi	376
FUNDO PARA MANUTENÇÃO (FMa)	3,0%	CDi	162
TAXA DE ADMINISTRAÇÃO (ADi)	12,0%	CDi+DOr+FMa	709
TOTAL DAS CONTAS DA IMPLANTAÇÃO (CIm)			6.615
TERRENO	m2	R\$ / m2	
<i>mais contas da aquisição</i>	4.000	550,00	2.200
pagamento do preço	a vista no mês 1		
início de obras	mês 7		
entrega das unidades	mês 30		

Como se trata de buscar uma imagem de mercado, é válido tratar o programa de custeio da implantação de forma simplificada, tomando a compra do terreno a vista e o desembolso dos demais custos em regime uniforme.

Caso a exploração do protótipo fosse feita com maior grau de detalhamento, dois efeitos poderiam ser percebidos: [i] – pequenas alterações nos indicadores relatados mais adiante, que não seriam relevantes do ponto de vista das conclusões que tais indicadores permitem tomar, e [ii] – uma acentuada perda de confiabilidade na generalização, de um

protótipo para o mercado, na medida em que os detalhes restringiriam a representatividade desse protótipo frente ao segmento de mercado que é foco deste texto.

Além de explorar a construção de INI e a securitização dos recebíveis, podemos extrair diversos indicadores desse protótipo, para discutir veios de rentabilidade e risco do segmento de mercado que ele representa. Daqui a diante, para melhorar o entendimento quanto ao comportamento do segmento de mercado, somente são indicados parâmetros e não valores. Admite-se que os parâmetros são ricos a ponto de mostrar o segmento, sendo que os valores do protótipo não apresentariam essa qualidade.

4.2. MARGEM COMPETITIVA

O quadro3 ilustra a combinação dos números de preço e custos para mostrar a margem competitiva. A margem competitiva mostra a natureza primária de um determinado mercado, porque se mede usando a configuração mais simples da equação de fundos, na qual se supre a totalidade do custeio com investimentos, para vender o produto à vista, quando implantado. Essa margem é inelástica, pois, do lado do preço indica o comportamento competitivo do mercado e do lado dos custos os padrões de produtividade nos quais opera o segmento de mercado. Mas, o empreendedor poderá se valer de equações de fundos mais agressivas, aumentando a alavancagem no uso da sua capacidade de investimento, fazendo crescer a taxa de retorno do investimento do seu capital próprio.

A margem de 26,91% contida no preço, mostra o padrão de resultado operacional bruto que pode ser alcançado num empreendimento nesse segmento de mercado. Esse resultado é medido sobre o preço, mas, levado sobre o investimento,

significará tanto mais, quanto maior for a alavancagem praticada. Quanto maior a alavancagem, maior será o risco do empreendedor, tendo em vista que ela se produzirá substituindo capital próprio de investimento por recursos de terceiros.

quadro 3

PARÂMETROS DE COMPORTAMENTO E DESEMPENHO <i>USANDO AS REFERÊNCIAS DO PROTÓTIPO</i>	
COMPOSIÇÃO DA MARGEM OPERACIONAL	
MARGEM COMPETITIVA	
+ PREÇO DE VENDA DAS UNIDADES	100,00%
- ENCARGOS	-5,93%
- PROPAGANDA, PROMOÇÃO E MARKETING	-7,00%
- CORRETAGEM DE VENDAS	-4,51%
- CUSTEIO DA IMPLANTAÇÃO	-55,65%
TERRENO	-13,89%
OUTRAS CONTAS	-41,76%
= MARGEM OPERACIONAL BRUTA	26,91%
<i>margem que indica a competitividade do produto</i>	

Quando o empreendedor usa recursos financiados, cujo custo é menor que a taxa de retorno esperada, cresce a alavancagem diminuindo-se a margem, mas sobe a taxa de retorno. Caso use recursos da comercialização, como é a prática mais corrente no mercado, cresce a alavancagem, mantendo-se a margem, o que faz subir a taxa de retorno. Nessa segunda hipótese, entretanto, crescem os riscos, pois a venda antes de produzir cria bloqueios na produção e não admite desvios, sob pena de comprometimento da margem.

Quando, de outro lado, para a mesma margem, o empreendedor é obrigado a financiar o preço da compra, pela incapacidade do mercado de pagar o preço à vista, ou pela inexistência de financiamentos apropriados para a comercialização, seu fluxo de retorno retarda, baixando a taxa de retorno. Fazendo o financiamento da

comercialização na taxa de juros prevalente do mercado, que é de 1% mês-efetiva acima do IGP-M, e securitizando esses recebíveis a uma taxa mais alta, porque o mercado de compra dos títulos de securitização exige mais que esses 1% e o comprador não é capaz de pagar o excesso, o empreendedor tem que pagar a diferença, o que diminui a sua margem, baixando a taxa de retorno.

Tendo em vista as evidências de que a capacidade de pagamento nesse mercado, para atender os anseios do público alvo, só se valida com preços cobrados em prazos longos, combinando-se a poupança acumulada com parcelas da renda regular do comprador, mergulha-se na conclusão necessária de que ele só pode se estruturar se o pagamento do preço for diferido, em parcelas regulares e enquadradas de forma suportável na renda, por ciclos longos. Quando se fala em ciclos longos, implícitos estão: um retardo do fluxo de retorno e a quebra da taxa de retorno. O retardo do fluxo diminui a capacidade de produzir do mercado, porque o payback se arrasta para além do prazo de implantação dos empreendimentos, bloqueando a repetitividade, o que aumenta os custos, porque introduz evidentes problemas sistêmicos, de baixa produtividade nas empresas. O retardo do fluxo só não quebraria a taxa de retorno se o financiamento para o mercado alvo fosse de terceiros, ou se a taxa de juros cobrada pelo empreendedor pudesse ser repassada para financiadores. No Brasil, nenhuma das condições se verifica, pois não há financiamentos em volume disponível para atender ao volume de vendas do mercado e as taxas pelas quais se podem tomar recursos do mercado estão acima do padrão de 1% mês, já citado como a taxa prevalente, que se pratica no financiamento da compra de habitação no segmento de mercado tratado neste texto.

Vistos estes fatores, essa margem competitiva serve então para dar uma visão dos

paradigmas de risco do mercado, que se apresenta capaz de operar com uma certa distensão entre preço e custos, cujo resultado deve ser medido combinando-se essa margem com a equação de fundos e com o sistema de financiamento do preço, para se enxergar os indicadores da qualidade do segmento de mercado, como ambiente de negócios.

4.3. RECEITA E RESULTADO

Considerando o financiamento do preço de venda das unidades como está ilustrado no quadro1¹⁹, os juros se acrescentam na receita e há um aumento de encargos, cobrados sobre o excesso de receita (os juros). Os demais componentes de preço e custo permanecem, resultando nos parâmetros do quadro4.

Interessante discutir a imagem que mais pode falsear a identificação da qualidade do investimento. Os juros cobrados representam um montante expressivo de recursos além do preço, mas servem exclusivamente para remunerar, a uma taxa inferior à taxa de retorno, o diferimento de parte do preço.

Nesse prazo de 72 meses e à taxa de 1% mês, o montante de juros passa a significar 19,65% da receita de vendas e acrescenta 24,5% ao total do preço cobrado. Isso falseia a imagem de qualidade, fazendo-se a medida de qualidade pelo resultado operacional, ao se pretender comparar parâmetros do quadro4 com os do quadro3. Nesse resultado operacional bruto, se comparado com a margem competitiva, o acréscimo é representado por juros, que aqui representam quase 50% do resultado. Como esses juros estão numa taxa menor do que a atratividade para os investimentos no setor, eles significam perda relativa de margem competitiva, pois,

¹⁹ 60% do preço financiado em 72 meses, parcelas Price, à taxa de juros de 1% ao mês

para reduzir o fluxo do financiamento à data da complementação da implantação, será necessário refinanciá-lo a uma taxa maior do que esses 1%, o que funciona como um redutor do preço e da margem competitiva. Manter o fluxo no tempo do financiamento significa reduzir a taxa de retorno e atrasar o payback.

quadro 4

PARÂMETROS DE COMPORTAMENTO E DESEMPENHO USANDO AS REFERÊNCIAS DO PROTÓTIPO			
RECEITA E RESULTADO OPERACIONAL			
VENDAS FINANCIADAS PELO EMPREENDEDOR			
+ RECEITA DE VENDA DAS UNIDADES			100,00%
PREÇO	80,35%		
JUROS DO FINANCIAMENTO	19,65%		
- ENCARGOS		-5,93%	
- PROPAGANDA, PROMOÇÃO E MARKETING		-5,63%	
- CORRETAGEM DE VENDAS		-3,63%	
- CUSTEIO DA IMPLANTAÇÃO		-44,71%	
= RESULTADO OPERACIONAL BRUTO			40,10%
PARTICIPAÇÃO DO PREÇO	53,9%	21,62%	
PARTICIPAÇÃO DOS JUROS	46,1%	18,48%	

O quadro5 mostra os indicadores mais qualificados para ilustrar o comportamento do empreendimento na configuração que melhor espelha o comportamento do segmento de mercado.

A taxa de retorno esperada está em 22,34% ano, sendo que os juros são responsáveis por 38,3% da composição da taxa. Ou seja, se não fossem cobrados juros no financiamento de 72 meses para 60% do preço, a taxa de retorno do investimento no empreendimento estaria em 13,78%. Para comparar, na hipótese virtual de que o preço pudesse ser cobrado dentro do ciclo de produção, a taxa de retorno máxima possível seria de 33,42%.

A diferenciação entre a eficácia do empreendimento e o montante de juros cobrados no financiamento da comercialização é importante, porque o efeito na taxa de retorno da cobrança desses juros não é da natureza do empreendimento, mas forçada por uma conformação de mercado, que foge da estrutura típica do negócio de real estate residencial para venda, no qual a presença do financiamento bancário para comercialização é sempre evidenciada.

quadro 5

PARÂMETROS DE COMPORTAMENTO E DESEMPENHO USANDO AS REFERÊNCIAS DO PROTÓTIPO		
INVESTIMENTO, RETORNO, TAXA DE RETORNO E <i>payback</i>		
VENDAS FINANCIADAS PELO EMPREENDEDOR		
RECEITA DE VENDA DAS UNIDADES		100,00%
RESULTADO OPERACIONAL BRUTO		40,10%
INVESTIMENTOS EXIGIDOS		27,57%
RETORNO VIÁVEL		67,67%
TAXA DE RETORNO ESPERADA - % ano equivalente efetiva		22,34%
PARTICIPAÇÃO DO PREÇO	61,7%	13,78%
PARTICIPAÇÃO DOS JUROS	38,3%	8,56%
<i>payback primário</i>		no mês 57
<i>27 meses após a entrega das unidades</i>		
<i>payback até o final da implantação, no mês 30</i>		13,9% DO INVE- -TIMENTO

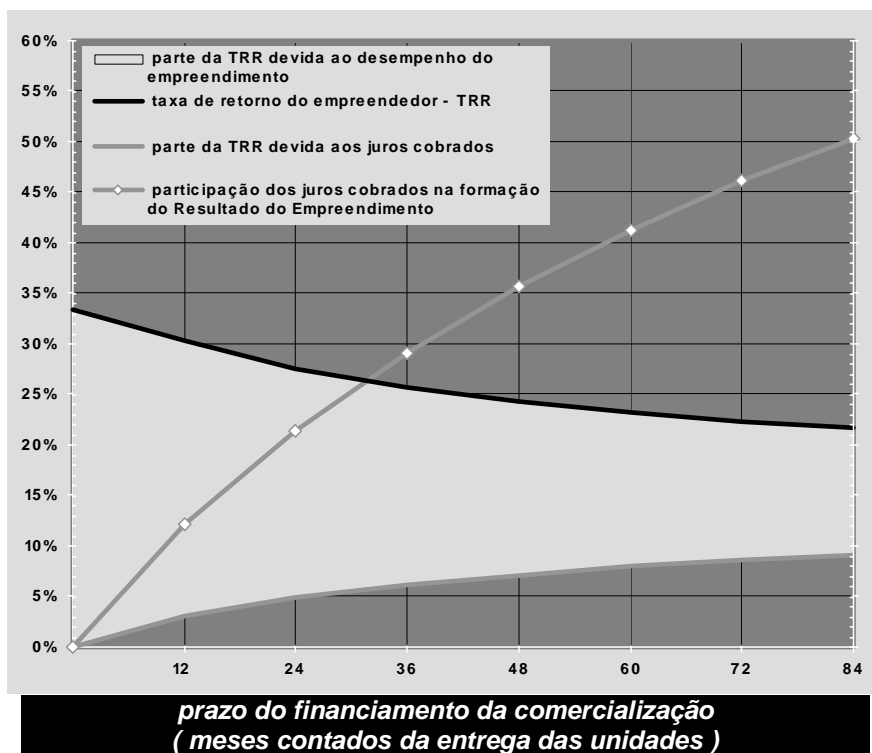
Quanto maior for o prazo do financiamento, menor será a taxa de retorno, já que o financiamento é concedido a uma taxa inferior à taxa de retorno implícita do empreendimento até posições nas quais a taxa de retorno está mais em razão do financiamento do preço do que da eficácia do empreendimento, como se pode perceber da imagem do [gráfico6](#).

Nesse gráfico se vê que a taxa de retorno flutua entre o máximo de 33,42% quando

não se recebe o preço dentro do ciclo de implantação, até 21,66% quando o financiamento de 60% do preço é feito no prazo de 84 meses.

gráfico 6

TAXA DE RETORNO E SUA COMPOSIÇÃO
PARA DIFERENTES PRAZOS DE FINANCIAMENTO
DA COMERCIALIZAÇÃO, DIRETO PELO EMPREENDEDOR



A participação do fluxo dos juros cobrados na formação da taxa de retorno varia de zero até mais de 50% no mesmo espectro.

Adiante veremos, na análise da sustentação da securitização dos recebíveis que essa distorção de considerar a receita do fluxo de juros como parte do negócio pode chegar a limites de que o negócio está na cobrança dos juros, o que será um indicador de uma deformação conjuntural do mercado. Encontrada essa situação, o que se

conclui é que a margem competitiva praticada não é capaz de sustentar a configuração de riscos do mercado e que ela só se valida com a existência de financiamento bancário para a comercialização.

O que se percebe nessa conjuntura, no Brasil, é que os empreendedores, diante da falta quase que absoluta de oferta de financiamentos para comercialização, estão praticando ações de mercado sem levar esse efeito em conta, na formação dos preços. O que se evidencia é que os preços deveriam ser maiores, para o mesmo custo, com o objetivo de cobrir os riscos da falta de financiamento. Mas, como há que produzir e sobreviver, o que parece também evidente é que o mercado faz que não vê essa necessidade, conseqüentemente operando num padrão de riscos mais alto do que seria correto diante da atratividade percebida.

4.4. payback

No quadro5 temos a indicação do payback primário medido no ambiente do protótipo. A velocidade com a qual o empreendimento é capaz de repor a capacidade de investimento do empreendedor é vinculada à velocidade de vendas arbitrada, mas, nos níveis de financiamento do preço prevalentes no mercado (no protótipo usamos 60%) e considerando a margem competitiva disponível, o payback se dará sempre após a entrega das unidades. Isso significa que o mercado tem uma estrutura na qual a reposição da capacidade de investimento do empreendedor é mais lenta do que a sua capacidade de implantação de empreendimentos, o que provoca uma descontinuidade no processo da produção.

O ritmo que se cria de [i] - empreender, [ii] - esperar se capitalizar novamente para [iii] - voltar a empreender, perturba a produtividade das estruturas da administração e,

certamente, representa um sorvedor de resultados, no pagamento da ociosidade transitória do sistema produtivo. Essa evidência é a mais forte indutora da conclusão de que a estrutura do mercado deve necessariamente compreender sistemas de financiamento da comercialização, independentemente de que se demonstre, tratando cada negócio isoladamente, que as taxas de retorno dos investimentos ainda podem ser atrativas, mesmo com a necessidade de se financiar o comprador para além da data da entrega das unidades residenciais.

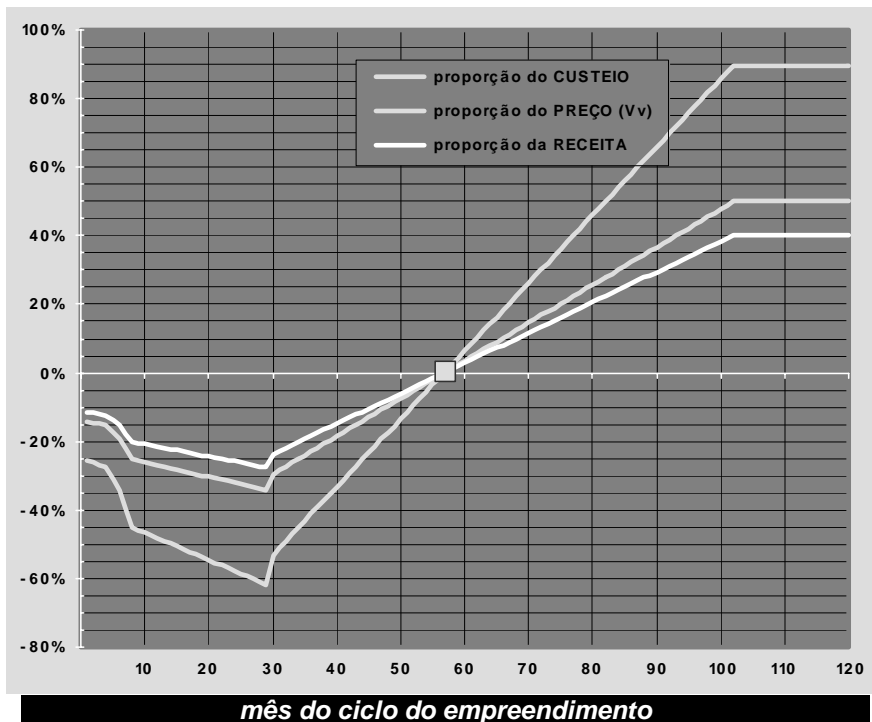
Da análise desse protótipo, que espelha o comportamento do segmento de mercado, podemos tomar os seguintes elementos:

- O payback primário ocorre no mês 57, muito além do término da implantação no mês 30.
- O empreendedor retoma sua capacidade de fazer um novo ciclo, idêntico ao empreendimento protótipo, no mês 42, ainda muito além do término da implantação no mês 30.
- O payback até o final da implantação responde por uma pequena parcela dos investimentos (13,9%).

Fazendo o fluxo de caixa [Investimento x Retorno], mês a mês, com os valores descritos numa proporção dos indicadores mais expressivos (preço, Receita e Custeio), podemos ver no gráfico7, para o protótipo, como se comportam os movimentos de imobilização e desmobilização de recursos do empreendedor no empreendimento. Nesse gráfico, o equilíbrio entre os dois movimentos acontece no mês 57, payback primário já descrito.

gráfico 7

FLUXO [INVESTIMENTO X RETORNO]
- POSIÇÕES ACUMULADAS (*investimento negativo e retorno positivo*)
- POSIÇÕES EXPRESSAS NA PROPORÇÃO DE INDICADORES MAIS EXPRESSIVOS



O gráfico 8 mostra posições de destaque desse fluxo:

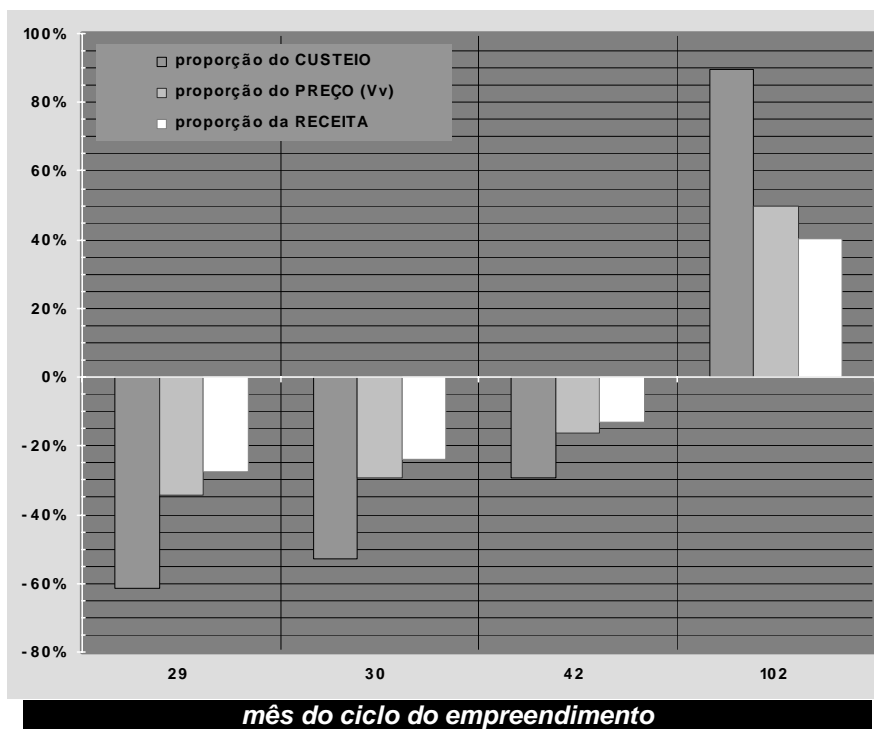
- um mês antes da entrega das unidades (mês 29), quando acontece o maior nível de exposição do empreendedor. Nessa posição ainda não aconteceu retorno, para a velocidade de vendas e o volume de financiamento de comercialização arbitrados no cenário referencial. A posição limite indica um investimento no patamar de 62% do custeio, o que mostra a pequena contribuição das vendas no fechamento da equação de fundos do empreendimento. Se usássemos uma velocidade de vendas de 100% nos meses de 5 até 8 (usamos 85% no cenário

referencial – quadro1), esse patamar de investimento, na sua definição de fronteira, estaria em 53%;

- no mês da entrega (30) já começa a acontecer retorno, revertendo-se a curva do fluxo;

gráfico 8

FLUXO [INVESTIMENTO X RETORNO]
- POSIÇÕES ACUMULADAS (*investimento negativo e retorno positivo*)
- POSIÇÕES EXPRESSAS NA PROPORÇÃO DE INDICADORES MAIS EXPRESSIVOS
- POSIÇÕES EM DATAS MARCO DE DESTAQUE



- no mês 42, quando é possível iniciar um ciclo idêntico de empreendimento, ainda não aconteceu payback, mas daí até a posição 57 (payback) o fluxo de retorno vai suprindo um novo fluxo de investimentos com o mesmo perfil do primeiro giro arbitrado;

- no mês 102, final do fluxo, destaca-se o resultado alcançado.

4.5. VELOCIDADE DE VENDAS

Se a contribuição das vendas para a formação da equação de fundos para implantação do empreendimento é limitada pela necessidade de financiamento da comercialização, o efeito da velocidade de vendas na taxa de retorno do empreendedor no empreendimento também será limitado. O gráfico9 mostra como flutua a taxa de retorno e os seus fatores de formação (eficácia do negócio e juros do financiamento da comercialização) quando a velocidade de vendas, no ciclo entre os meses 5 e 8, flutua, admitindo-se sempre a hipótese de que o restante do estoque escoar até o final da implantação.

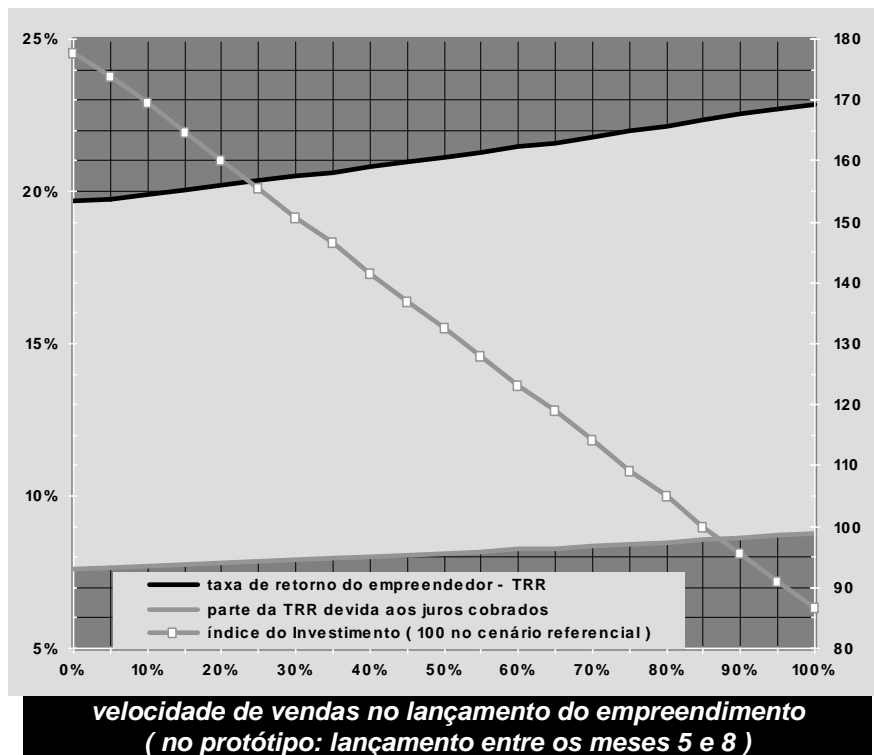
Deste gráfico9 podemos destacar:

- a participação dos juros na formação da taxa de retorno é expressiva qualquer que seja a velocidade de vendas em função da arbitragem de que 60% do preço são financiados;
 - com a velocidade de vendas no lançamento crescente, há uma amortização do fluxo dos investimentos, mas ele permanece num nível alto relativamente ao custeio. Usando a posição do cenário referencial (velocidade de vendas no lançamento de 85%) associada ao índice 100 de investimento, vê-se que as vendas têm efeito muito mais relevante na formação da equação de fundos do que na taxa de retorno dos investimentos. Enquanto o índice de investimentos oscila entre 178 e 87 (100 no cenário referencial), a taxa de retorno varia entre 19,7% e 22,9% ano efetiva (22,3% no cenário referencial);
-

- a participação dos juros na taxa de retorno é sempre alta, permanecendo num patamar no qual perto de 38,5% da taxa de retorno é devida aos juros cobrados e não à eficácia do empreendimento.

gráfico 9

- TAXA DE RETORNO E SUA COMPOSIÇÃO
- ÍNDICE DE INVESTIMENTO
VARIANDO A VELOCIDADE DE VENDAS
NO LANÇAMENTO DO EMPREENDIMENTO



4.6. SUSTENTAÇÃO DOS INDICADORES

Referências a riscos sempre são exigidas em análise de investimentos. Este texto usa de um investimento (empreendimento) protótipo para discutir um segmento de mercado, cuja análise de qualidade está referenciada pelo conjunto dos indicadores

mostrados até aqui, indicadores extraídos de um cenário referencial que reflete a configuração prevalente do segmento. Todavia, devemos considerar que: [i] – para um empreendimento que seja aderente a esse cenário, nada garante que o comportamento não venha a se desviar dos parâmetros descritos e [ii] – para o conjunto dos empreendimentos, é natural considerar que exista uma determinada elasticidade de comportamento com relação a esses parâmetros.

Qualquer que seja a razão de distorção com respeito aos parâmetros do cenário referencial arbitrado como representativo do segmento de mercado, é possível fazer a leitura da sustentação dos indicadores de comportamento e desempenho do empreendimento usando amostras de laboratório, constituídas de valores de indicadores associados a diferentes cenários, desenhados, cada um com uma certa distorção com respeito aos parâmetros do cenário referencial. Adiante exploramos amostras da taxa de retorno do investimento e da sua componente devida aos juros do financiamento da comercialização, utilizando fatores de perturbação (proxies), que agem sobre o orçamento dos custos diretos da construção e sobre os preços de venda, mantendo estáveis os demais parâmetros.

No quadro10 estão as fronteiras de distorção usadas e as posições de destaque na análise da amostra de laboratório dos indicadores de taxa de retorno e no gráfico11 mostramos a dispersão das amostras.

As evidências a se destacar nesses dados são:

- mantendo os preços só com uma vertente para baixo (sem fronteira agressiva) e deixando uma pequena margem para cobrir sistemas mais eficientes de produção (custos -2%) o grau de sustentação da eficácia do empreendimento
-

protótipo quanto à remuneração dos investimentos é elevado, porque a taxa de retorno oscila pouco dentro da amostra de laboratório;

- como essa flutuação é baixa, pode-se, com mais vigor, reconhecer a capacidade do protótipo de representar o comportamento prevalente dos negócios desse segmento de mercado;

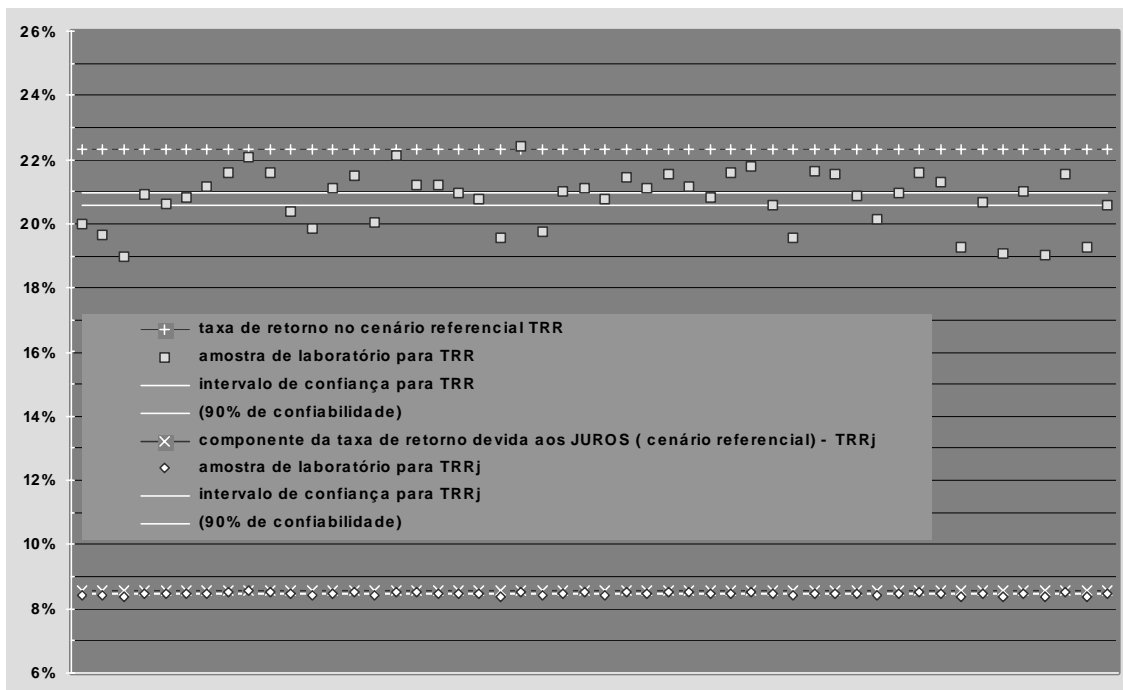
quadro 10

PARÂMETROS DE COMPORTAMENTO E DESEMPENHO USANDO AS REFERÊNCIAS DO PROTÓTIPO			
DESVIOS NA TAXA DE RETORNO			
VENDAS FINANCIADAS PELO EMPREENDEDOR			
FATORES DE COMPORTAMENTO PARA FORMATAÇÃO DA AMOSTRA DE LABORATÓRIO	ÍNDICE NO CENÁRIO REFERENCIAL	FRONTEIRAS	
		MAIS CONSER- -VADORA	MAIS AGRESSIVA
preços de venda das unidades	100	-5%	+0%
custos diretos de construção	100	+5%	-2%
RESULTADOS DA ANÁLISE		POSIÇÕES NA AMOSTRA	
		MENOR	MAIOR
		INTERVALO DE CONFIANÇA (90% de confiabilidade)	
taxa de retorno do empreendimento TRR	22,34%	19,00% 20,59%	22,41% 20,98%
componente de TRR devida aos juros cobrados - TRRj	8,56%	8,37% 8,46%	8,55% 8,48%

- nessa amostra, o componente de juros na taxa de retorno tem uma flutuação desconsiderável, porque os vetores que podem provocar uma flutuação mais intensa desse indicador foram mantidos estabilizados nessa avaliação. Variando preços, varia o valor dos financiamentos, mas como, nesta exploração, foram mantidos prazos de financiamento de comercialização e taxa de juros, a parte da taxa de retorno construída com a receita dos juros cobrados

permanece praticamente estável, mostrando outro indicador que ilustra com eficácia o comportamento do segmento de mercado, não exclusivamente do protótipo;

gráfico 11
SUSTENTAÇÃO DA TAXA DE RETORNO
VARIANDO PREÇOS E CUSTOS ENTRE FRONTEIRAS



- no gráfico11 está o desenho da dispersão da amostra. Para TRR há uma dispersão maior, como já dito, com um desvio menor do que 5% no entorno da média e com uma fronteira de distensão para o cenário referencial de 14% para baixo e de 8% entre a fronteira e a média da amostra. Para TRRj, os níveis de distensão são desprezíveis.

5. Securitização dos Recebíveis do Financiamento de Comercialização

5.1. SISTEMA DE FINANCIAMENTO

Os mercados de real estate residencial que apresentam comportamento harmônico são os que mantêm, na sua estrutura, linhas de financiamento para comercialização, que independem de ações dos empreendedores. O problema de crédito é do sistema financeiro associado e não do segmento da produção. Dessa forma, ao empreendedor cabe cumprir com as suas especialidades na estrutura do sistema - planejar, produzir e comercializar, tendo a segurança de que, ao final da implantação do empreendimento, terá encaixado a totalidade do preço de venda, capacitando-se a repetir o ciclo. Financiar a aquisição da habitação é problema do segmento financeiro, de sorte que prazos, taxas de juros, sistemas de reajuste, garantias e inadimplência não provocam efeitos diretos no investimento do empreendedor, seja quanto à qualidade como com respeito aos riscos.²⁰

5.2. SISTEMAS DE SECURITIZAÇÃO

Na falta de um sistema de financiamento habilitado para sustentar o regime de mercado, pode-se pensar em modelos alternativos, cujo fundamento é a criatividade dos planejadores de produtos de investimento, mas que não representam

²⁰ Podemos considerar efeitos indiretos, gerados por raízes macroeconômicas, que provoquem restrições de crédito ou alteração de taxas de juros, que limitem a aquisição para certos segmentos de renda, discussão que escapa do âmbito deste texto.

necessariamente veios estruturais, nos quais é possível fundear o sistema. Assim vemos o sistema de securitização de recebíveis dentro do mercado brasileiro. Trata-se de um procedimento avançado, se comparado com o formato de exigir do empreendedor que seja o financiador daquilo que produz, em razão da ausência de alternativas válidas, nos volumes da demanda, junto ao sistema financeiro. Mas não se trata de entender esse procedimento como a raiz de financiamento de comercialização que falta no mercado de real estate residencial no Brasil.

Esse texto não discute sistemicamente os formatos e exigências legais para a estruturação de sistemas de securitização de recebíveis no mercado brasileiro. O enfoque do texto está na análise da qualidade e riscos dos empreendimentos, quando sistemas de securitização de recebíveis apóiam o empreendedor, para adiantar o encaixe do fluxo dos recebíveis que ele gera na comercialização, habilitando-se a repetir, de forma mais eficiente, seus ciclos entre empreendimentos, mantendo padrões de produtividade adequados. Este capítulo explora como se faz a tradução do fluxo dos recebíveis para recursos em caixa, mas não detalha estruturas de securitização, tratando o tema de forma conceitual.

Dois são os vetores principais que se pode usar para fazer a securitização de recebíveis resultado de venda de imóveis residenciais: [i] - um ambiente de sociedade de Propósito Exclusivo - SPE que compra o fluxo e emite títulos corporativos (debêntures), colocados para investidores, em geral qualificados e [ii] - um ambiente de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC, que compra o fluxo com recursos sindicalizados obrigatoriamente entre investidores qualificados.

Uma estrutura confiável para angariar investimentos, através de títulos de securitização de recebíveis, ou através de quotas de fundo de investimento, deve

compreender respostas para qualidade e riscos do investimento. Qualidade se traduz por taxas de juros atrativas e prazos de amortização do investimento aceitáveis pelos investidores. Uma primeira raiz de riscos se cobre com meios de fazer o investimento o mais infenso possível a inadimplências no pagamento das prestações do financiamento concedido e uma segunda fomentando o mercado secundário dos títulos ou quotas, já que a fonte de amortização do investimento primário é o fluxo de recebíveis de longo prazo, o que exige um prazo longo de imobilização do investimento.

Fazer garantias para a inadimplência é um tema de planejamento da securitização, que afeta o empreendedor, pois, de forma indireta, acaba sendo ele o que absorve a maior parte desse risco, mas fazer mercado secundário não há como ser papel do empreendedor. Mercado secundário exige mecanismo de trocas estabelecido, seguro e ágil, para o que o mercado brasileiro conta com a Bovespa, que cumpre esse papel de forma satisfatória, mas, primordialmente, mercado secundário de faz: [i] - com ofertas em volumes que permitam suportar um regime de trocas continuado; [ii] - com demanda pelo produto de investimento e [iii] - com engajamento dos agentes do sistema de negociação de valores mobiliários, através dos quais os investidores potenciais tomam contato com os diferentes produtos de investimento, suas qualidades e riscos. Nesse sentido, o mercado brasileiro ainda é de dimensões muito pequenas e, na medida em que esses produtos de investimento não substituem as falhas estruturais do sistema de financiamento de real estate, mas resultam da criatividade dos planejadores do mercado de capitais de enxergar essas falhas para construir um sistema que delas se aproveita, é de se imaginar que o mercado possa crescer, mas não a ponto de adquirir uma dimensão tal que venha a conferir aos produtos de investimento uma razão de liquidez muito alta. Quer nos parecer que o

mercado de produtos de investimento em securitização de recebíveis de raiz imobiliária será focado especialmente nos investidores institucionais, que podem permanecer investidos pelo ciclo completo do instrumento de investimento, de sorte que a baixa liquidez do mercado secundário não é inibidora da aplicação.

Quanto às proteções para inadimplência, pouco interessa considerar hipotecas e sistemas de acesso ao imóvel, porque o instrumento de investimento resultado da securitização do fluxo de recebíveis deve ser ágil e terá uma melhor nota de rating quanto melhor for possível demonstrar proteções que garantem o atendimento do fluxo de pagamento dos juros e das amortizações nas datas marcadas.

Com respeito à questão estrutural, os INI gerados na securitização de recebíveis são instrumentos de investimento bastante regrados, pois estão ancorados num fluxo conhecido. Os INI são títulos (ou quotas) de investimento de renda fixada e de curva de amortização regrada. Quando se trata de emitir títulos através de SPE, as regras são definidas na emissão: juros, sistema de ajuste do valor de face e amortização. Quando se trata de FIDC, esses parâmetros são expectativas, mas o que se deve procurar é formar a carteira do fundo e especificar a configuração das quotas, de forma tal que o fluxo do retorno tenha uma grande dosagem de certeza, funcionando o investimento com uma imagem de aplicação em renda fixa.

Como a inadimplência dos compradores é um fator de risco, mecanismos de *credit score* devem se utilizados para medir os padrões de risco de flutuação do fluxo. Emitem-se, então, duas categorias de INI, uma que fica “isenta” dos riscos do fluxo, até o patamar de risco de inadimplência medido, e outra que absorve 100% desses riscos. Para proteger a captação de recursos sempre haverá uma categoria de

INI sênior e outra de INI subordinado, sendo que esta segunda só é remunerada e amortizada depois de cumpridas as obrigações (ou privilégios) do ambiente emissor com os primeiros²¹.

5.3. IMPACTOS NO PROTÓTIPO

Consideremos agora que os recebíveis do protótipo serão securitizados. Vamos analisar, nessa condição, qual será a alavancagem de eficácia que se encontra para os

²¹ Devemos cuidar da terminologia e dos conceitos de riscos quando se fala em securitização em ambiente emissor SPE, ou FIDC:

[i] uma SPE é uma sociedade, que tem acionistas controladores e por ela responsáveis. Ela compra os recebíveis e emite títulos para captar os recursos para fazer a compra. A compra é paga com o caixa gerado pela colocação dos títulos seniores e com os títulos subordinados, que acabam na carteira do empreendedor. Os títulos subordinados são “*unrated*”, porque sua função é encaixar riscos, que, nessa estruturação, acabam sendo sempre do empreendedor;

[ii] - um FIDC é um condomínio de investimento, administrado por uma instituição financeira. Os recursos para o condomínio são captados através de quotas seniores e subordinadas. Quando o fundo compra o fluxo dos recebíveis, paga parte em dinheiro e parte com as quotas subordinadas, que são “*unrated*” e ficam na carteira do empreendedor.

Ou seja, o empreendedor “vende” só uma parte do fluxo, pois, ao ficar com os instrumentos subordinados de investimento, fica com uma parte do fluxo e ainda absorve os riscos da parte perigosa do fluxo.

De outro lado:

[i] - numa SPE podem-se emitir títulos seniores de renda fixada e curva de amortização também, de forma que a SPE seja responsável pelos riscos, mesmo que os títulos subordinados, muito provavelmente, venham a absorver esses riscos. Pode-se emitir títulos seniores somente com privilégio de acesso ao fluxo de caixa da SPE, seja para pagar renda ou amortizações, caso em que os títulos podem receber impacto de riscos, a partir do ponto em que o fluxo de caixa seja debilitado pelas inadimplências e não seja capaz nem mesmo de pagar os seniores;

[ii] - numa estrutura de FIDC não há emissor de título – o administrador capta os recursos de um condomínio de investimento (o fundo), os aplica e administra os ativos segundo seu melhor critério e capacitação. Daí resulta que as quotas seniores têm privilégio para receber sua parte do fluxo e só, porque o responsável pela quota é o próprio ambiente do fundo e não o seu administrador. Daí resulta que não pode haver compromisso de pagar renda ou amortização, só privilégio.

recursos de investimento no negócio do real estate residencial.

Nos procedimentos de securitização de recebíveis, será conferida uma nota mais alta de rating, quanto melhor protegida for a liquidez do INI criado para captação de recursos de investidores. As notas de rating estão associadas ao risco de default do INI e não exclusivamente às suas garantias se ocorrer um default.

Considera-se, então, na exploração do protótipo, que parte do fluxo de recebíveis é securitizado em INI seniores (80% no exemplo) e que o saldo corresponde à emissão de INI subordinados (20% no exemplo), que ficam com o empreendedor. Para efeito da análise do investimento do empreendedor no empreendimento, tudo se passa como se 80% do fluxo pós-implantação fosse encaixado ao final das obras, descontado pelo fator que ajusta os juros da emissão do fluxo de recebíveis contra os juros oferecidos ao ambiente de securitização. Os demais 20% do fluxo o empreendedor recebe através dos INI subordinados.

Sendo a taxa de juros oferecida aos investidores nos INI seniores emitidos menor do que a taxa de retorno esperada do empreendimento, o que é natural acontecer numa economia equilibrada, a taxa de retorno do empreendedor no empreendimento deverá subir, além do que o seu payback fica mais curto, permitindo que retome o ciclo de produção.

A securitização de recebíveis do protótipo acompanha os dados do quadro12:

- ancorando 80% do fluxo dos recebíveis em INI sênior, para os quais se oferece a taxa de juros de 1,25% mês acima da inflação medida pelo IGP-M, ajuste que também está refletido nos recebíveis, do total de 67,86% da receita de vendas 54,29% são encaixados à vista no final do ciclo de construção;
-

- desses 54,29%, 18,64% serão usados para pagar os juros dos recebíveis sênior, restando para o empreendedor, a vista, no final da construção, 35,65%. O restante do fluxo de recebíveis, correspondente a 13,57% da receita, o empreendedor recebe da mesma forma que no modelo sem securitização;

quadro 12

PARÂMETROS DE COMPORTAMENTO E DESEMPENHO USANDO AS REFERÊNCIAS DO PROTÓTIPO		
SECURITIZAÇÃO DOS RECEBÍVEIS		
PARÂMETROS ARBITRADOS		
RECEITA DE VENDA DAS UNIDADES		100,00%
PARCELA DA RECEITA EM RECEBÍVEIS <i>prazo de 72 meses</i>		67,86%
SECURITIZAÇÃO DO FLUXO DOS RECEBÍVEIS		
PARTE DOS RECEBÍVEIS SECURITIZADO EM	TÍTULOS SÊNIOR	
	80%	
TAXA DE JUROS DOS TÍTULOS	1,25% mês	
SALDO DOS RECEBÍVEIS SECURITIZADO EM <i>PARA FAZER O LASTRO DA OPERAÇÃO</i>	TÍTULOS SUBORDINADOS,	
BALANÇO DA SECURITIZAÇÃO		
RECEITA SECURITIZADA <i>no mês 30</i>	80,0%	x 67,86% = 54,29%
TÍTULOS SUBORDINADOS <i>do mês 30 até o mês 102</i>	20,0%	x 67,86% = 13,57%
TÍTULOS SENIORES EMITIDOS		
RECEITA SECURITIZADA	54,29%	
PRINCIPAL DOS TÍTULOS		35,65%
PAGAMENTO DE JUROS	18,64%	
PARCELA DA RECEITA SECURITIZADA		67,86%
PARTE APROPRIADA PELO EMPREENDEDOR		49,22%
PRINCIPAL DOS TÍTULOS SÊNIOR	35,65%	
TÍTULOS SUBORDINADOS	13,57%	
PARTE USADA PARA DESPESAS DA SECURITIZAÇÃO		(18,64%)

- como a troca do fluxo pelo valor a vista, a taxa de retorno dos investimentos no empreendimento será maior, porque trocamos “dinheiro de 22,34% (taxa de

retorno do empreendimento, sem securitização)” por “dinheiro de 16,08% (juros da securitização dos recebíveis)”;

- com a troca do fluxo pelo valor a vista, adianta-se o payback.

A balanço do empreendimento com a securitização dos recebíveis passa a ter a imagem do quadro13 e, no quadro14 estão os indicadores da qualidade do investimento nesta nova configuração. Nos quadros podemos fazer a comparação entre o formato puro de empreender e aquele apoiado por procedimento de securitização de recebíveis.

quadro 13

PARÂMETROS DE COMPORTAMENTO E DESEMPENHO USANDO AS REFERÊNCIAS DO PROTÓTIPO						
RECEITA E RESULTADO OPERACIONAL						
RECEBÍVEIS SECURITIZADOS						
	FORMATO DE INVESTIMENTO PURO			FORMATO DE INVESTIMENTO COM SECURITIZAÇÃO		
+ RECEITA DE VENDA DAS UNIDADES			100,00%			100,00%
PREÇO	80,35%			80,35%		
JUROS DO FINANCIAMENTO	19,65%			19,65%		
- ENCARGOS		-5,93%			-4,83%	
- PROPAGANDA, PROMOÇÃO E MARKETING		-5,63%			-5,63%	
- CORRETAGEM DE VENDAS		-3,63%			-3,63%	
- CUSTEIO DA IMPLANTAÇÃO		-44,71%			-44,71%	
- CUSTOS DA SECURITIZAÇÃO					-18,63%	
= RESULTADO OPERACIONAL BRUTO			40,10%			22,57%
PARTICIPAÇÃO DO PREÇO	53,9%	21,62%		95,7%	21,60%	
PARTICIPAÇÃO DOS JUROS	46,1%	18,48%		4,3%	0,97%	

No quadro13 destaca-se a parte da margem que é consumida com a securitização, fazendo o resultado cair de 40,10% para 22,57% da receita. A margem mais estreita, mas encaixada mais cedo, aumenta a qualidade do investimento, ainda que,

aparentemente, introduza mais riscos, pois a margem de flutuação permitida para o preço, ou para custos, é mais contida. A visão de que o empreendedor corre riscos maiores é uma visão equivocada, pois basta verificar como se faz a formação do resultado operacional bruto, para perceber que a alteração entre as duas configurações está na participação dos juros no resultado, mas não do preço. É como se os juros fossem “vendidos” para o ambiente de securitização.

quadro 14

PARÂMETROS DE COMPORTAMENTO E DESEMPENHO USANDO AS REFERÊNCIAS DO PROTÓTIPO				
INVESTIMENTO, RETORNO, TAXA DE RETORNO E <i>payback</i>				
RECEBÍVEIS SECURITIZADOS				
	FORMATO DE INVESTIMENTO PURO		FORMATO DE INVESTIMENTO COM SECURITIZAÇÃO	
RECEITA DE VENDA DAS UNIDADES	100,00%		100,00%	
RESULTADO OPERACIONAL BRUTO	40,10%		22,57%	
INVESTIMENTOS EXIGIDOS	27,57%		27,57%	
RETORNO VIÁVEL	67,67%		50,14%	
TAXA DE RETORNO ESPERADA - % ano equivalente efetiva	22,34%		27,56%	
PARTICIPAÇÃO DO PREÇO	61,7%	13,78%	90,9%	25,04%
PARTICIPAÇÃO DOS JUROS	38,3%	8,56%	9,1%	2,52%
<i>payback primário</i>	no mês 57		no mês 30	
	27 meses após a entrega das unidades		na data da entrega das unidades	
<i>payback até o final da implantação, no mês 30</i>	13,9% DO INVES-TIMENTO		100,0% DO INVES-TIMENTO	

No quadro14 verifica-se que ainda há uma certa presença dos juros para fazer taxa de retorno, na opção securitizada, mas de menor relevância na composição da taxa, porque aqui só aparece a influência dos 20% do fluxo de recebíveis, que fica com o empreendedor, ainda amortecida pelo encaixe expressivo dos recursos securitizados ao final das obras.

Os efeitos importantes de alavancagem entre a opção pura e a securitizada são:

- a taxa de retorno sobe de 22,34% ano para 27,56%, indicando um possível paradoxo - empreendimento com menor risco e maior taxa de retorno. Na realidade não há alteração dos riscos, mas maior eficiência no processo, porque o empreendedor explora um veio potencial do mercado financeiro ao vender seus recebíveis, mas, em geral, continua com o empreendedor o risco da inadimplência, que é o menor dos riscos do empreendimento. Pode-se afirmar que, no mercado mal estruturado, esse efeito representa uma distorção permanente, mas não exatamente no binômio [renda x risco] – a descoberta de um veio mais eficiente para empreender, alavanca a rentabilidade do negócio, para um mesmo patamar de riscos. Trata-se da descoberta de um veio mais eficiente, pelo fato de que, com poucos recursos no mercado para fazer securitizações de recebíveis, já que estas operações são resultado de criatividade do ambiente e não da estrutura dos negócios do real estate, os que têm acesso a elas se aproveitam do descolamento entre a taxa de retorno (22,34% no exemplo do protótipo) e o custo da securitização de recebíveis (16,08% no exemplo do protótipo) para alavancar suas rendas. Caso houvesse disponibilidade indiscriminada de recursos para securitizar recebíveis, o mercado se situaria num determinado patamar (no exemplo entre 22,34% e 27,56%) conforme fossem as pressões de demanda e de competitividade no mercado. Ou seja, num mercado no qual esta sistemática de securitização fosse estrutural, a visão de taxa de retorno dos empreendedores seria a de balizar as oportunidades de mercado pela fronteira 27,56% que, se entendida como taxa elevada, resultaria em ajuste de preços do mercado para baixo, sustentado o mercado no novo desenho estrutural;
 - o payback da opção securitizada é evidentemente mais curto, porque nela o
-

fluxo de retorno se adianta de forma expressiva. Poder-se-ia afirmar que, caso houvesse recursos em grande volume no mercado, de sorte que do seu desenho estrutural fizesse parte a securitização, só o adiantamento do payback, para garantir a continuidade do regime operacional dos empreendedores, poderia fazer que os preços caíssem, pois a percepção de risco no setor tem um forte componente no tempo de imobilização dos recursos nos empreendimentos. Usando o protótipo nas suas duas versões: [i] - na configuração pura, já vimos que somente no mês 42, 12 meses após a entrega das unidades é possível retomar o ciclo de empreender, quando [ii] - na configuração securitizada, ao final da construção o potencial de investimento já está acima das necessidades para replicar o ciclo.

Pela avaliação dos impactos no protótipo, pode-se ter uma imagem comparada dos três canais de investimento no real estate residencial e dele derivado: [i] - investir, mantendo o fluxo de retorno na forma original, que produz uma taxa de atratividade no patamar de 22% equivalente ano, efetiva acima do IGP-M; [ii] - conseguir securitizar os recebíveis da pós-implantação, o que levanta a atratividade para o patamar de 27% ano, quando se consegue recursos no mercado a 16% ano e [iii] - aplicar recursos em crédito para compra de habitação, o que pode render no patamar de 16% ano.

Este capítulo explora a qualidade dos negócios no setor com a presença da securitização de recebíveis. A seguir descrevo critérios para formar parcerias de investimento e exploro seus efeitos usando o protótipo.

6. Parcerias de Investimento

Mesmo admitindo que seja possível estruturar mecanismos ágeis para financiar a compra da habitação, para o segmento de mercado alvo deste texto, o conjunto dos empreendedores especialistas, no Brasil, não tem capacidade de investimento para atender à demanda de mercado, numa conjuntura econômica com um certo equilíbrio. Ou seja, financiamento para comercialização não é suficiente para organizar o mercado. No volume de produção demandado, não há evidência de capacidade de investimento endógena para sustentar a oferta com configurações de funding na produção compostas pelos capitais próprios de investimento presentes no segmento de mercado, acompanhados da parte da receita de vendas possível de captar no ciclo. Ou aparecem vetores de financiamento da produção, e isto é um tema institucional, ou se organizam sistemas de parcerias de investimento para desenvolver os negócios, o que é um tema de inteligência do mercado.

Parcerias de investimento podem ser construídas desde as formas mais abertas até as mais protegidas, do ponto de vista do investidor frente ao empreendedor. Vale dizer, podem ser montadas estruturas de associação nas obrigações e riscos, até estruturas nas quais, através de instrumentos de investimento - INI apropriados, os investidores aplicam recursos nos negócios dos empreendedores, com uma determinada influência na governança e com determinadas garantias de remuneração. Como as possibilidades de estruturação de parcerias são totalmente abertas, não há como listar hipóteses, de forma que, adiante, faço uma imagem de vetores mais apropriados para formação de parcerias, ilustrando, quando conveniente, derivações possíveis.

As soluções de parceria descritas não estão hierarquizadas, porque qualidade está sempre vinculada à aceitação de riscos, de forma que o critério de melhor sempre será das partes envolvidas numa parceria – investidor - INV e empreendedor especialista – EES. As partes de uma transação em parceria deverão, elas, hierarquizar as soluções possíveis, segundo suas visões de rentabilidade esperada e riscos associados, ressalvado que, no Brasil, vertentes de planejamento tributário podem acabar por orientar a decisão sobre a forma de construir as parcerias²². Muitas vezes, as soluções mais protegidas são tão carregadas de tributos, que as partes resolvem aceitar soluções de maior risco para pagar impostos menores.

6.1. *Parcerias podem ser formadas para captação de recursos de investimento e posterior aplicação em negócios.* Esses negócios serão organizados pelo EES segundo determinados limites de governança, fronteira a partir da qual o conjunto dos INV terá participação na decisão. Essas parcerias são mais ecléticas e, para que sejam entendidas como associações limitadas, devem ser operações fechadas, ou num conjunto definido de empreendimentos, ou num volume especificado de recursos a ser aplicado.

Consideradas as características estruturais do setor de real estate, não se pode esperar que seja viável fazer parcerias de risco mais aberto e de prazo definido, ou com programa de resgate dos investimentos. Relações entre INV e EES com esse tipo de

²² A esse respeito, considerada a legislação tributária vigente à data deste texto (maio de 2004) e números que fazem uma imagem paramétrica do segmento de mercado, uma parceria construída através de títulos de investimento corporativos - INI, contra uma parceria construída numa corporação de lucro presumido, rende para o investidor, depois de impostos 22,1% a mais, se o investidor for pessoa jurídica. Caso o investidor seja pessoa física, renderá 2,3% menos. O investimento via INI rende, para pessoa jurídica investidora, 36,8% a mais do que numa parceria numa empresa de lucro real, sendo 9,5% mais para pessoa física.

regras acabam por se transformar em financiamentos, que podem ser pagos com algum grau de prêmio, mas esse seria o limite.

Como os negócios de **EIR** não têm fluxo de caixa certo, para regrar a saída ou a remuneração de um **INV**, será necessário que o **EES** tome o risco de pagar esse fluxo regrado, contra as flutuações prováveis do fluxo de retorno dos negócios, transformando a posição de **INV** na de financiador de parte do negócio. Situações de parceria seriam vislumbradas numa imagem tênue, se o pagamento da remuneração dos **INV** for feito, por exemplo, com um componente fixo e um variável, em função do comportamento ou desempenho do conjunto dos empreendimentos desenvolvidos.

Para estas parcerias, como, de resto, para qualquer relação entre **INV** e **EES**, sempre será recomendável construir ambientes de propósito exclusivo – **APE**, dentro dos quais se segrega o conjunto dos negócios objeto da parceria, fazendo **EES** o papel de gerenciador e de prestador de serviços para desenvolver o negócio. Quanto mais de risco aberto for a parceria, mais o **EES** poderá prestar serviços através de contratos de gerenciamento, e quanto mais garantias o **EES** oferecer ao **INV**, tais contratos deverão abrigar preços firmes, até com seguros de performance. Relações que não estejam abrigadas em **APE** estarão submetidas a incertezas relacionadas com eventuais repercussões de riscos de negócios do **EES** de que o **INV** não participa. Por esta razão, vamos tomar como premissa necessária que os negócios objeto das relações entre **INV** e **EES** sejam estruturadas em **APE**.

Para captar recursos num certo volume, para desenvolver negócios entre o conjunto dos **INV** e o **EES** pode-se usar como **APE** uma empresa, formatada como sociedade de propósito exclusivo – **SPE** ou um fundo de investimento imobiliário – **FII**:

- [i] - uma SPE que emite ações para os INV e o EES numa certa proporção de ações ordinárias e preferenciais, faz o papel de APE. Nesse caso, do ponto de vista do resgate do capital e do pagamento dos dividendos, INV trabalha com risco aberto. Suas proteções quanto ao risco estarão em instrumentos da relação entre a SPE e EES, nos quais se definirão garantias de custos de desenvolvimento dos negócios, remunerações, prêmios e penalidades. Como as proteções são conferidas à SPE, o repasse aos investidores será automático, ou, então, mais acentuado para uma certa classe de ações dirigida ao conjunto dos INV. Contrapartida para EES seria, por exemplo, elevar os direitos de governança, acima do que a sua participação no capital votante designa. Esta forma contempla, então, uma sociedade por ações, que, na legislação vigente, sendo possível pela dimensão dos negócios, se configuraria como de lucro presumido. A solução de lucro presumido aparece naturalmente quando se avaliam os impactos tributários diferenciados entre uma sociedade de lucro real e outras de lucro presumido.
- [ii] - uma SPE controlada pelo EES, que emite títulos corporativos de investimento - INI, destinados a carrear os recursos do conjunto dos INV, abriga soluções de relacionamento mais bem estruturadas entre os parceiros. O conjunto das ações do capital, que pode ser semente, subscrito pelo EES serve para conferir-lhe a governança. Ao conjunto dos títulos pode-se conferir o total do resultado operacional, de forma que o investimento de EES na parceria se concretiza através de investimento nos INI. Ao conjunto dos títulos pode-se conferir direitos limitados de interferir, ou de participar da governança da operação da sociedade, que tem único foco no desenvolvimento do conjunto de empreendimentos. Em algumas situações, essa solução, frente à de se
-

aglutinar os capitais e desenvolver os negócios numa SPE de lucro presumido, apresenta menor impacto tributário nas rendas derivadas para o conjunto dos INV.

- [iii] - a hipótese de desenvolver a parceria dentro de um FII é a de menor impacto tributário para INV e EES. Todavia há dois aspectos que, aparentemente, até esse momento, têm afugentado os participantes do mercado a buscar essa modelagem: a) a morosidade de formatação do FII, já que o registro CVM é lento porque se deve cumprir um grande conjunto de exigências que, muitas vezes, tiram a velocidade de decisão exigida no desenvolvimento dos negócios em real estate, provocando a perda de oportunidades de negócio e b) a introdução de mais um agente no processo, que é a instituição financeira que administra o FII, que obrigatoriamente detém parte expressiva da governança do negócio. Este aspecto da introdução da instituição administradora, carrega uma vantagem, porque a mesma serve de trustee para o conjunto dos INV, mas traz alguns ônus, como, por exemplo, a falta de especialização e a velocidade com a qual os temas gerenciais são levados para decisão dos investidores, naquilo que lhes compete da governança. Para levar um tema à discussão dos investidores é necessário realizar assembléia, cumprindo ritos de convocação, quorum, etc., quando muitas vezes a velocidade das operações em real estate não permite esperar tais prazos. Quer parecer que esta solução de formação de parcerias não está sendo levada em conta pelo mercado como um veículo válido para desenvolver EIR.

6.2. *Parcerias podem ser formadas para desenvolver um único empreendimento.* Nesses casos, se pode usar qualquer dos modelos descritos no

item 6.1., com a diferença que as fronteiras de governança são de definição mais simplificada, na medida em que, de partida, muitos dos parâmetros do empreendimento já poderão estar negociados entre os parceiros, como preços, custos, contratos, honorários, prêmios, penalidades, garantias, etc.

6.3. Fazemos a exploração de um exemplo de parceria de investimento entre um conjunto de investidores e um EES, para desenvolver um empreendimento configurado segundo os parâmetros prevalentes de mercado que foram usados no item 4.

[i] - Premissas propostas pelo EES para construir sistema de investimento para desenvolver um único EIR, no qual pretende aplicar 15% dos recursos de investimento exigidos e captar os outros 85% com um CONJUNTO DE INVESTIDORES CONSERVADORES – CINV, para os quais oferecerá uma parceria de risco limitado:

[*p1*] - o terreno tem preço certo e EES oferece a obra por um preço empreitado²³ além de gerenciar a operação do APE, cobrando honorários fixados. Assim, todo o fluxo de custeio está definido de partida, sem possibilidade de flutuação;

[*p2*] - os recursos aplicados pelo CINV são definidos na partida, em montante e fluxo equivalentes aos dos estudos de validação da qualidade do empreendimento, de forma que excessos de recursos ficam no APE e faltas deverão ser supridas pelo EES, cobrando uma remuneração mensal equivalente

²³ Como se trata de um exemplo, não vamos trabalhar com reajustes de valores diferenciados entre preços e custos. Dessa forma, todos os valores serão considerados como de uma certa base, sempre ajustados no tempo de acordo com o andamento do IGP-M. Essa simplificação somente facilita a descrição do exemplo, mas não compromete qualquer das conclusões que se tome usando os valores apresentados.

a 80% da taxa de retorno esperada²⁴. O fluxo de investimentos do CINV tem, então, garantida a sua não flutuação e o garantidor é EES que, contra essa garantia, terá a governança do fluxo de caixa, definindo o fluxo do retorno a ser devolvido sem interferência do CINV;

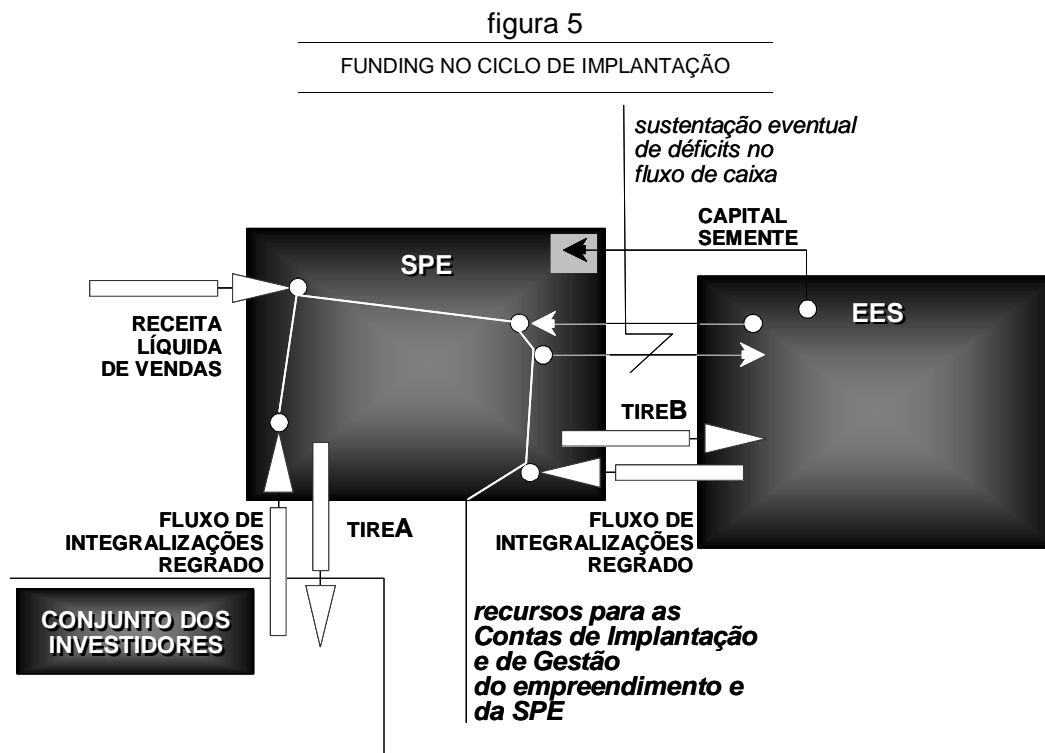
[*p3*] - as unidades podem ser vendidas a critério do EES por preço definido na partida, com margem de flutuação, para baixo, de até 2%;

[*p4*] - a verba de propaganda e promoção está definida e faz parte do programa de investimentos, sendo EES responsável pelo uso da verba, sem comprovação. Como contrapartida do risco assumido, EES terá um prêmio, caso a velocidade de vendas permita consumir menos recursos nessa conta, já que a contribuição é definida, sem prestação de contas. Para cobrir o risco de que a verba não seja suficiente, sendo EES responsável pelo complemento, EES terá um honorário variável de gestão da comercialização equivalente a 1% das vendas realizadas. As contas de corretagem não implicam em investimentos, porque o contrato firmado arbitra que os honorários serão pagos a vista na venda, mas, na eventual defasagem de recursos, será diferido seu fluxo de pagamentos, para coincidir com o encaixe da receita de cada venda em particular;

[*p5*] - CINV receberá os primeiros retornos disponíveis no caixa do empreendimento, até que receba uma taxa de retorno equivalente a 80% da taxa de retorno esperada do empreendimento, conforme consta do estudo de validação da sua qualidade. O restante do fluxo de retorno será do EES;

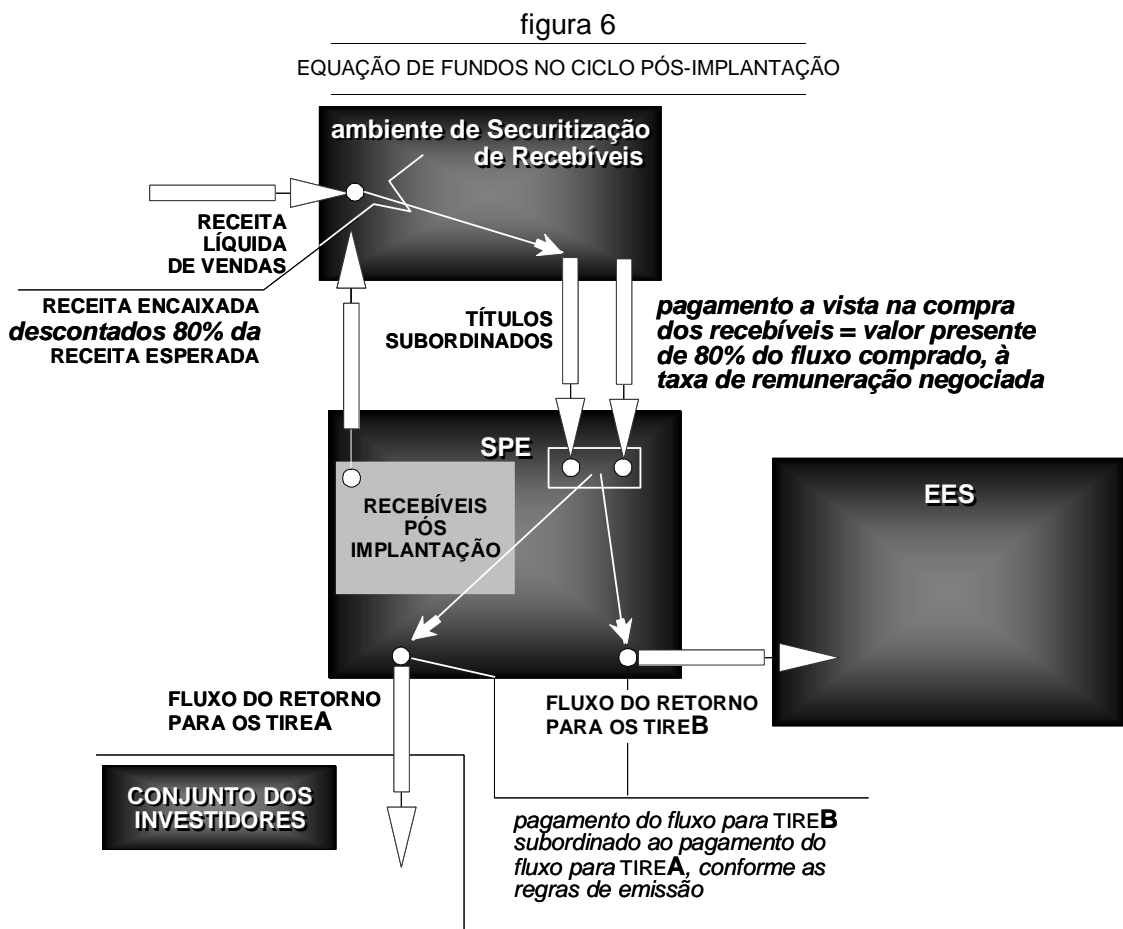
²⁴ Numa operação de risco aberto para os INV, isso significaria que a taxa de retorno que os INV alcançariam estaria protegida de diluição, pela eventual necessidade de ingresso de recursos, além do que era esperado na partida e o conjunto dos INV havia se comprometido a aplicar.

- [p6] - EES aplica 15% do fluxo de investimentos exigido, no mesmo ritmo do CINV.
- [ii] - O empreendimento será montado dentro de uma SPE de capital semente subscrito pelo EES. Os investimentos do CINV ingressam na SPE segundo um fluxo regrado, através da integralização de títulos corporativos classe A – TIREA - e os recursos do EES ingressam também num fluxo regrado, através de outros títulos TIREB. Como o CINV recebe retorno de forma privilegiada, os TIREB são subordinados aos TIREA. Os recursos em giro na SPE, no ciclo de implantação, seguem os movimentos ilustrados na figura5.



- [iii] - EES tem uma securitização assegurada dos recebíveis, como no protótipo,

sendo que 20% do fluxo dos recebíveis se espera voltem²⁵ para a SPE (a sociedade é a empreendedora e a que cede os recebíveis para securitização), como foi a imagem utilizada no protótipo. A imagem dos movimentos no ciclo pós-implantação está na figura6.



[iv] - Explorando o protótipo, usando modelos de análise adequados, encontramos, nos quadros seguintes, os indicadores para a qualidade dos investimentos nos

²⁵ A volta pode não ser integral, porque o risco de inadimplência é dos títulos subordinados entregues à SPE, até o limite dos 20%.

TIREA e TIREB.

quadro 14

EMPREENDIMENTO SECURITIZADO EM SPE, COM EMISSÃO DE TÍTULOS USANDO AS REFERÊNCIAS DO PROTÓTIPO				
INVESTIMENTO E RETORNO DOS PARCEIROS				
		INVESTIDORES	EES	NA SPE
		VIA TIREA	VIA TIREB	
INVESTIMENTO		85,00%	15,00%	100,00%
	índice	100,00	100,00	100,00
RETORNO	até 30	91,80%	8,20%	74,54%
	índice	146,41	74,11	135,57
	após 30	0,00%	100,00%	25,46%
	índice	-	308,66	46,30
	total	68,43%	31,57%	100,00%
	índice	146,41	382,76	181,86

- a alavancagem [retorno / investimento], que é de 1,8186 no empreendimento dentro da SPE é distribuída entre os dois títulos. Como, na emissão, se dá privilégio de retorno para o TIREA, até que tenha alcançado a taxa de retorno mínima de 22,05% ano, que equivale a 80% da taxa de retorno esperada do empreendimento (27,56% ano), seu fluxo de retorno acontece mais cedo que o dos TIREB do EES. Assim, a alavancagem dos TIREA é menor que a do empreendimento e a dos TIREB, por consequência, maior.
- do fluxo de retorno que acontece até o final da implantação, com o encaixe da cessão de recebíveis, os TIREA absorvem 91,8%, para fazer a taxa de retorno garantida, que na emissão se registra como privilegiada. Assim, satisfeita a taxa de retorno no patamar garantido, já acontece retorno para os TIREB.

- os TIREB ficam com 100% do fluxo após o mês 30, porque a taxa garantida de TIREA já foi satisfeita no mês 30.

quadro 15

EMPREENDIMENTO SECURITIZADO EM SPE, COM EMISSÃO DE TÍTULOS USANDO AS REFERÊNCIAS DO PROTÓTIPO			
QUALIDADE DO INVESTIMENTO			
	INVESTIDORES VIA TIREA	EES VIA TIREB	NA SPE
<i>payback primário no mês</i>	30	37	30
<i>taxa de retorno esperada</i>	22,05%	42,75%	27,56%
<i>recuperação do investimento até 30</i>	100,0%	74,1%	100,0%

- o payback primário na SPE do protótipo, quando os recebíveis são securitizados, ocorre no final das obras (mês30). Fazendo os títulos com as regras de privilégio definidas, os TIREA absorvem mais dos recursos livres, atrasando o payback dos TIREB, cujo prêmio é um expressivo salto na taxa de retorno;
- a taxa de retorno para TIREA foi fixada (80% dos 27,56% esperados), ficando os TIREB com a alavancagem que esta regra produz, levando a taxa de retorno esperada para 42,75% ano.

7. Conclusão

Este texto enfoca o tema do funding nos negócios dentro dos EIR no Brasil, discutindo e mostrando como é possível estruturar títulos de investimento que substituam a falta de estruturas organizadas de crédito imobiliário para produção e comercialização de habitações, nos segmentos de mercado das rendas médias para altas.

As estruturas mostradas contemplam sempre um conceito de parceria de investimento e não de financiamento na produção. Estas estruturas, então, só podem ser implantadas para carrear investimentos de maior liberdade quanto à imobilização, porque não há meios de garantir fluxos de retorno regrados, se a sua geração depende de velocidade de vendas e adimplemento dos compradores, no pagamento das parcelas do preço.

As estruturas de securitização de recebíveis são puras de financiamento da comercialização e são de menor risco, mais baixa expectativa de rentabilidade e não são infensas a riscos de default, ainda que possam ser construídas com elevados graus de proteção. O espaço de financiar a compra de habitações só pode ser ocupado no mercado por recursos que sejam disponibilizados por longos períodos de payback. Quanto mais longo o payback das aplicações, maior será o mercado alvo no real estate e menor na capacidade de colocar títulos de securitização, o que faz com que, no Brasil, os mecanismos estabelecidos para fazer esse papel tenham dificuldade de consolidação.

É mais fácil entender a colocação no mercado de estruturas de securitização de recebíveis, porque é mais simples entender as fontes de captação, mas isso não basta para contribuir para a estruturação do mercado. De nada adianta oferecer aos empreendedores um vetor de saída dos empreendimentos tão logo as unidades sejam entregues, sem indicar a forma segundo a qual eles podem conseguir recursos para fechar o funding do ciclo de produção e é isso que se evidencia no mercado brasileiro atual. Há recursos disponíveis para descontar fluxos de recebíveis, mas se encontram recebíveis livres em pequena proporção aos recursos aparentemente disponíveis. Entender esse fenômeno é simples, quando se considera que [i] – o volume de recursos que é possível captar para securitização de recebíveis é maior do que se vislumbra ser possível fazer de parcerias para produção, porque são aplicações mais conservadoras e de regime mais regular de retorno e [ii] – captar recursos para produção exige sistemas mais abertos ao risco, investidores mais sofisticados e de poder de imobilização de investimentos mais elevado. Pouca capacidade de captação de recursos para produção leva à pequena capacidade de geração de recebíveis.

Nas economias mais avançadas, como, por exemplo, na economia norte-americana, a massa de recursos disponibilizada para financiar a compra de habitações é muito elevada, a tal ponto de ter induzido a geração de diversos produtos de investimento apoiados nas hipotecas (que contém, implicitamente os recebíveis). Mas, naquele mercado, os empreendedores encontram no sistema financeiro, com uma certa facilidade, recursos para financiamento da produção. Dessa forma, lá se fazem obras financiadas e o empreendedor sai da sua posição vendendo hipotecas e pagando os financiamentos para produção, numa equação de funding relativamente simples.

No Brasil, mesmo havendo evidências da oferta de recursos para financiar recebíveis, numa conjuntura (maio de 2004) na qual há uma expectativa de queda de juros no curto prazo, o que pode induzir um alongamento das aplicações financeiras, não é de se prever que os sistemas de geração de recursos apoiados nos recebíveis venham a ter um curso fácil no mercado de capitais, na proporção da demanda de habitações.

De outro lado, não há recursos para financiar a produção em volume que se possa descrever como ajustado para a demanda. Isso leva os empreendedores a buscar soluções criativas e as parcerias de investimento, que já acontecem de há muito tempo no mercado, migram de estruturas pobres e de pouca capacidade de captação, para as soluções mais complexas e de maiores condições de penetração, com as operações estruturadas através de títulos de investimento.

Não vejo no horizonte de médio prazo qualquer caminho institucional que venha permitir sejam estabelecidos sistemas estruturados de apoio financeiro ao mercado de real estate nos EIR semelhantes ao SFH, ainda que se devam considerar as aplicações compulsórias a que estão sujeitas as entidades financeiras que captam poupança. Em médio prazo o mercado continuará carente de recursos para financiar a produção no ritmo da demanda.

Isso indica que a rotina permanecerá. O mercado tende a se manter organizado nos moldes atuais de: [i] - arrematação de recursos de venda durante a construção, até o limite da capacidade de pagar do mercado alvo, combinados [ii] - com a pequena capacidade de investimentos endógena no setor e [iii] - recursos de investidores, interessados em sair de ambientes

especulativos, com “imagem” de ambientes de baixo risco, como é a tônica do mercado financeiro no Brasil. Nesse modelo, o que é possível expandir se refere a organizar os vetores de investimento, criando instrumentos mais poderosos e sofisticados para alargar a base de captação de recursos de fora do sistema, como discuto no texto.