

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**Certificado de Recebíveis Imobiliários – Uma Forma
Diferente de Investimento no Mercado Imobiliário**

Guilherme Ludwig Schneider

Matricula: 101100341

ORIENTADOR: Prof. Nelson Chalfun

Abril 2011

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade do autor.

RESUMO

Este estudo tem como objetivo analisar o mercado imobiliário brasileiro, comparar as opções de investimento e verificar, principalmente, as vantagens e desvantagens que os investidores têm ao comprar os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), emitidos pelo Banco BTG Pactual em Dezembro de 2010 em relação aos investidores que desejam investir na compra direta de imóveis em Botafogo, no Rio de Janeiro para obter renda através de aluguel.

Considerando que o investimento em imóveis no Brasil seja algo quase que cultural por parte dos investidores, este estudo pretende demonstrar que existem formas diferentes para se obter ganhos reais acima do aluguel, com taxas de retorno previamente definidas, com risco e liquidez bem avaliados, mantendo a exposição no mercado imobiliário sem ser na compra direta de imóveis.

SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES

BNH – Banco Nacional da Habitação

BM&FBOVESPA – Bolsa de Mercadorias, Futuros e Valores de São Paulo

CDB – Certificado de Depósitos Bancários

CDI - Certificados de Depósito Interbancário

CETIP - Central de Custódia e Liquidação de Títulos Privados

CRI - Certificados de Recebíveis Imobiliários

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

FCP - Fundação da Casa Popular

IPTU - Imposto Predial e Territorial Urbano

ITBI - Imposto Sobre a Transmissão de Bens Imóveis

LCA - Letra de Crédito do Agronegócio

LCI - Letra de Crédito Imobiliário

PAC – Plano de Aceleração do Crescimento

PIB – Produto Interno Bruto

SFH – Sistema Financeiro de Habitação

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Variação percentual da cotação das ações PDGR3, CYRE3, PETR4, VALE5 e IBOV durante a crise financeira de 2008 (base 100%).

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Participação do crédito nos países.

Tabela 2: Desempenho das ações PDGR3, CYRE3, PETR4, VALE5 e IBOV durante a crise financeira de 2008.

Tabela 3: Remuneração do CRI - BTG Pactual em março de 2011.

Tabela 4: Relação média entre custo de aquisição e rentabilidade do aluguel de um imóvel no bairro de Botafogo - Rio de Janeiro.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	07
1 1 – Mercado Imobiliário.....	09
1.1– Um Breve Histórico.	09
1.2 – Principais Fatores para o Desenvolvimento Recente.....	12
1.3 – Déficit Habitacional.....	13
1.4 – Participação do Mercado Imobiliário na Economia.....	14
2 – Formas de Investir no Mercado Imobiliário.....	17
2.1 – Construção direta de um Imóvel.....	17
2.2 – Compra de Imóveis.....	18
2.2.1 - Na Planta de Construção.....	18
2.2.2– Imóveis Usados.....	19
2.3 – Certificados de Recebíveis Imobiliários.....	19
2.3.1 – Fundos Imobiliários.....	22
2.5 – Compra Direta de Ações.....	23
3 - CRI – Emissão Banco BTG Pactual em Dezembro de 2010 vs. Compra de Imóvel para Aluguel em Botafogo no Rio de Janeiro.....	27
3.1 – CRI – Emissão BTG Pactual em Dezembro de 2010.....	27
3.2 – Comprar um Imóvel em Botafogo – Rio de Janeiro para Obter Renda de Aluguel....	29
CONCLUSÃO.....	34
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	36

Introdução

O mercado imobiliário brasileiro se encontra em enorme expansão nos últimos seis anos, principalmente nos grandes centros urbanos, como Rio de Janeiro, São Paulo e Brasília. Verifica-se que a quantidade de empreendimentos imobiliários destas cidades atingiu números nunca antes registrados, assim como a relevância da parcela do financiamento imobiliário sobre o PIB – Produto Interno Bruto (crédito imobiliário/ PIB).

Após o surgimento do PAC – Plano de Aceleração do Crescimento, junto com a redução contínua nos níveis de desemprego, além da escolha do Brasil para abrigar os principais eventos esportivos mundiais¹ nos próximos seis anos, verificou-se um grande avanço no desenvolvimento da economia do país. E com isso a população brasileira está acessando uma oferta facilitada de crédito, com prazos e taxas nunca antes verificadas.

Conjugando esses fatores, pode-se dizer que o déficit habitacional² existente no país está diminuído e que o setor imobiliário está em enorme expansão, dado que a demanda por estes ativos está suprimindo toda a oferta de produtos existentes.

Junto com o desenvolvimento deste setor vieram os produtos para se investir no mercado imobiliário que, antigamente, tinha como única opção de investimento a compra ou construção direta de imóveis. Com o desenvolvimento do mercado de capitais e da divulgação de informações, novos produtos surgiram para atender a demanda de

¹Copa do Mundo de Futebol em 2014 e Olimpíadas em 2016

²Expressão que se refere à quantidade de cidadãos sem moradia adequada (condições ruins de instalação e materiais) em uma determinada região.

investidores que querem acessar este mercado, mas não possuem conhecimento específico no mesmo.

Sendo assim, cabe aos investidores escolherem os investimentos/ produtos que melhor lhe atendam e tragam os retornos esperados.

O objetivo do presente trabalho é comparar as formas de investimento no mercado imobiliário e demonstrar que o investimento num determinado certificado de recebíveis imobiliários pode ser mais vantajoso do que comprar um imóvel para obter renda através de aluguel numa determinada região do Rio de Janeiro.

1 – Mercado Imobiliário.

1.1 – Um Breve Histórico.

Este capítulo foi elaborado com base no livro “Origens da Habitação Social no Brasil” de Nabil Bonduki (2004).

O desenvolvimento imobiliário brasileiro teve início a partir do século XX ligado diretamente ao fato de que os centros urbanos estavam crescendo para atender uma demanda por mão-de-obra nas indústrias.

Para se ter uma idéia, a população de São Paulo saiu de 40.000 habitantes em 1886 para 580.000 em 1920. As famílias migravam do interior para os centros urbanos, mas estes não haviam se desenvolvido o suficiente para suprir a demanda por moradia e criar infraestrutura urbana adequada. Para este problema, a solução encontrada foi a habitação coletiva ou coabitação, onde mais de uma família dividiam o mesmo teto ou terreno³.

Entretanto, as classes mais elevadas da sociedade, com medo da desvalorização de seus imóveis na zona central, mobilizaram-se para retirar estas moradias dos bairros centrais, expulsando-os para as zonas periféricas, onde surgiram, assim, as primeiras favelas.

Até a década de 1930, todas as construções imobiliárias foram realizadas pela iniciativa privada com finalidade, principalmente, locatícia. De acordo com Bonduki

³ Eram os chamados “cortiços”.

(2004), em São Paulo, na década de 1920, apenas 19% das residências eram habitadas por seus proprietários.

Com a intensificação do processo de urbanização e industrialização, o Estado passou a intervir na infraestrutura e na construção dos primeiros conjuntos habitacionais. No entanto, rapidamente surgiu um desestímulo para esta indústria e a primeira lei do inquilinato foi criada em 1942 prevendo o congelamento de todos os aluguéis até 1964, o que travou o desenvolvimento deste setor por parte da iniciativa privada.

Em 1946, na tentativa de incentivar a construção de empreendimentos urbanos e habitacionais, o Governo Dutra⁴, com apoio dos trabalhadores urbanos - para quem a casa própria significava segurança econômica - e da igreja Católica que temia o avanço comunista, criou a Fundação da Casa Popular (FCP).

A Fundação da Casa Popular tinha por meta viabilizar a construção de moradia para a população de baixa renda, apoiar a indústria de materiais de construção e a implementação de projetos de infraestrutura sanitária. Contudo, este projeto não direcionava os recursos de maneira correta, dado que priorizava projetos para famílias que comprovassem maiores rendas e número de pessoas. Sendo assim, as classes realmente necessitadas e menos favorecidas não conseguiam se beneficiar com este projeto.

Já em 1952, após algumas mudanças relativas às fontes de financiamento, esta instituição ficou ainda mais frágil e não conseguia cumprir sua meta inicial. De 1946 até 1964, a FCP produziu somente dezessete mil unidades habitacionais.

⁴ O Presidente Eurico Gaspar Dutra esteve no poder de 1946 até 1951.

Em 1964 foi criado o Sistema de Financiamento da Habitação (SFH) com o intuito de organizar o sistema de financiamentos habitacionais e criar meios de beneficiar tanto o poupador quanto o tomador. As principais inovações deste sistema foram: (i) correção monetária dos créditos e débitos, com a finalidade de garantir a rentabilidade real das aplicações dos poupadores e (ii) a criação do Banco Nacional da Habitação (BNH), que se tornou o órgão central do sistema, orientando e disciplinando a habitação no País, além de ter montado uma rede de agentes financeiros especializados na intermediação da captação de recursos juntos ao público e investidores neste ramo.

Com este novo sistema de financiamentos, o número de unidades habitacionais saltou de oito mil por ano, em 1964, para mais de seiscentas mil unidades em 1980. O sistema funcionou muito bem até o início da década de 1980, entretanto com as crises econômicas, superinflação, falta de instrumentos para adequar os financiamentos e o arrocho salarial, o BNH foi encerrado em 1986.

Com o fim do BNH, em 1986, até o início deste século, mais especificamente até o ano de 2005, as linhas de crédito voltadas para o mercado imobiliário ficaram muito reduzidas e com prazos curtos, o que inviabilizava o desenvolvimento deste mercado e só fazia a demanda por imóveis aumentar, dado que a população brasileira cresceu ao longo deste tempo e a oferta por imóveis não acompanhou este ritmo.

No final dos anos oitenta grande parte dos investimentos imobiliários eram feitos por meio de pequenas construtoras. Estas faziam o papel de construtor e financiador dos

projetos. Naquela época, grande parte dos negócios eram feitos à vista e com valores indexados ao dólar.

A partir de 1994 até 2005, com o surgimento do Plano Real e o fim da inflação, este mercado voltou a se desenvolver aos poucos e a demanda por imóveis, que era muito alta, passou a ser lentamente suprida. Desde então, verifica-se um enorme crescimento no número de lançamentos imobiliários, de empresas construtoras e incorporadoras que fazem este mercado se desenvolver mais a cada dia.

1.2 – Principais Fatores para o Desenvolvimento Recente.

A continuação de algumas medidas herdadas do Governo de Fernando Henrique Cardoso⁵ e várias outras reformas tomadas no Governo Lula⁶ levaram a uma diminuição nos índices de desemprego e a um aumento do Produto Interno Bruto. Abrigar a Copa do Mundo de Futebol em 2014 e as Olimpíadas em 2016 impulsionou um enorme desenvolvimento no mercado imobiliário e em outros setores da economia.

Para sediar estes dois grandes eventos esportivos é necessário que o Brasil invista pesadamente em empreendimentos imobiliários, tanto para moradia quanto para aluguel, e em infraestrutura.

De 2006 até meados de 2008 verificou-se um enorme crescimento em lançamentos e vendas de imóveis. Grande parte deste crescimento se deu pela demanda explosiva das classes mais baixas que passaram a ter acesso a crédito e tiveram aumento

⁵ O Presidente Fernando Henrique Cardoso esteve no poder de 1995 até 2002.

⁶ O Presidente Luiz Inácio Lula da Silva esteve no poder de 2003 até 2010.

em seus salários reais. Este avanço foi levemente interrompido durante a crise de 2008, mas após o Rio de Janeiro ser escolhido para sediar os jogos Olímpicos de 2016, este avanço voltou de maneira muito forte até os dias atuais.

Uma nova massa de consumidores e uma reforma feita no mercado de financiamentos habitacionais permitiram o lançamento de vários empreendimentos imobiliários e fez com que os preços dos imóveis já existentes disparassem ano após ano.

1.3 – Déficit Habitacional.

Em janeiro de 2007, após vencer a reeleição presidencial, o Governo Lula lançou o Plano de Aceleração do Crescimento que tinha como principais objetivos melhorar a infraestrutura do país e diminuir o déficit habitacional. Para isso, o Governo injetaria aproximadamente quinhentos bilhões de reais no desenvolvimento destes setores ao longo dos quatro anos seguintes.

Apesar da crise se 2008, o Governo continuou investindo pesadamente em habitação para diminuir o déficit habitacional existente nas grandes cidades, estimado em oito milhões de unidades habitacionais.

Aproximadamente 83% da população brasileira, em torno de cento e noventa milhões de pessoas, vivem nos centros urbanos. Somente no Estado de São Paulo vivem mais de vinte e sete milhões e no Estado do Rio de Janeiro, mais de quinze milhões.

Além da falta de moradia, o Brasil tem um grave problema de desigualdade social. Nos grandes centros urbanos, como Rio de Janeiro, Brasília e São Paulo estima-se que mais de um terço das pessoas morem em favelas.

Em algumas regiões destes centros urbanos, a disparidade é tão grande, que áreas como o Leblon e Ipanema, no Rio de Janeiro, são algumas das regiões mais caras do mundo para se investir em imóveis, comparando-se, inclusive, com cidades muito mais antigas e menores, como Paris, Londres e Tóquio. Entretanto, logo ao lado destes espaços encontram-se favelas, como a Rocinha e o Morro do Vidigal que não possuem nenhum tipo de infraestrutura urbana e social e seus moradores são pessoas das classes sociais mais baixas.

1.4 – Participação do Mercado Imobiliário na Economia.

Além do PAC, algumas reformas feitas por Lula ajudaram bastante o financiamento imobiliário nos últimos anos. A primeira grande quebra de paradigma foi a reformulação por parte do governo do instrumento de alienação fiduciária⁷, onde os compradores só passam a serem donos das unidades habitacionais após pagarem toda a dívida. Os Bancos ou instituições financeiras são donos do ativo até o fim do financiamento, o que dá muito mais segurança aos financiadores, caso os tomadores da dívida não consigam honrar os pagamentos.

⁷Via decreto Lei 10.931, de 02 de agosto de 2004

Antigamente, os Banco e Instituições financeiras eram muito relutantes em fazer empréstimos, pois a Justiça beneficiava, geralmente, os tomadores das dívidas que estavam inadimplentes.

Desta forma, os empréstimos imobiliários passaram a ser bem mais vantajosos para os tomadores. O prazo de financiamento saiu de dez, doze anos, para 30 anos, as taxas de juros praticadas no mercado saíram de em torno de 16% ao ano para 13%, 14% ao ano e os juros oferecidos pela Caixa Econômica Federal chegaram a 12% ao ano.

Nos últimos seis anos, o mercado imobiliário vem assumindo uma parcela cada vez mais importante na economia nacional. Em 2005, a participação do crédito imobiliário no PIB era de 1.4%, já em 2008, este mesmo índice chegava 2.2% e em 2010 atingiu a casa dos 4%. Desde 2005 o crédito imobiliário cresce a taxas de mais de 20% ao ano. Ou seja, este mercado está crescendo muito mais do que a economia, como um todo, que cresceu sempre abaixo dos 10%.

Entretanto, mesmo com este enorme avanço e aceleração no financiamento imobiliário verificados nos últimos anos, o Brasil continua tendo uma parcela muito baixa do PIB voltada para este tipo de financiamento se comparado com outras economias, não somente de países desenvolvidos (verificar tabela 1).

Tabela 1: Participação do crédito nos países

PAÍS	TOTAL Crédito Privado/ PIB	Crédito Imobiliário/ PIB	Outros Créditos/ PIB
EUA	160%	68%	92%
INGLATERRA	110%	75%	35%
ALEMANHA	105%	45%	60%
FRANÇA	87%	28%	59%
ESPANHA	80%	45%	35%
CHILE	70%	20%	50%
BRASIL	35%	2%	33%

* Fonte: Banco Central do Brasil.

2 – Formas de Investir no Mercado Imobiliário.

2.1 – Construção direta de um Imóvel.

A maneira mais antiga e arriscada de se investir em imóveis é na construção direta. Pode ser uma casa, um prédio, sala comercial ou até mesmo lotear um terreno.

Todos estes empreendimentos têm pouco giro, baixa liquidez, requerem elevados aportes de capital ao longo da construção e oferecem retornos, geralmente, muito lentos para o investidor.

Estes investimentos apresentam diversas incertezas econômicas, tais como: (i) demanda pelo ativo, (ii) preço de construção do metro quadrado (m²) do imóvel, (iii) velocidade de venda (ocorrendo por muitas vezes vacâncias prolongadas), e existe ainda um enorme risco com relação à regulação e ao poder público (certificados de nada consta, habite-se, licenças ambientais, etc.), aumentando ainda mais o risco para os investidores.

Além dos riscos econômicos, este tipo de investimento requer um elevado grau de conhecimento específico por parte dos investidores/ empreendedores. Isto eleva os custos administrativos e de construção, dado que os investidores precisarão contratar advogados, arquitetos, engenheiros, mestres de obra, etc. para construírem um imóvel de acordo com todas as normas e exigências descritas na lei, além de ter que acompanhar de perto o andamento do empreendimento.

Outro fator que deve ser mencionado é a freqüente alteração que ocorre na legislação que regula o setor imobiliário. Esta altera os contratos dos aluguéis, impostos a serem pagos pelo locatário, permissão para projetos, etc. Isto aumenta consideravelmente a incerteza dos projetos, onde não é difícil se encontrar exemplos de obras embargadas, mesmo após a liberação das licenças necessárias.

Sendo assim, o gerenciamento de riscos e a utilização de “hedge”⁸ são importantes ferramentas para se obter sucesso neste tipo de investimento.

2.2 – Compra de Imóveis.

2.2.1 - Na Planta de Construção.

Outra opção de investimento muito praticada e adotada geralmente por pessoas que querem adquirir um segundo imóvel é a compra na planta.

Este tipo de investimento, assim como a construção direta requer bastante tempo, conhecimento específico sobre o projeto e principalmente sobre a construtora que está construindo o imóvel, dado que neste caso, o comprador apenas paga um terceiro construir o imóvel.

O fator tempo deve ser muito considerado, pois na maioria dos casos, verificam-se atrasos nos prazos de entrega, devido ao excesso de otimismo adotado pelas construtoras ao estipular prazos para o projeto e na necessidade de vender o

⁸Instrumentos de proteção.

empreendimento o mais rápido possível para que a empresa tenha caixa para começar a construção.

Assim sendo, é muito importante visitar os empreendimentos já concluídos pela construtora e, se possível, conversar com outros investidores que já tenham adquirido um imóvel por estas, a fim de identificar falhas de projeto ou erros de condução das obras. Além disso, deve-se verificar se a planta foi efetivamente aprovada pela Prefeitura e pelo Cartório de Registro de Imóveis.

Já o conhecimento específico das construtoras deve ser bem verificado, pois no passado, algumas construtoras renomadas quebraram por má gestão. O que se deve fazer é analisar detalhadamente a saúde financeira destas empresas, verificar quem são os principais sócios, quantos projetos ela tem em andamento e principalmente, observar como foram as obras anteriores e como estão as obras em andamento.

2.2.2 – Imóveis Usados.

Uma maneira mais fácil e direta de se investir em ativos imobiliários reais é fazer a compra de um imóvel usado. Ao comprar um imóvel usado, o investidor já compra um ativo existente, sem correr os riscos da construtora e por isso paga um prêmio a mais, mas por outro lado ele sabe exatamente o que está comprando e por isso não tem nenhuma surpresa, como poderia acontecer ao se investir num imóvel em construção.

Além disso, ao considerar que o imóvel será utilizado para gerar receitas de aluguel, o investidor já pode explorar seu ativo desde o fechamento do negócio,

respeitando, obviamente, as práticas de negociação adotadas por este mercado (aviso prévio de saída, transferência de titularidade do ativo, etc.).

Entretanto, a partir do momento que o imóvel é transferido nominalmente para o novo proprietário, este tem todas as obrigações legais de manutenção, de prestação de contas com o condomínio e impostos sobre o rendimento do ativo. Portanto, muitas vezes, dependendo do prazo de vacância do imóvel, o investidor engloba custos acima do projetado para este imóvel e ao alugá-lo, tem que contar com a capacidade do locatário de honrar estes compromissos, ou terá que executá-lo através de fianças locatícias, avalistas, etc. para obter seu rendimento devido.

Existem outros dois pontos muito importantes que devem ser levados em consideração na hora de se comprar um imóvel usado:

(i) todas as receitas destes aluguéis são passíveis de 15% de tributação.

(ii) comprar imóveis envolve custos como ITBI - Imposto sobre a transmissão de bens imóveis, corretagem, registros em cartório, etc.

2.3 – Certificados de Recebíveis Imobiliários.

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) são títulos de renda fixa, com garantias reais, de livre circulação, lastreados em créditos imobiliários, de emissão exclusiva das companhias abertas, caracterizadas como Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários, conforme estabelecido na Instrução CVM 414/2002. Estes

certificados foram criados para captar recursos para empresas, em prazos compatíveis com as características do financiamento imobiliário.

Os CRIs foram regulamentados pela Lei 9.514/1997, são padronizados e registrados na CETIP - Central de Custódia e Liquidação de Títulos Privados, sendo negociáveis nas mesas de operação dos Bancos e podendo ser adquiridos por qualquer tipo de investidor.

As aplicações nestes títulos são isentas de imposto de renda sobre o ganho de capital, da mesma forma que as LCIs - Letras de Crédito Imobiliário e LCAs - Letra de Crédito do Agronegócio, pela Lei 11.033/04.

Para simplificar, estes papéis são títulos lastreados em créditos imobiliários, garantidos por imóveis e apresentam promessa de pagamento em dinheiro. Sendo assim, ao adquirir um CRI, o investidor está adquirindo, na verdade, o fluxo de recebimento de crédito concedido para a construção efetiva do empreendimento imobiliário.

O ponto mais importante ao investir nestes ativos é conhecer bem o risco de crédito do emissor. Assim como ao comprar um CDB – Certificado de Depósitos Bancários, ou uma debênture, os investidores estão comprando ativos de risco específico do emissor, apesar de ter um ativo imobiliário real garantindo a operação por trás.

Assim sendo, o ideal é comprar certificados de empresas ou bancos estabelecidos no mercado, com uma rentabilidade factível com o a necessidade de caixa destas empresas e que seus balanços sejam auditados por auditores independentes.

2.4 – Fundos Imobiliários.

Outra opção de produtos estruturados com exposição direta no mercado imobiliário são os fundos imobiliários. Estes, assim como os fundos de ações, renda fixa, derivativos e multimercados são regulados, fiscalizados e tem seu funcionamento autorizado pela CVM – Comissão de Valores Mobiliários, por se tratar de captação de recursos do público para investimento.

A valorização (cota) de um fundo imobiliário é o próprio valor mobiliário, conforme estabelece o artigo 3º da Lei 8.668/93. Um fundo imobiliário é bastante semelhante a uma empresa de capital aberto, pois possui acionistas, faz aumentos de capital, assembleias, distribuições de resultado, e todas as previsões legais para sociedades de capital aberto.

De acordo com a definição no site www.fundoimobiliario.com.br, os fundos imobiliários são definidos da seguinte maneira:

“Os Fundos Imobiliários são formados por grupos de investidores com o objetivo de aplicar recursos, solidariamente, em todo o tipo de negócios de base imobiliária, seja no desenvolvimento de empreendimentos imobiliários ou em imóveis prontos. Do patrimônio de um fundo podem participar um ou mais imóveis, parte de imóveis, direitos a eles relativos, etc. Com a regulamentação introduzida pela Instrução CVM nº. 472, que vigora desde 03/12/2008, estes fundos podem investir em vários títulos e valores mobiliários que tenham como foco e/ou lastro principal o mercado imobiliário”.

Atualmente, no mercado, já existem mais de noventa fundos negociados na BM&FBOVESPA que podem ser adquiridos da mesma forma como se adquirem ações.

Para comprar cotas de um fundo imobiliário é necessário que o investidor tenha uma conta em alguma Corretora de Valores registrada e envie uma ordem de compra ao preço de mercado

Outro ponto que deve ser levado em consideração ao investir nestes fundos é a liquidez destes ativos e os contratos que estão por trás, garantindo a rentabilidade.

2.5 – Compra Direta de Ações.

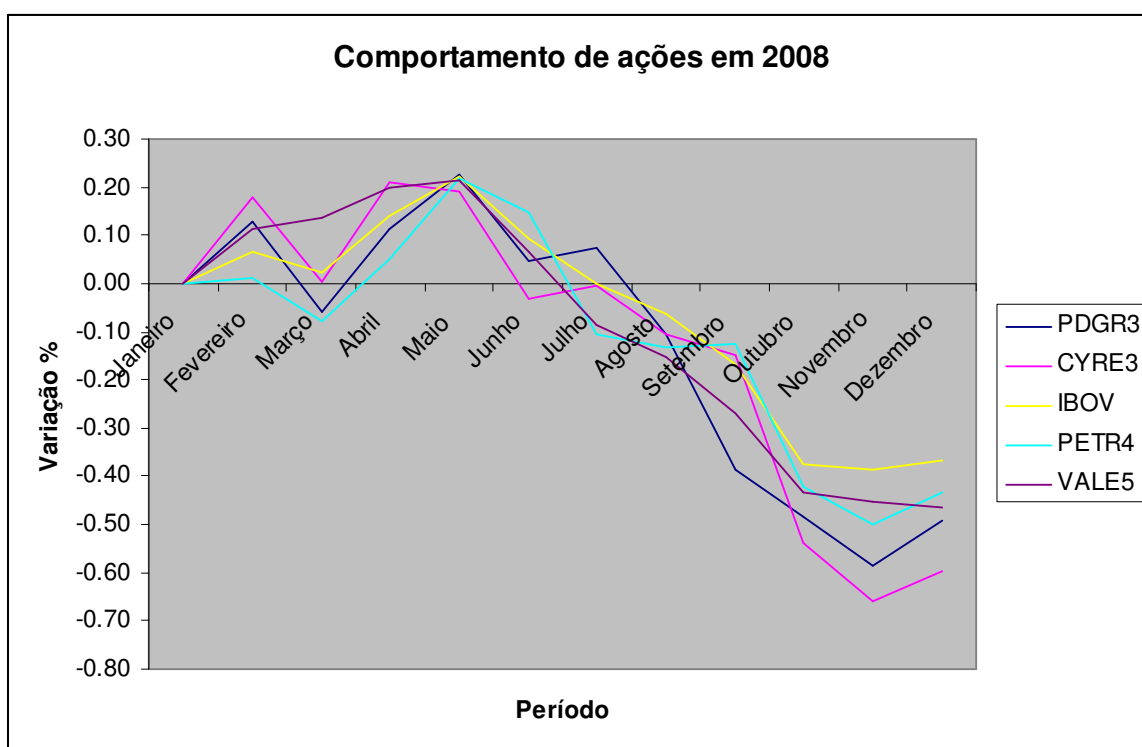
Outra opção bastante utilizada para investir no mercado imobiliário por investidores mais sofisticados é a compra direta de ações de empresas que atuam neste ramo.

Ao comprar uma ação, o investidor está exposto diretamente ao desempenho das empresas e considerando que esta seja bem administrada e com bons projetos, o investidor pode obter excelentes retornos deste tipo de investimento.

Entretanto, assim como ao investir em ações de qualquer setor, os investidores estão expostos aos riscos frequentes do mercado de renda variável, além dos riscos específicos do setor imobiliário. Os principais riscos a serem avaliados para investir neste tipo de produto são:

(i) Riscos Macroeconômicos – Estes afetam todas as empresas e setores de qualquer mercado, mas podem ter impacto diferente, dependendo do ramo de atividade. E verifica-se, historicamente, que as ações do ramo imobiliário, num cenário de estresse de mercado⁹, oscilam mais do que ações de outros setores (verificar gráfico 1 e tabela 2).

Gráfico 1: Variação percentual da cotação das ações PDGR3, CYRE3, PETR4, VALE5 e IBOV durante a crise financeira de 2008 (base 100%).



Fonte: Portal Bloomberg

Tabela 2: Desempenho das ações PDGR3, CYRE3, PETR4, VALE5 e IBOV durante a crise financeira de 2008 (base 100%).

⁹ Cenário de estresse considerado foi a crise financeira de 2008.

Ano 2008	PDGR3	CYRE3	IBOV	PETR4	VALE5
Janeiro	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Fevereiro	13.0%	17.9%	6.7%	1.3%	11.4%
Março	-5.9%	0.4%	2.5%	-8.0%	13.4%
Abril	11.2%	21.1%	14.1%	5.0%	19.7%
Mai	22.8%	19.1%	22.0%	21.9%	21.4%
Junho	4.5%	-3.3%	9.3%	15.0%	6.5%
Julho	7.4%	-0.4%	0.0%	-10.7%	-8.8%
Agosto	-10.4%	-10.5%	-6.4%	-13.2%	-15.1%
Setembro	-38.6%	-14.8%	-16.7%	-12.7%	-26.9%
Outubro	-48.5%	-53.7%	-37.4%	-42.0%	-43.3%
Novembro	-58.4%	-65.8%	-38.5%	-50.1%	-45.3%
Dezembro	-49.1%	-59.8%	-36.9%	-43.2%	-46.6%

Fonte: Portal Bloomberg

Ao analisar o gráfico 1 e a tabela 2, conclui-se que a ação PDGR3, da empresa líder do mercado imobiliário brasileiro, PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPAÇÕES, e a ação CYRE3, da segunda principal empresa deste setor, CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PARTICIPAÇÕES, tiveram seus valores reduzidos de maneira drástica, logo no início da crise de 2008 e obtiveram as maiores quedas percentuais ao longo do ano.

Por outro lado, nota-se que as ações, também líderes de mercado, ligadas as “*commodities*”, PETR4 – PETROBRAS S.A que opera no setor de óleo e gás e VALE5 – VALE S.A que opera no setor de mineração, apesar de terem perdido bastante valor ao longo da crise, obtiveram perdas menores e mais lentas do que as ações ligadas ao mercado imobiliário brasileiro.

Além disso, nota-se também que o Índice BOVESPA – IBOV¹⁰ perdeu seu valor junto com as ações, mas de maneira menos acentuada e mais lentamente. Isto confirma o fato de ações do ramo imobiliário, na média, são mais sensíveis às crises do que os outros principais setores.

¹⁰IBOV – Principal índice da Bolsa de Valores brasileira. É composto pelas ações mais importantes e negociadas no pregão da BM&FBOVESPA.

- (ii) Riscos Específicos do Setor - Em função da complexidade e da dinâmica do mercado, qualquer mudança de regra no setor ou algum movimento de preços nos materiais da construção civil, fazem com que as ações possam apresentar grandes oscilações em suas cotações, principalmente quando comparadas com as alternativas em renda fixa (CRI, LCA, LCI, etc.).
- (iii) Econômico - Além dos riscos específicos do setor aos quais todas as empresas estão sujeitas; eventuais problemas com a política macroeconômica brasileira, como desaceleração econômica e elevação na taxa básica de juro, podem trazer efeitos adversos no mercado imobiliário. E estes componentes são de extrema relevância para o setor, dada a necessidade de um amplo espaço de tempo para a conclusão de um projeto.

Assim sendo, além dos riscos supracitados, existem diversos fatores inerentes à atividade de cada empresa. A qualidade da administração, a política de concessão de financiamentos, a estrutura de capital e outras variáveis podem causar impacto significativo sobre o desempenho das ações na Bolsa de Valores.

Outro ponto que deve ser levado em consideração é o fato de que os investimentos em ações são passíveis de 15% a 20% de tributação em cima dos ganhos de capital.

3- CRI – Emissão Banco BTG Pactual em Dezembro de 2010 vs. Compra de Imóvel para Aluguel em Botafogo no Rio de Janeiro.

3.1 – CRI – Emissão BTG Pactual em Dezembro de 2010.

Em 23 de dezembro de 2010, o Banco BTG Pactual S.A.¹¹ emitiu para o mercado, através da securitizadora, Gaia Securitizadora S.A., 155 (cento e cinquenta e cinco) Certificados de Recebíveis Imobiliários, no valor total de R\$ 46.634.385,00 (quarenta e seis milhões, seiscentos e trinta e quatro mil, trezentos e oitenta e cinco reais), com vencimento em 23 de dezembro de 2015. Cada certificado possuía o valor unitário de R\$ 300.867,00 (trezentos mil, oitocentos e sessenta e sete reais) e cinco anos de prazo.

A remuneração oferecida pelo Banco para cada um destes certificados foi de 94% (noventa e quatro por cento), incidente sobre o valor nominal não amortizado dos CRIs, atualizado pela Taxa DI over. Ou seja, cada pessoa que comprou/ investiu nestes certificados está ganhando uma rentabilidade líquida (devido ao benefício fiscal) de 94% do CDI - Certificados de Depósito Interbancário¹², verificados diariamente até a data de seu vencimento.

Outra característica deste certificado é que a mesa de operações do Banco BTG Pactual oferece recompra destes ativos no valor corrigido, a cada seis meses, nos dias

¹¹Um dos principais Bancos de Investimentos e Gestor de Recursos dos mercados emergentes. Atua no mercado há 27 anos, possui escritórios em São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Recife, Porto Alegre, Londres, Nova York e Hong Kong.

¹²CDI acumulado em 2010 foi de 9.75% ao ano e em 2011 está previsto para 11.75% ao ano.

15 de junho e 15 de dezembro de cada ano até seu vencimento, para os investidores que tenham interesse em se vender estes ativos.

Desta forma, além de poderem vender os certificados a qualquer momento para qualquer mesa de operações dos bancos que operem no mercado de renda fixa brasileiro, estes investidores tem a garantia, por contrato, de poder revender estes ativos de volta para o Banco, garantindo assim, a liquidez do seu produto e sabendo exatamente quanto este valorizou ao longo do tempo.

Sendo assim, conclui-se que ao comprar este CRI, o investidor está exposto em um ativo de renda fixa com rentabilidade previamente determinada e garantida por um Banco que possui vasto conhecimento neste mercado. Está também estimulando a indústria imobiliária, dado que está antecipando o caixa para um empreendimento já em andamento, tendo seu dinheiro remunerado no momento em que efetua a compra do ativo e não precisa pagar imposto sobre ganhos de capital em cima desta operação.

Tabela 3: Remuneração do CRI - BTG Pactual em março de 2011.

Compra de um CRI - BTG Pactual	
Valor do ativo (R\$)	300,867.00
CDI em Março 2011	0.92%
Juros pagos pelo CRI (94% do CDI a.a)	0.86%
Ganho estimado em R\$ (a.a)	2,601.90
Imposto de Renda (isento)	0
Ganho líquido em R\$ no mês	2,601.90

3.2 – Comprar um Imóvel em Botafogo – Rio de Janeiro para Obter Renda de Aluguel.

Como já mencionado anteriormente neste estudo, a compra direta de imóveis para se obter renda, é algo quase que cultural para os investidores brasileiros. Ao longo de muitos anos, devido a falta de opções de investimento, aos problemas com inflação, a falta de conhecimento e até mesmo medo do poder público bloquear suas contas, os investidores direcionavam suas poupanças para os bens imobiliários e os alugavam para obter renda.

No início do século passado, devido a falta de financiamento imobiliário, investir em imóveis nos centros urbanos era um excelente negócio, dado que a população das cidades estava crescendo e o número de imóveis não supria a demanda necessária.

Entretanto, de 1946 até 1964, com instituição da primeira Lei do inquilinato, todos os aluguéis foram congelados e com isso, investir em imóveis para aluguel passou a não ser algo mais tão interessante, considerando que o dono do imóvel não poderia reajustar o valor dos contratos e com isso sua renda real poderia diminuir muito ao longo do tempo.

Nos anos seguintes, já com a criação do SFH, o número de novos imóveis disparou e muitas pessoas passaram a morar em suas casas próprias, substituindo o custo de aluguel pelo financiamento imobiliário. Assim, verificou-se que o prazo de vacância dos imóveis aumentou e os contratos de aluguéis já existentes não sofriram grandes ajustes.

Nos anos oitenta os aluguéis ficavam mal ajustados devido a alta inflação que ocorria na época, onde os preços eram ajustados diariamente, e com isso não se sabia exatamente o quanto deveria ser o aluguel de um imóvel.

Já nos dias de hoje, com a inflação controlada e com o financiamento imobiliário facilitado, muitas pessoas optam por comprar seus imóveis, assim como aconteceu entre 1965 e início dos anos oitenta.

Sendo assim, para se comprar um imóvel com a finalidade locatícia, o investidor tem que procurar um imóvel, analisar se a documentação está correta, efetuar a compra do ativo, esperar residente anterior sair do imóvel (prazo utilizado no mercado é de até noventa dias), transferir a escritura, prepará-lo para aluguel (pintura, parte elétrica, hidráulica, etc.) e somente a partir daí, poderá explorá-lo.

Para explorar o imóvel, o proprietário tem que contar um pouco com a sorte e achar um interessado rapidamente para que não haja um grande período de vacância e com isso ter que honrar com todos os custos envolvidos em um bem imóvel (IPTU - Imposto Predial e Territorial Urbano, condomínio, luz, taxas de bombeiros, etc.), fazer um contrato de locação, registrá-lo em cartório, esperar o inquilino se instalar por um mês para receber o primeiro fluxo de aluguel e contar com uma série de fatores externos para que este fluxo não seja interrompido e que o locatário consiga honrar com este pagamento.

Além de observar todas as considerações supracitadas, o custo de aquisição de imóveis nos principais centros urbanos vem subindo muito nos últimos anos e para se comprar imóveis pequenos é necessário um elevado volume financeiro de investimentos.

Por outro lado, existe um fator que não tem como ser previsto, mas que deve ser levado em consideração ao adquirir um imóvel - a variação de preço do mesmo. Nos últimos anos os imóveis se valorizaram muito, mas não há nenhuma garantia de que continuem a se valorizar. De acordo com o site ZAP, especializado em venda de imóveis, o preço médio por metro quadrado no bairro de Botafogo saiu de R\$ 3.800,00, em janeiro de 2008 para R\$ 7.742,00, em Março de 2011.

Assim sendo, abaixo segue uma tabela (tabela 4) com as informações médias de mercado, do bairro de Botafogo no Rio de Janeiro, com relação ao custo de aquisição do imóvel e o valor pago pelo aluguel no mês de Março de 2011.

Tabela 4: Relação média entre custo de aquisição e rentabilidade do aluguel de um imóvel no bairro de Botafogo - Rio de Janeiro.

Compra de um imóvel em Botafogo	
Valor do ativo (R\$)	300,867.00
*Custo Médio do metro quadrado (R\$)	7,752.00
Metragem do apartamento deste valor (m ²)	39
*Valor Médio do aluguel pago por metro quadrado (R\$)	32.41
Rendimento de aluguel (R\$)	1,257.88
Imposto de Renda (15%)	188.68
Ganho líquido em R\$ ao mês	1,069.20

* Utilizando a média de mercado em Março 2011

Fonte: SECOVIRIO (<http://www.secovirio.com.br/>)

Ao analisar as duas opções de investimento, e excluindo a variação no preço dos imóveis, que não tem como ser prevista, conclui-se que os dois investimentos, apesar de bastante distintos, tem exposição no mercado imobiliário e finalidade, a rentabilidade do ativo.

Entretanto, ao analisar detalhadamente os investimentos, observa-se que ao investir neste mercado via os CRIs emitidos pelo Banco BTG Pactual em dezembro de 2010, o poupador obtém diversas vantagens em relação ao investidor que comprar de um imóvel para aluguel no bairro de Botafogo, utilizando do mesmo capital.

As principais vantagens observadas são:

- (i) Tempo para rentabilizar o ativo – ao comprar o CRI, o valor utilizado já passa a ser remunerado diariamente desde o primeiro dia por uma taxa previamente conhecida, enquanto que ao comprar um imóvel é necessário arrumar um locatário para passar a receber o fluxo de aluguéis, além de considerar a hipótese de um longo prazo de vacância no imóvel que só gera custos ao longo deste período.
- (ii) Benefício Fiscal – os CRIs oferecem benefício fiscal ao não incidir imposto de renda sobre o ganho de capital, enquanto o fluxo de recebíveis por aluguel tem tributação de 15%.
- (iii) Terceirização de assuntos relacionados aos imóveis – ao se comprar este CRI, o investidor utiliza de todo conhecimento de mercado e acompanhamento das obras por parte do Banco BTG Pactual e conta com o caixa do próprio Banco como garantia deste rendimento pago. Já no caso de aluguel, o investidor depende da capacidade de honrar os pagamentos que o

locatário dispõe ou precisará executar os garantidores ou fiadores da operação (algo que pode tomar tempo).

- (iv) Liquidez – Estes CRIs podem ser vendidos a qualquer momento para as mesas de operações do Bancos com valores negociados no mercado e tem opções de venda semestrais, sem custo de transação, com valor corrigido até o período, pela mesa de operações do Banco BTG Pactual. O imóvel também pode ser vendido a qualquer momento, entretanto a liquidez de um imóvel é bem mais baixa do que deste CRI e envolve inúmeros custos de transação (corretagem, documentação, etc.), além do imposto de 15% sobre o ganho de capital do imóvel, caso não se invista em outro imóvel num prazo máximo de seis meses.

Conclusão:

Este trabalho buscou analisar as formas de investimentos imobiliários existentes na atualidade, levando em conta a evolução do mercado imobiliário brasileiro, as ferramentas para se investir neste setor e concluir que atualmente existem instrumentos de investimento mais rentáveis que a compra de um imóvel para se obter renda de através de aluguel, que historicamente sempre foi a principal opção dos investidores brasileiros.

Por meio do desenvolvimento histórico do mercado imobiliário no Brasil, ficou exposto que o investimento em imóveis com finalidade locatícia foi um excelente instrumento de investimento no início do século XX. Entretanto com o passar do tempo este tipo de investimento deixou de ser tão interessante para o investidor que perdeu, considerando que as rentabilidades destes aluguéis diminuíram ao longo do tempo.

Além disso, este estudo comprovou matematicamente que os investimentos realizados nos Certificados de Recebíveis Imobiliários, emitidos pelo Banco BTG Pactual S.A., em dezembro de 2010 são mais rentáveis do que o fluxo de aluguel recebido pelos imóveis de mesmo valor no bairro de Botafogo – Rio de Janeiro, considerando os valores médios praticados no mercado em Março de 2011. Neste exemplo, verificou-se que o ganho líquido no mês de março com o investimento no CRI foi de R\$ 2.601,90 contra R\$ 1.069,20 no aluguel de um imóvel.

Assim sendo, concluiu-se que o investimento neste CRI é uma maneira muito eficaz para diversificar os investimentos em ativos imobiliários e com uma relação entre risco, retorno bastante interessante para os poupadores que nele investirem.

Bibliografia:

AZEVEDO; ANDRADE. (1982)*Habitação e poder: da Fundação da Casa Popular ao Banco Nacional de Habitação.* Rio de Janeiro: Zahar Editores

BACEN (2011)*Legislação Básica do Sistema de Consórcio.* Disponível em <http://www.bcb.gov.br/?SFHHIST>). Acesso em Março de 2011.

BONDUKI, N. (2004). *Origens da Habitação Social no Brasil.* São Paulo.

BROLLO, F. (2004) *Crédito imobiliário e déficit de moradias: uma investigação dos fatores econômicos e institucionais do desenvolvimento habitacional no Chile e no Brasil.* Dissertação de Mestrado em Economia de Empresas da FGV/EAESP.

BTG PACTUAL (2010) *Distribuição Pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 20ª Série da 4ª Emissão da Gaia Securitizadora S.A.* Disponível em: <https://www.btgpactual.com/home/AreasDeNegocios.aspx/BancoDeInvestimento/Mercado de Capitais>)

Como será 2011 para quem investe em imóveis? (2011) Disponível em <http://www.forumimobiliario.com.br/mercado/investimentos/como-sera-2011-para-quem-investe-em-imoveis/>). Acesso em Fevereiro de 2011.

FUNDO IMOBILIÁRIO (2011) *O que são?* Disponível em: <http://www.fundoimobiliario.com.br/>) Acesso em Fevereiro de 2011.

GLOBAL PROPERTY GUIDE (2010) *Brazil: Very strong upward price trend for any and all apartment in Rio, and for smaller Sao Paulo apartments.*(2010) Disponível em: (<http://www.globalpropertyguide.com/Latin-America/Brazil/Rental-Yields>). Acesso em Abril de 2011.

NUWIREINVESTOR (2010) *Brazil Real Estate: Top Factors Affecting Growth* (<http://www.nuwireinvestor.com/articles/brazil-real-estate-top-factors-affecting-growth-54424.aspx>) Acesso em Fevereiro de 2011.

ROBERTO, P. (2010) *Panorama do mercado imobiliário.* Disponível em: (<http://www.patrinvest.com.br/blog/panorama-do-mercado-imobiliario>). Acesso em Março de 2011.

SECOVI (2011) *Valor Médio Total e em m² de Imóveis Ofertados para LOCAÇÃO.* Disponível em: (http://www.secovirio.com.br/media/vt_m2_res_loc.pdf). Acesso em Abril de 2011.

SECOVI (2011) *Valor Médio Total e em m² de Imóveis Ofertados para VENDA.* Disponível em: (http://www.secovirio.com.br/media/vt_m2_res_ven.pdf) Acesso em Abril de 2011.

QUIZA, E. (2008) *Mercado Imobiliário no Brasil.* Disponível em: (<http://eduardoquiza.files.wordpress.com/2008/03/mercado-imobiliario-no-brasil.pdf>). Acesso em Fevereiro de 2011.

ZAP IMÓVEIS (2011) *ESTATÍSTICAS ZAP IMÓVEIS: apartamento à venda, botafogo.*

Disponível em: (<http://www.zap.com.br/imoveis/fipe-zap/rio-de-janeiro+rio-de-janeiro+botafogo/?tr=locacao&tipo=apartamento>)