

*Monografia de Bruno Zaneti*



1290004056

TCC/UNICAMP  
Z16e  
IE



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

**CEDOC - IE - UNICAMP**

**Edificações Imobiliárias e o Mercado de  
Capitais no Brasil: Inovações Financeiras e  
Mudança no Padrão de Gestão de Capital  
(2006-2008)**

Monografia elaborada pelo aluno Bruno  
Leandro Zaneti (R.A. 031518) como  
exigência para a graduação em ciências  
econômicas pela Universidade Estadual de  
Campinas, sob orientação da Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>.  
Maria Alejandra Caporale Madi.

*Maria Alejandra Caporale Madi, orientadora*

**CAMPINAS  
2008**

**CEDOC - IE - UNICAMP**

## **AGRADECIMENTOS**

À Profª. Drª. Maria Alejandra Caporale Madi, que com seu profundo conhecimento contribuiu com críticas sempre pertinentes, permitindo que os caminhos traçados para esta monografia fossem percorridos da melhor maneira possível.

Agradeço também a meus familiares, em especial a meus pais, que na insistência em relação à importância da educação na formação do homem forneceram todas as bases para que eu alcançasse meus objetivos.

Por fim agradeço a meus amigos, colegas de trabalho do CPqD, Banco Itaú, Banco Citibank e FCStone, pela convivência e conhecimentos trocados durante os anos de minha graduação.

## RESUMO

Esta monografia caracterizará a mudança no padrão de gestão de capital e dívida das firmas do setor de edificações imobiliárias entre os anos de 2006 e 2008 – período concomitante a um expressivo avanço em volumes financeiros no mercado de capitais brasileiro. A análise dos dados a partir de 1998 mostra que no biênio 2006/2007 as emissões primárias de instrumentos de renda fixa, tais como debêntures, notas promissórias, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e quotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), apresentaram-se em níveis sem precedentes históricos. Além disso, as emissões primárias de ações (IPO, da sigla em inglês *Initial Public Offering*) seguiram tendência parecida de aumento intensificado nos anos de 2006 e 2007. O período marcou, portanto, um ambiente muito próspero em diversos setores econômicos para a utilização de novas formas de captação e gestão de capital atreladas a inovações financeiras. Dentre os quais, o setor de edificações imobiliárias, integrante do gigantesco e altamente relevante setor da construção civil, participou de forma relevante deste movimento, seja através de instrumentos específicos de securitização de recebíveis, como os CRI, através de instrumentos não específicos de securitização, como os FIDC, e através da captação de *funding* de longo prazo nos Fundos de Investimento Imobiliário (FII), Fundos de Investimento em Participações (FIP) e nas emissões primárias de ações (IPO). A análise deste movimento mostrará uma nova inserção, mais direta e volátil, do setor de edificações no sistema econômico financeirizado; ou seja, como o setor se integrou aos fluxos financeiros para promover o processo de acumulação.

**Palavras-chave:** mercado de capitais; mercado imobiliário; inovações financeiras.

## **ABSTRACT**

*This monograph seeks to characterize the change in the standard of capital and debts management of the Brazilian real estate companies over the period between the years of 2006 and 2008 – in which there was a concomitant impressive increase in the volumes traded in Brazilian capital markets. Analyzing the period since the year of 1998 it is evident that in the two-year period of 2006 and 2007 there were plenty of initial offerings of fixed income instruments, such as debentures, notes, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI or “Real-estate Securities”), Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC, or “Securities Mutual Funds”) and other. Furthermore, the Initial Public Offerings (IPO) of equities became a more disseminated way of long-term funding in growing sectors. Therefore this period has assumingly shown to be a prosper environment for the development and dissemination of funding and capital management alternatives associated with financial innovations. Along with other sectors of the Brazilian economy, the real estate played an important role in this movement with its specific securitization instruments such as CRI, with other non-specific securitization instruments such as FIDC and with instruments of long-term funding, such as Fundos de Investimento Imobiliário (FII), Fundos de Investimento em Participações (FIP) and IPO of equities. Hence the analysis of this movement will show a new way of integration between the real estate firms and the global financial system; in other words, it is going to be shown how this sector became more intensively related to financial flows promoting the accumulation process.*

**Key words:** capital markets; real estate; financial innovations.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1.1 – Investimentos estrangeiros em carteira e investimentos estrangeiros diretos (1990-2008) .....	17
Figura 1.2 - Volume de Emissões Primárias de Ações registradas na CVM .....	23
Figura 1.3 – Participação nas emissões primárias de ações no ano de 2007 por tipo de investidor .....	24
Figura 1.4 – Retorno (% a.m.) do Ibovespa frente ao CDI .....	26
Figura 1.5 – Retorno Acumulado (1995 = 100) do Ibovespa frente ao CDI .....	26
Figura 2.1 – Taxa de Crescimento Real do PIB e dos Investimentos (% a.a.) .....	31
Figura 2.2 – Composição da Cadeia Produtiva da Construção Civil (2007) .....	33
Figura 2.3 – Déficit habitacional em milhões de unidades .....	42
Figura 2.4 – Operações de crédito ao setor privado para a habitação (1998-2008) .....	43
Figura 2.5 – Lançamentos imobiliários na cidade de São Paulo (1988-2008) .....	44
Figura 2.6 – INCC (% a.a.) em comparação ao IPCA (% a.a.) entre 2000 e 2008 .....	44
Figura 3.1 – Razão Crédito / PIB em países selecionados .....	49
Figura 3.2 – Operações de crédito ao setor privado (1998-2008) .....	50
Figura 3.3 – Evolução de instrumentos de dívida (renda fixa) .....	51
Figura 3.4 – Destino dos recursos de captação via títulos de renda fixa .....	53
Figura 3.5 – Destino dos recursos de captação via IPO .....	54
Figura 3.6 – Esquema simplificado de funcionamento de um FIDC .....	57
Figura 3.7 – Volume das emissões primárias de cotas de FIDC .....	58
Figura 3.8 – Diagrama da estrutura do <i>Gafisa FIDC Crédito Imobiliário</i> .....	60
Figura 3.9 – Esquema resumido de funcionamento de um CRI .....	63
Figura 3.10 – Início do processo básico de securitização de recebíveis imobiliários .....	64
Figura 3.11 – Número e volume de emissões de CRI (1999-2008) .....	65
Figura 3.12 – Evolução de empresas de <i>private equity</i> operando no Brasil .....	71
Figura 3.13 – Expectativa de oportunidades em <i>private equity</i> por setores (% de respostas em pesquisa) .....	74
Figura 3.14 – Evolução do PL dos FIP na indústria de FI no Brasil .....	75
Figura 3.15 – Comparação da rentabilidade dos FII's, IBOVESPA e IMOB .....	78
Figura 3.16 – Estrutura e tamanho do Sistema Financeiro (meados de 1990) .....	88
Figura 3.17 – Volume de IPOs entre 2005 e 2008 .....	89

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1.1 – Capitalização bursátil sobre PIB (%) .....	18
Tabela 1.2 – Número de empresas listadas na Bovespa (1991-2002).....	18
Tabela 1.3 – Total de emissões primárias registradas na CVM (1995-2003).....	19
Tabela 1.4 – Exemplos de regras societárias específicas aos segmentos especiais de governança corporativa da Bovespa .....	22
Tabela 2.1 – PIB a preços de mercado total, do setor industrial e do setor da construção civil.....	31
Tabela 2.2 – Taxa de Investimento total e da construção civil.....	32
Tabela 2.3 – Participação da indústria da construção civil na população ocupada.....	34
Tabela 2.4 – Censo das empresas da construção civil (2005-2006) .....	35
Tabela 2.5 – Ranking das 45 maiores empresas de construção civil por faturamento .....	36
Tabela 2.6 – Empresas listadas no Setor de Construção Civil da Bovespa por subsetor .....	39
Tabela 2.7 – Déficit habitacional em milhões de unidades por região geográfica .....	42
Tabela 2.8 – Remuneração anual em grandes construtoras e incorporadoras.....	45
Tabela 3.1 – Exemplos de participantes da securitização de recebíveis imobiliários.....	64
Tabela 3.2 – Capitalização (R\$) de FII's negociáveis na Bovespa .....	77
Tabela 3.3 – Volume das emissões primárias entre 2005 e 2008 .....	90

# SUMÁRIO

Agradecimentos .....	3
Resumo .....	4
Abstract .....	5
Lista de figuras .....	6
Lista de tabelas.....	7
Sumário.....	8
Introdução.....	10
1. A evolução recente do mercado de capitais brasileiro .....	12
1.1. Um panorama histórico: o mercado de capitais brasileiro (1960-2000).....	13
1.2. O mercado de capitais entre 2006 e 2008: um momento ímpar do seu desenvolvimento .....	23
2. A construção civil e o mercado imobiliário na economia brasileira.....	29
2.1. A importância do setor da construção civil na economia brasileira .....	30
2.2. O mercado da construção civil no Brasil .....	34
2.3. O aquecimento do mercado imobiliário entre os anos de 2006 e 2008 .....	40
3. Gestão de capital nas firmas de edificações imobiliárias .....	47
3.1. FIDC: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios .....	56
3.1.1. Conceituação.....	56
3.1.2. Evolução recente no mercado brasileiro .....	58
3.1.3. Exemplo prático: securitização de carteira de crédito imobiliário do “Gafisa FIDC – Crédito Imobiliário” .....	59
3.1.4. Conclusão .....	61
3.2. CRI: Certificados de Recebíveis Imobiliários.....	62
3.2.1. Conceituação .....	62
3.2.2. Evolução recente no mercado brasileiro .....	65
3.2.3. Exemplo prático: locação “built-to-suit” WTorre / Carrefour .....	66
3.2.3. Conclusão .....	68
3.3. FIP: Fundos de Investimento em Participações .....	71
3.3.1. Conceituação .....	71
3.3.1. Evolução recente no mercado brasileiro .....	74
3.4. FII: Fundos de Investimento Imobiliário.....	76
3.4.1. Conceituação .....	76
3.4.2. Evolução recente no mercado brasileiro .....	77
3.4.3. Conclusão .....	78

3.5. As emissões públicas primárias de ações (IPO) na agenda financeira das firmas de edificações imobiliárias .....	80
3.5.1. Abertura de capital na estratégia empresarial.....	84
3.5.2. Captação no mercado de ações das empresas de edificações imobiliárias (2006 e 2007).....	88
3.5.3. Conclusão .....	90
Considerações finais .....	91
Referências bibliográficas.....	96

## INTRODUÇÃO

Esta pesquisa caracterizará a configuração do padrão dos meios de capitalização das atividades do setor de edificações mobiliárias com especial ênfase ao período entre 2006 e 2008<sup>1</sup>, em que se foi observado um expressivo avanço em volumes financeiros do mercado de capitais no país. A análise dos dados a partir de 1998 nos mostra que neste período as emissões primárias de instrumentos de renda fixa, tais como debêntures, notas promissórias, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e quotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) apresentaram-se em níveis sem precedentes históricos. Ademais, as emissões primárias de ações (IPO, da sigla em inglês *Initial Public Offering*) seguiram tendência parecida de aumento intensificado entre os anos de 2006 e 2007.

À luz desta intensificação de formas securitizadas de dívida e do aumento do capital social de empresas através da emissão de ações negociáveis em bolsa, o setor imobiliário, cuja atividade está fortemente relacionada à disponibilidade de recursos financeiros, participou ativamente deste movimento, marcando uma profunda alteração no padrão de gestão de capital e dívida das maiores firmas deste setor. Estas mudanças caminharam tanto no sentido de inovações financeiras específicas, como o caso dos CRI e dos FII, como através de inovações não-específicas como os FIDC e FIP e através dos IPOs no ano de 2007, quando 16 das 51 empresas que abriram capital no ano pertenciam a este setor<sup>2</sup>. Esta monografia analisará, portanto, a maior disponibilidade de recursos financeiros através do mercado de capitais para as firmas do setor de edificações imobiliárias não somente do ponto de vista do maior montante financeiro disponível, mas principalmente da maior variedade de instrumentos disponíveis, que caracterizaram não somente um movimento mais intenso de financiamento de atividades através do mercado de capitais, mas de uma mudança no padrão de gestão de capital e dívida destas firmas.

---

<sup>1</sup> Ao menos até o desenrolar da Crise do Subprime, em setembro de 2008.

<sup>2</sup> O termo setor imobiliário foi utilizado para as empresas de incorporação e construção civil (imóveis residenciais e comerciais), bem como as empresas de construção e administração de shopping centers. Uma melhor caracterização das empresas que consistem o espaço amostral desta monografia será realizada no *Capítulo 2*.

Para tal objetivo, destinaremos o *Capítulo 1* para fazer uma análise histórica do mercado de capitais brasileiro, a fim de caracterizar o período entre os anos de 2006 e 2008 como um período ímpar do desenvolvimento deste mercado.

Em seguida, no *Capítulo 2*, a indústria da construção civil e sua importância na economia brasileira em importantes agregados macroeconômicos, como a composição do Produto Interno Bruto, da População Economicamente Ativa e do Investimento (Formação Bruta de Capital Fixo), serão analisadas. Além disso, será feita uma análise do ponto de vista da demanda de imóveis em meio a um período de crescimento econômico e otimismo na indústria da construção civil e no setor imobiliário.

Assim, diante da conjunção de dois fatores igualmente nevrálgicos – ou seja, o aumento da disponibilidade de recursos financeiros via mercado de capitais e o otimismo associado à atividade imobiliária – se viu uma considerável expansão no uso de instrumentos do mercado de capitais pelas empresas do setor imobiliário para o financiamento de suas atividades de longo prazo, tanto do ponto de vista do maior volume transacionado quanto da variedade de instrumentos. O *Capítulo 3* caracterizará esta mudança à luz das transformações, nos planos nacional e internacional, do padrão de financiamento das firmas não-financeiras.

Por fim, serão feitas *Considerações Finais* a respeito da inserção das empresas do setor imobiliário no mercado de capitais, enfatizando o período entre 2006 e 2008, onde estas empresas transacionaram mais *através de um número maior de instrumentos*, caracterizando um período em que houve uma mudança no padrão geral de gestão de capital e dívida das companhias.

# 1. A EVOLUÇÃO RECENTE DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Algo de inédito permeou a economia brasileira em relação ao estágio de desenvolvimento de seu mercado de capitais a partir do ano de 2002. Em uma velocidade jamais antes observada, as quantidades envolvidas em instrumentos como a emissão primária de ações e a emissão de títulos de renda fixa, que em um passado relativamente recente eram bastante limitadas, se ampliaram significativamente, batendo recordes consecutivos.

Diante disso, o objetivo deste capítulo é, primeiramente, resgatar historicamente as raízes do subdesenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, ou seja, entender como que uma série de passos em direção ao desenvolvimento de um mercado mais robusto e relevante esbarrou em questões técnicas, como legislações específicas, e em questões conjunturais, demonstrando ser condição *sine qua non* para este desenvolvimento a coexistência de um arcabouço técnico e legislativo com um ciclo econômico otimista.

Em suma, neste capítulo será defendida a hipótese de que a existência de um ciclo otimista com grande abundância e mobilidade de capitais não foi, por si só, a condição que consolidou a etapa de forte crescimento dos volumes transacionados no mercado de capitais brasileiro a partir de 2002, com maior intensificação entre os anos de 2006 e 2008. Também teve grande importância toda uma série de legislações e avanços técnicos ocorridos desde a década de 1960, permitindo, assim, que este mercado entrasse em uma etapa ímpar de desenvolvimento.

## **1.1. UM PANORAMA HISTÓRICO: O MERCADO DE CAPITALS BRASILEIRO (1960-2000)**

Antes da década de 1960, os brasileiros investiam principalmente em ativos reais (imóveis), evitando aplicações em títulos públicos ou privados. A um ambiente econômico de inflação crescente - principalmente a partir do final da década de 1950 - se somava uma legislação que limitava em 12% ao ano a taxa máxima de juros, a chamada Lei da Usura, também limitando o desenvolvimento de um mercado de capitais ativo.

Além disso, entre as décadas de 1930 e 1960 o crescimento brasileiro era calcado fortemente nas atuações do Estado na economia. No modelo, então vigente, de desenvolvimento os agentes privados nacionais estavam à margem do processo de industrialização, restringindo-se à atividade agrícola, reforçando a constatação de que a população brasileira investia basicamente em ativos reais.

Ainda que com a Revolução de 1964 esse modelo de desenvolvimento calcado no investimento e empresas estatais tenha se mantido, a situação do mercado de capitais começa a se modificar quando este Governo inicia um programa de grandes reformas na economia nacional, dentre as quais figurava a reestruturação do mercado financeiro. Essa reestruturação passou pela abolição da Lei da Usura e pela criação de algumas outras leis.

Entre aquelas que tiveram maior importância para o mercado de capitais podemos citar a Lei nº 4.537/64, que instituiu a correção monetária, através da criação das ORTN<sup>1</sup>, a Lei nº 4.595/64, denominada lei da reforma bancária, que reformulou todo o sistema nacional de intermediação financeira e criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil e, principalmente, a Lei nº 4.728/65, primeira Lei de Mercado de Capitais, que disciplinou esse mercado e estabeleceu medidas para o seu desenvolvimento.

---

<sup>1</sup> As ORTN – Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional – eram títulos públicos federais emitidas pelo Tesouro Nacional indexados ao indicador de inflação calculado pelo Governo e, por essa característica, seu valor unitário também serviu para a atualização dos ativos e passivos nos patrimoniais das empresas e demais entidades com ou sem fins lucrativos.

A introdução da legislação trouxe resultados imediatos, sobretudo ao mercado acionário. Houve a reformulação da legislação sobre Bolsa de Valores, além da transformação dos corretores de fundos públicos em Sociedades Corretoras, forçando a sua profissionalização. Ademais, destaca-se também a criação dos Bancos de Investimento, a quem foi atribuída a tarefa de desenvolver a indústria de fundos de investimento.

Esse conjunto de leis, bem como suas implicações, pode ser considerado como o marco inicial do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Complementado ainda pelo Decreto de Lei nº 157<sup>1</sup>, ele serviu como base para a expansão da demanda por essas alternativas de investimento.

Logo, porém, o crescimento da demanda por ações passou em um curto espaço de tempo a não ser acompanhado pelo volume de emissões primárias por parte das empresas. Esse descolamento entre oferta e demanda foi a principal razão do chamado “boom” da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, fenômeno caracterizado pela alta vertiginosa dos preços das ações entre dezembro de 1970 e julho de 1971, em uma onda puramente especulativa.

Essa “bolha” estourou em julho de 1971, quando os investidores mais esclarecidos e experientes passaram a vender suas posições para realizar seus lucros. Em meio a essa inversão de posicionamento, foram ainda realizadas novas emissões primárias e, todos esses fatores juntos, provocaram uma queda generalizada nos preços das ações e prejuízos para a maioria dos investidores.

Deste episódio, o impacto direto na economia real foi muito pouco expressivo, pois o mercado de capitais era nascente e o movimento teve uma duração reduzida. Mas, do ponto de vista dos agentes investidores, esse episódio representou um grande retrocesso no movimento de criação e consolidação de um mercado de capitais economicamente mais relevante. A essencial confiança dos agentes, principalmente o privado nacional, havia sido “traída” e ela demoraria a ser reconquistada.

---

<sup>1</sup> O Decreto de Lei nº 157, de 10 de fevereiro de 1967, deu a opção aos contribuintes de utilizar parte do imposto devido, quando da Declaração do Imposto de Renda, em aquisição de quotas de fundos de ações de companhias abertas administrados por instituições financeiras de livre escolha do aplicador, constituindo-se, indubitavelmente, em uma ação a incentivar e aumentar os volumes envolvidos no mercado acionário brasileiro.

Ainda que importante, o episódio da Bolsa do Rio de Janeiro e a queda na confiança dos agentes, por si só, não podem ser apontados como responsáveis únicos pelo não desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Segundo Mendonça de Barros *et al.* (2000):

*(...) Ele não se desenvolveu porque em geral, graças ao fechamento da economia, os investimentos e, conseqüentemente, as necessidades de financiamento das empresas eram limitadas e, portanto, passíveis de serem atendidas pelos lucros retidos e créditos comerciais e oficiais.*

*Quando, em algumas situações específicas, como por exemplo nos anos do II PND, os investimentos eram de maior vulto, as empresas tinham outras formas de financiamento mais "fáceis" e baratas através de recursos governamentais subsidiados, principalmente BNDES e fundos 157. Ou seja, o BNDES acabou contribuindo para dificultar o desenvolvimento de um mercado de capitais na medida em que era (e ainda é) uma excelente alternativa de recursos mais baratos.*

Aprofundando a questão, cabe ressaltar que em um cenário de reduzida necessidade de recursos, as empresas tendem a se interessar menos pela abertura de capital, pois esta pode ser entendida como uma manobra de captação que implica na perda de raios de manobra na gestão. Além deste ônus gerencial, a abertura de capital está atrelada a uma série de custos extras (e perda de competitividade) associados à divulgação de balancetes e fatos relevantes, criação de áreas específicas de relacionamento com investidores, etc.<sup>1</sup>

Enfim, em um cenário de *empresários ricos, empresas com base de capital pequena e investidores desinteressados*<sup>2</sup>, tentativas visando o desenvolvimento do

---

<sup>1</sup> Casagrande Neto, 2000. Mais informações, também, no *Capítulo 3.2* desta monografia, que trata dos instrumentos de renda variável do ponto de vista dos captadores de recursos.

<sup>2</sup> Mendonça de Barros *et al.*, 2000.

mercado não cessaram e mudanças nas leis, tais como a isenção fiscal dos ganhos obtidos com a Bolsa de Valores, continuaram a aparecer ao longo dos anos que seguiram.

Foi dentro desse quadro de estagnação e tentativa de ampliação do mercado de capitais que, em 1976, foram introduzidas duas novas normas legais de grande importância e que estão em vigor até hoje. Foram elas a Lei nº 6.404/76, chamada de “nova Lei das Sociedades Anônimas”, que visava modernizar as regras que regiam as sociedades anônimas<sup>1</sup>, e a Lei nº 6.385/76, segunda Lei do Mercado de Capitais que, entre outras inovações, criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e introduziu no mercado uma instituição governamental destinada exclusivamente a regulamentar e desenvolver o mercado de capitais e fiscalizar as Bolsa de Valores e as companhias abertas.

Mas, nos anos 1980 veio a crise e o provável avanço em termos legislativo e técnico de 1976 cedeu espaço a um cenário macroeconômico caracterizado pela redução nas taxas de investimento e aumento da dependência de empresas estatais. Conseqüentemente, o desenvolvimento do mercado de capitais mais uma vez não foi possível. A introdução de instrumentos mais sofisticados, como opções e futuros, aliado a este cenário macroeconômico, induziu o mercado de capitais brasileiro a mais uma espiral especulativa nesta década, que resultou em mais perdas e diminuição da confiança dos investidores (nacional e estrangeiro) no mercado de ações brasileiro.

---

<sup>1</sup> As sociedades anônimas (S/A's) eram, até então, reguladas por um Decreto-Lei de 1940.



**Figura 1.1 – Investimentos estrangeiros em carteira e investimentos estrangeiros diretos (1990-2008)**  
 Fonte: Banco Central do Brasil (BCB Boletim/BP). Elaboração própria.

Na década de 1990, os investidores estrangeiros passaram a atuar mais fortemente na economia brasileira. A melhora do contexto macroeconômico, sobretudo após os planos de estabilização da inflação, juntamente com todo um arcabouço regulatório e a disponibilidade de capital no mercado internacional buscando diversificação explicam esse fenômeno. Além disso, o início da década foi marcado pela privatização de grandes empresas estatais, que geraram maior captação de recursos vindos do exterior. A evolução da entrada destes capitais pode ser visualizada pelo gráfico da *Figura 1.1*.

No ano de 1994 nota-se o primeiro grande pico de entrada de capitais estrangeiros, com uma clara predominância de fluxos associados a investimentos em carteira de títulos de renda fixa que totalizaram uma entrada líquida de US\$ 46,7 bilhões. A principal característica deste fluxo é sua associação com o endividamento público externo em meio à implantação do Plano Real.

Nos anos seguintes, mais notadamente entre 1994 e 2000, o movimento destacável é o do investimento estrangeiro direto, que aumentou, ano a ano (a exceção de 1999), atingindo um primeiro pico em US\$ 32,8 bilhões no ano de 2000. Esse fluxo

teve por principal característica sua associação à intensificação dos processos de privatizações de grandes empresas estatais brasileiras.

Alheio a movimentos significativos em seu fluxo, o investimento estrangeiro em carteira de ações apresentou uma baixa expressividade durante boa parte da década de 1990 e início de 2000. Sua média entre os anos de 1990 e 2006 foi de apenas US\$ 3,2 bilhões, ante a US\$ 6,4 bilhões dos investimentos estrangeiros em carteira de títulos de renda fixa e US\$ 13,7 bilhões dos investimentos estrangeiros diretos.

	País	Média 1994-96
1	Malásia	279,8
2	África do Sul	195,7
3	Luxemburgo	188,1
4	Singapura	175,2
5	Reino Unido	132,2
6	Suíça	128,7
7	Chile	119,3
8	EUA	95,9
9	Holanda	89,7
10	Filipinas	87,7
28	<b>Brasil</b>	<b>27,9</b>

**Tabela 1.1 – Capitalização bursátil sobre PIB (%)**

Fonte: World Development Indicators, 1999.  
Elaboração: Mendonça de Barros, 2000.

Ano	Nº de empresas listadas na Bovespa
1991	570
1992	565
1993	551
1994	549
1995	547
1996	554
1997	545
1998	535
1999	487
2000	459
2001	428
2002 <sup>1</sup>	423

**Tabela 1.2 – Número de empresas listadas na Bovespa (1991-2002)**

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários.  
Elaboração própria.

Portanto, podemos afirmar que na década de 1990 a maior entrada de capitais estrangeiros não marcou uma evolução parelha no mercado de capitais brasileiro. A média de capitalização de mercado sobre o Produto Interno Bruto no período entre 1993 e 1999 foi de 27%, superior ao padrão histórico que raramente ultrapassou os 10%<sup>2</sup>, mas ainda baixo se compararmos com outros países (*Tabela 1.1*). Mas, a partir da crise dos países emergentes iniciada nos países do Sudeste Asiático, passando pela Rússia e a

<sup>1</sup> Dados até o mês de fevereiro de 2002.

<sup>2</sup> Mendonça de Barros *et al.*, 2002.

desvalorização da moeda brasileira em 1999, houve um persistente declínio no número de empresas listadas na Bovespa, conforme a *Tabela 1.2*, demonstrando a fragilidade e a vulnerabilidade externa deste mercado ante as crises no sistema financeiro internacional.

Tal fragilidade fica evidente também através da análise das emissões primárias ocorridas no período (*Tabela 1.3*). Segundo Mendonça de Barros *et al.* (2002), essa fragilidade não somente compromete o crescimento do mercado acionário, como também limita o espaço para o crescimento dos fundos de capital de risco (*venture capital*).

Ano	Emissões primárias
1995	30
1996	24
1997	23
1998	20
1999	10
2000	6
2001	6
2002	4
2003	2

**Tabela 1.3 – Total de emissões primárias registradas na CVM (1995-2003)**

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários. Elaboração própria.

Ademais, segundo Casagrande Neto (2000), o caráter dos investimentos externos no Brasil estava muito mais atrelado ao investimento em empresas multinacionais de capital fechado do que ao investimento em ações de empresas listadas em Bolsa. Mesmo as privatizações, eventos que provocaram grandes impactos nos volumes de IED, aconteciam com a aquisição de empresas estatais que eram, em seguida, mantidas como S/A's fechadas ou S/A's abertas mantidas com um *free float*<sup>1</sup> constante ou reduzido. Ou seja, mais do que as razões endógenas de falta de poupança e liquidez no mercado brasileiro, a presença de grandes fluxos de investimentos estrangeiros em certos períodos entre 1995 e 2003 não acompanhados por uma expansão parelha do mercado de capitais mostrava que as exigências crescentes dos investidores não eram

---

<sup>1</sup> *Free float* significa ações que se encontram em circulação, ou seja, aquelas que estão à disposição para negociação no mercado, excluindo-se as pertencentes aos controladores da empresa e aquelas em tesouraria.

atendidas pelo mercado de renda variável brasileiro – cuja competitividade frente a mercados melhores consolidados e menos voláteis, como os de renda fixa e de títulos públicos, se mostrava baixa.

De qualquer forma, os investidores estrangeiros passaram a atuar no Brasil, ainda que o tamanho do mercado permanecesse reduzido. Foi neste período que estes investidores chegaram às bolsas brasileiras, ainda que com investimentos modestos e restritos a poucas empresas, elevando a concentração no mercado<sup>1</sup>. Paralelamente, houve também o fenômeno da listagem de ações de empresas brasileiras em bolsas estrangeiras – mais notadamente na New York Stock Exchange (NYSE), através de *American Depositary Receipts* (ADR)<sup>2</sup>. Estes eventos, conjuntamente, confirmam a dura realidade do mercado de capitais brasileiro no período: enquanto a listagem de empresas brasileiras em bolsas estrangeiras mostrava que a demanda por novas formas de financiamento fatalmente crescia em ciclos otimistas das finanças internacionais, a captação através das bolsas brasileiras não parecia vingar como uma alternativa viável.

À época, Mendonça de Barros *et al.* (2000) levantou a hipótese de quais seriam os principais entraves para o desenvolvimento do mercado de capitais:

*Nossos maiores problemas são a oferta insuficiente de papéis de qualidade, de empresas boas e/ou com perspectivas de crescimento -, e a falta de uma cultura de governança empresarial. É fundamental trabalhar esta carência não só através da criação de produtos, mas de produtos de confiança.*

A regulação do mercado, regido basicamente pelas leis criadas na década de 1970 (principalmente a “Lei das S/A’s” e a “segunda Lei do mercado de capitais”), se mostrava, por exemplo, inadequada para resolver as questões de litígio entre acionistas majoritários e minoritários. O viés desta legislação era favorável ao acionista

---

<sup>1</sup> Ver Mendonça de Barros *et al.*, 2000, ANEXO 1.

<sup>2</sup> *Depositary receipts* (DR) são títulos negociados em um país que têm como lastro ações de uma empresa que está instalada fora deste país. No caso das ADR’s de empresas brasileiras, estas empresas lançam ações no Brasil que servem como lastro para a negociação destas DR’s nos Estados Unidos. Em suma, as DR’s são uma forma de captação de recursos oriundos do país em que estes papéis são negociados.

controlador, até mesmo pelo histórico de alta concentração do mercado de capitais brasileiro. Em suma, essa legislação não era capaz de garantir as bases para a fundamental confiança dos investidores minoritários que, segundo mostra uma série de trabalhos<sup>1</sup>, permite a um país de gozar de mercados acionários relativamente maiores, menor grau de concentração da propriedade de empresas abertas, maior número de companhias abertas (normalizado pelo tamanho da população), maior número de ofertas públicas de ações (normalizado pelo tamanho da população), maior captação por parte das empresas através do mercado acionário e empresas com avaliação de mercado, medida pela relação entre valor patrimonial e valor de mercado, relativamente maior. Ou seja, o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro passava pela questão da governança corporativa.

Uma importante mudança nesse sentido surgiu, então, com a Lei nº 10.303/01 que alterou e acrescentou dispositivos na Lei nº 6.404/76, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385/76, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a CVM. Os principais pontos tocados por essa nova Lei das S/A's se referem às vantagens das ações preferenciais ao voto em assembleia, participação no Conselho de Administração e Conselho Fiscal da companhia, direito de retirada, *tag along*<sup>2</sup>, e proteção no caso de conflito de interesses do controlador em relação às decisões da companhia.

Além destas, outras transformações importantes ocorreram no período, visando a melhora da governança corporativa brasileira. Em 1999 o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) lançou o primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que teve uma segunda versão lançada em 2001 e uma terceira em 2004. Além dele, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) também lançou a sua cartilha informativa em 2002<sup>3</sup>. Mas, a mais importante ação dada nesse sentido foi a da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), que introduziu os segmentos especiais de negociação que as companhias abertas poderiam aderir voluntariamente.

---

<sup>1</sup> Por exemplo, Laporta et al. (1997), (1998b) e (1998a).

<sup>2</sup> *Tag along* significa o direito do acionista minoritário de também vender suas ações em operação de venda da companhia por parte do acionista controlador.

<sup>3</sup> A cartilha da CVM sobre governança corporativa não se constituiu como norma, mas como informativo visando orientar e recomendar as melhores práticas para as empresas.

As empresas que aderem a estes segmentos especiais (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) sujeitam-se a uma série de regras societárias mais completas e restritivas, em relação à lei geral a que todas as companhias se sujeitam. Algumas destas especificidades estão apresentadas na *Tabela 1.4*. Desta forma, elas são certificadas de acordo com seu segmento e, assim, se apresentam ao mercado como empresas com governança corporativa diferenciada objetivando que essa certificação traga um reconhecimento do mercado através de uma *valuation* positiva do valor das suas ações, gerando valor aos acionistas.

Regra societária	N1	N2	NM
<i>Tag along</i> com 100% (ON) ou 80% (PN) do valor pago ao bloco de controle.		•	
Informações adicionais ao ITR, DFP e ao IAN <sup>1</sup> .	•	•	•
Demonstrações financeiras no padrão US/GAAP ou IFRS traduzida para o inglês.	•	•	•
<i>Free float</i> mínimo de 25% das ações.	•	•	•
Informações adicionais aos prospectos de emissões públicas.	•	•	•

**Tabela 1.4 – Exemplos de regras societárias específicas aos segmentos especiais de governança corporativa da Bovespa**

Fonte: BM&FBovespa. Elaboração própria.

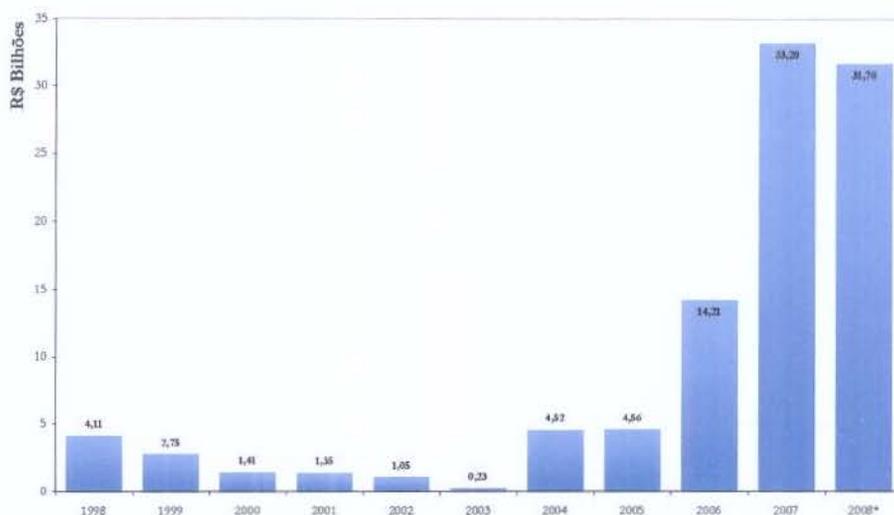
O efeito destas transformações, entretanto, não foi acompanhado por uma mudança imediata no comportamento dos agentes, que permaneceram acautelados em relação ao mercado acionário brasileiro. Isso justifica que a ampliação significativa da participação do investidor estrangeiro na economia brasileira, entre 1994 e 2000, não tenha sido acompanhada por uma expansão do investimento em capital bursátil. Além disso, esse período foi seguido por uma piora no cenário macroeconômico entre os anos de 1998 e 2003, na chamada crise dos países emergentes, de forma a minguar qualquer possibilidade de desenvolvimento do mercado nesse período.

---

<sup>1</sup> ITR: Informações (financeiras) trimestrais; DFP: Demonstrações financeiras padronizadas; IAN: Informações (financeiras) anuais.

## 1.2. O MERCADO DE CAPITAIS ENTRE 2006 E 2008: UM MOMENTO ÍMPAR DO SEU DESENVOLVIMENTO

Porém, passada a crise e a partir da melhora do cenário macroeconômico brasileiro depois do ano de 2004, viu-se um aumento no volume de emissões primárias de ações registradas na CVM sem qualquer precedente anterior, como pode ser visto no gráfico da *Figura 1.2*.



**Figura 1.2 - Volume de Emissões Primárias de Ações<sup>1</sup> registradas na CVM**  
Fonte: Comissão de Valores Mobiliários. Elaboração própria.

Em termos de volume, no ano de 2006 foram 14,2 bilhões de reais em emissões, em uma expansão de 211,7% em relação ao ano de 2005; o ano de 2007 foi ainda mais forte, com um volume total de 33,2 bilhões de reais e uma expansão anualizada (CAGR<sup>2</sup>) de 169,8% em relação a 2005; e o ano de 2008 apresentou força também, ao menos até o desenrolar da crise das hipotecas imobiliárias norte-americanas (*subprime*), com um volume de 31,7 bilhões de reais até o início do mês de setembro (CAGR de 90,9% em relação a 2005).

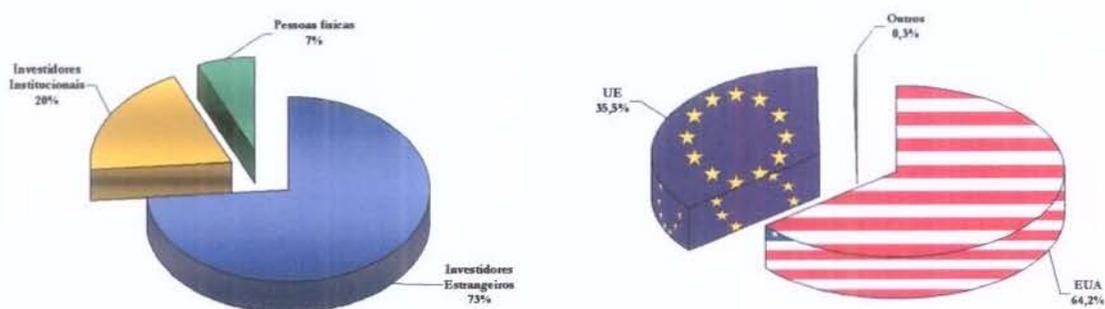
Nesse momento, analisando a evolução dos investimentos estrangeiros diretos e em carteira no país (*Figura 1.1*), conjuntamente com a do volume de emissões primárias

<sup>1</sup> (\*) o ano de 2008 apresenta dados consolidados até o dia 11 de setembro de 2008.

<sup>2</sup> *Compound annual growth rate (CAGR)* é uma medida de média geométrica em uma base anualizada. Mais informações disponíveis em <http://www.investopedia.com/terms/c/cagr.asp>

de renda variável (*Figura 1.2*), vemos que o retorno dos investidores estrangeiros se deu de uma forma diferenciada em comparação ao período entre 1994 e 2000: desta vez, o investidor estrangeiro investiu também nas companhias abertas, apresentando, por exemplo, participação em 73,8% do volume total de emissões primárias de ações no ano de 2007, conforme dados da *Figura 1.3*. Além disso, o volume de investimento foi muito maior – enquanto entre 1994 e 2000 o saldo médio dos investimentos estrangeiros em carteira de ações foi de US\$ 4,3 bilhões, entre 2005 e 2007 esse volume saltou para US\$ 13,4 bilhões – e essa forma de investimento, finalmente, ganhou força frente aos investimentos em carteira de títulos de renda fixa e os investimentos diretos (*Figura 1.1*).

**Figura 1.3 – Participação nas emissões primárias de ações no ano de 2007 por tipo de investidor**



Fonte: Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid).  
Elaboração: Anbid.

Este período entre 2005 e 2008, pode, então, ser analisado de uma forma diferenciada de todos os períodos anteriores: nunca na história do país, este mercado foi tão grande e o investimento maciço de estrangeiros nas emissões primárias de ações mostra que parte das questões envolvendo a desconfiança dos investidores em relação à governança das empresas e à atratividade do mercado acionário brasileiro poderiam estar superados.

A ampla participação do investidor estrangeiro em um período ímpar em relação ao volume de emissões primárias de ações é bastante significativa. Três fatores principais podem explicar esse fenômeno: i) a disponibilidade de capital para investimento interna e externamente; ii) os efeitos (atrasados) das mudanças regulatórias

do setor, sobretudo ao que toca à transparência do mercado e às práticas de governança corporativa; e iii) os altos retornos obtidos pelo investimento em ações no período.

Quanto ao primeiro deles, segundo Resende (2004), o comportamento das economias periféricas diante da disponibilidade de recursos externos, sob uma perspectiva de análise minskyana, é reflexo; ou seja, os ciclos<sup>1</sup> de suas economias são determinados na esfera do sistema financeiro internacional e não apenas na dimensão do sistema financeiro dessas economias.

Mas, é evidente que o ciclo otimista aliado a uma maior abertura da economia não foi uma novidade deste período no Brasil e, portanto, não serve, por si só, como justificativa para o momento ímpar do desenvolvimento do mercado acionário brasileiro. Certamente, podemos afirmar que as transformações ocorridas nos anos anteriores, sobretudo aquelas relacionadas às práticas de governança corporativa das empresas listadas, tiveram um impacto atrasado na confiança dos agentes. A disponibilidade de capital, advinda do novo ciclo otimista do sistema financeiro internacional, serve, portanto, apenas para explicar porque a expansão do mercado não se deu imediatamente no começo da década de 2000, postergando-se para o final da década.

O terceiro fator de grande importância para explicar porque os níveis de emissões de ações, principalmente entre os anos de 2006 e 2007, atingiram os volumes sem precedentes supracitados é o retorno que os investidores obtiveram no período. Entre fevereiro de 2005 e dezembro de 2007, analisando o rendimento mensal da carteira do Ibovespa<sup>2</sup> frente ao CDI, o Ibovespa obteve rendimento superior em 22 dos 43 meses de análise (*Figura 1.4*), gerando um resultado acumulado (*Figura 1.5*), ao fim

---

<sup>1</sup> Na teoria dos ciclos de Minsky (1986) os credores caracterizam seus investimentos nas categorias especulador/ponzi e hedge. Resende (2004) defende que os investimentos em países centrais são encarados pelos credores como da categoria hedge, enquanto os investimentos em países periféricos são classificados como especulativos/ponzi. Assim, em períodos de otimismo, os credores acreditam que as unidades devedoras ponzi conseguirão rolar seus débitos, gerando um aumento da entrada líquida de divisas externas.

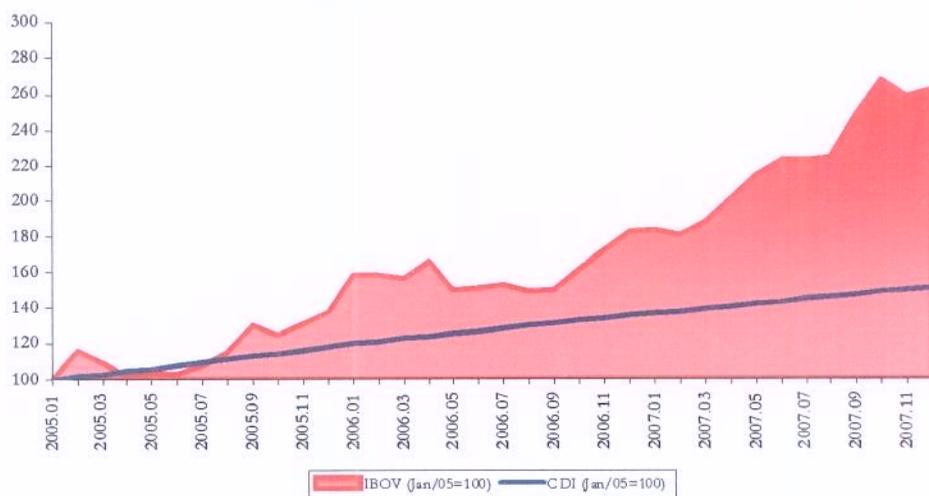
<sup>2</sup> O Índice Bovespa (Ibovespa) é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. É formado pelas ações com maior volume negociado nos últimos meses. O valor atual representa a quantia, em moeda corrente, de uma carteira teórica de ações, constituída em 02/01/1968, a partir de uma aplicação hipotética. Atribuiu-se o valor-base de 100 a um lote-padrão cuja carteira se avoluma sem receber mais nenhum aporte, com o acréscimo exclusivo de proventos gerados pelas ações que compõem o lote-padrão tais como a reinversão de dividendos, exercício de direitos e recebimento de bonificações.

do período, 104,8% superior ao da aplicação em CDI. A situação do investimento em ações no Brasil, portanto, se mostrava com uma relação risco-retorno bastante atraente, seja para investidores institucionais, investidores estrangeiros ou pessoas físicas.



**Figura 1.4 – Retorno (% a.m.) do Ibovespa frente ao CDI**

Fonte: Gazeta Mercantil / IPEADATA. Elaboração própria.



**Figura 1.5 – Retorno Acumulado (1995 = 100) do Ibovespa frente ao CDI**

Fonte: Gazeta Mercantil / IPEADATA. Elaboração própria.

Não apenas o mercado de ações se mostrava atraente para os investidores, como também a participação nos IPO, ou ofertas públicas iniciais. Entre os anos de 1995 e 2006, inclusive, o retorno advindo dos investimentos em papéis de emissão primária teve valorização média 3,98% superior à do Ibovespa e, após um ano, estes papéis tenderam a ter retornos convergentes ao do principal índice de renda variável do Brasil<sup>1</sup>, cujo retorno se mostrava muito atraente para o período superior a um ano.

Desta forma, pode-se afirmar que o período entre 2004 até boa parte de 2008 se mostrou de grande avanço para o mercado de capitais brasileiro. A bonança provida por um período de estabilidade econômica e grande oferta de liquidez no sistema financeiro internacional, gerou essa possibilidade, que somente foi aproveitada graças às transformações regulatórias e técnicas que foram promovidas desde o início da década de 2000. Os agentes investidores, inclusive o estrangeiro e pessoa física, aparentemente deixaram de lado a histórica desconfiança no mercado de ações brasileiro em busca de rendimentos que consistentemente superavam outras opções de investimento.

Em meio a este cenário, do ponto de vista das empresas, viu-se a abertura de uma importante alternativa de financiamento de suas operações: a emissão de ações. Com tantos agentes investidores buscando ações para investir, as empresas passaram a, cada vez mais, confrontar-se com a decisão estratégica de ampliar seus negócios através de endividamento ou através de novos acionistas em seus quadros societários. Mais do que isso, o movimento de emissão de ações parece ter ampliado o leque das empresas que passaram a acessar o mercado de capitais. Setores inteiros, como o imobiliário que é tratado neste trabalho, que tinham inexpressivas ou inexistentes participações no mercado de ações, passaram a ter companhias recorrendo ao mercado para obter *funding* para ampliar as suas atividades.

Cabe, por fim, fazer uma ressalva. O momento em que este texto está sendo escrito é o de uma forte transição em um dos pilares fundamentais da grande ampliação dos volumes transacionados no mercado de capitais brasileiro. O desenrolar da crise das hipotecas de baixa qualidade (*subprime*) nos países centrais do sistema financeiro internacional gerou um grande enxugamento da liquidez internacional. A crise de

---

<sup>1</sup> Freddi (2006).

confiança faz com que os investidores estrangeiros se desfaçam de suas posições especulativas ou *ponzi*, que Resende (2004) pertinentemente associou às posições que estes agentes mantêm em países emergentes, como o Brasil. Em termos práticos, a saída de recursos destes investidores estrangeiros provoca uma espiral de queda nos preços das ações, invertendo as expectativas de todos os agentes participantes do mercado, podendo, assim, cessar fortemente os avanços descritos.

De qualquer forma, porém, a análise deste trabalho se restringirá ao período de bonança, onde as empresas do setor imobiliário puderam não somente dirigir suas estratégias de financiamento às tradicionais formas de crédito bancário e de emissão de títulos de dívida, como também a instrumentos frutos de inovações financeiras, como o caso dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), e, claro, tomar a decisão de *go public* e abrir capital na Bolsa de Valores de São Paulo.

## 2. A CONSTRUÇÃO CIVIL E O MERCADO IMOBILIÁRIO NA ECONOMIA BRASILEIRA

Em meio a um desenvolvimento em nível sem precedente histórico semelhante no mercado de capitais brasileiro, um setor produtivo se destacou por duas razões principais: a primeira foi por ampliar significativamente sua participação em mercados de capitais de renda fixa e ver a consolidação e ampliação da utilização de instrumentos securitizados e específicos de dívida<sup>1</sup>; e a segunda foi por romper uma característica em si intrínseca que é a de não ser um participante do mercado de renda variável (acionário).

O setor imobiliário foi o grande destaque por sua atuação no mercado de capitais brasileiro entre os anos de 2006 e 2008. Entre os fatos, o mais notável foi a liderança no número de ofertas primárias no mercado de ações no ano de 2007 com 17 operações dentre as 51 que foram registradas na Comissão de Valores Mobiliários e na Bolsa de Valores de São Paulo – BM&FBovespa.

Essa atuação, tanto através de instrumentos de renda fixa quanto de renda variável, se constituiu em um movimento ímpar e que, sem sombra de dúvidas, pode, em parte, ser explicado pelo momento único que atravessou o mercado de capitais entre os anos de 2006 e 2008, como visto no *Capítulo 1*.

Porém, a análise deve se aprofundar no sentido das características do período entre 2006 e 2008 que levaram este setor a captar da forma que o fez. Nesse sentido, este capítulo analisará o setor de construção civil – ao qual o setor imobiliário faz parte. Inicialmente, no *item 2.1*, caracterizaremos a importância deste setor na composição de agregados econômicos relevantes em âmbito nacional, como o Produto Interno Bruto, a Formação Bruta de Capital Fixo e a parcela da População Economicamente Ativa.

---

<sup>1</sup> O setor imobiliário participou mais ativamente do mercado de capitais em duas frentes. A primeira delas foi através de instrumentos de renda fixa e, nessa frente, a participação se deu através, principalmente, de Debêntures. Quanto aos “instrumentos securitizados e específicos de dívida”, faz-se referência a alternativas que tiveram sua utilização bastante ampliada no período, como, por exemplo, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). A outra frente, foi através de captação através de emissões primárias de ações (instrumentos de renda variável).

Em seguida, o *item 2.2* analisará de forma mais geral o mercado de construção civil no Brasil, abordando questões como o tamanho das empresas que compõem esse mercado e o seu nível de concentração. O intuito desta análise será definir qual a amostra relevante para a pesquisa desta monografia, ou seja, quais são as empresas que efetivamente aproveitaram a onda de capitais disponíveis no mercado entre os anos de 2006 e 2008.

Por fim, com a amostra de firmas definidas, analisaremos, no *item 2.3*, os indicadores de demanda mais diretamente relacionados a estas empresas, como o déficit habitacional brasileiro, a evolução do crédito imobiliário no período e a performance destas empresas que, através do acesso ampliado ao mercado de capitais, tiveram suas operações aumentadas em tamanho e atuação geográfica, alterando questões nevrálgicas da competição desta indústria.

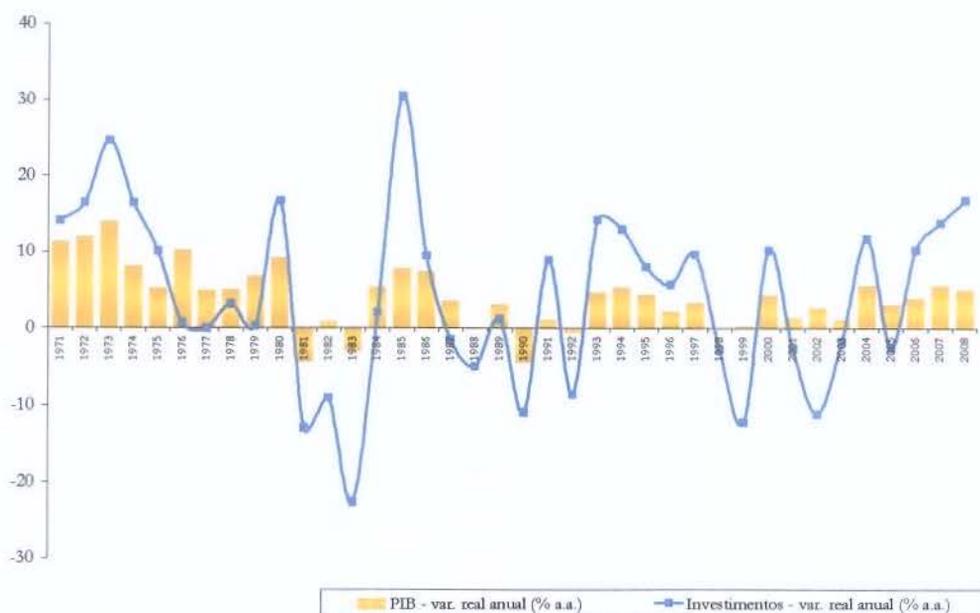
## **2.1. A IMPORTÂNCIA DO SETOR DA CONSTRUÇÃO CIVIL NA ECONOMIA BRASILEIRA**

Historicamente o setor da construção civil, integrante do setor secundário (industrial), é largamente apontado como um dos setores mais importantes da economia brasileira. Isso é observado, por exemplo, pela alta participação do setor em indicadores como o Produto Interno Bruto (PIB), a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e a População Economicamente Ativa (PEA).

No que toca à Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), ou Investimento, e ao PIB, não podemos deixar de considerar a estreita relação entre esses dois indicadores. Segundo aponta a experiência internacional é de se esperar que quanto maior o investimento, maior tende a ser o crescimento do produto de uma economia<sup>1</sup>. Visualmente, podemos notar essa relação na *Figura 2.1*.

---

<sup>1</sup> Ver DELONG, J. B. & SUMMERS, L. *Equipment Investment and Economic Growth*. National Bureau of Economic Research, Working Paper n° 3515, Nov. 1990.



**Figura 2.1 – Taxa de Crescimento Real do PIB e dos Investimentos (% a.a.)**

Fonte: IBGE/SCN 2000 Anual - SCN\_PIBG. Elaboração própria.

Ano	PIBpm	PIBind	PIBcc	PIBcc (% PIBpm)	PIBcc (% PIBind)
1998	979.275,75	222.199,98	53.328,61	5,45	24,00
1999	1.064.999,71	240.734,97	52.228,06	4,90	21,70
2000	1.179.482,00	283.321,00	56.364,00	4,78	19,89
2001	1.302.136,00	301.171,00	59.486,00	4,57	19,75
2002	1.477.822,00	344.406,00	67.219,00	4,55	19,52
2003	1.699.948,00	409.504,00	68.935,00	4,06	16,83
2004	1.941.498,00	501.771,00	84.868,00	4,37	16,91
2005	2.147.239,00	539.283,00	90.228,00	4,20	16,73
2006	2.369.797,00	585.602,00	96.287,00	4,06	16,44
2007	2.597.611,42	623.720,54	107.108,71	4,12	17,17
2008	2.889.718,58	682.496,55	124.940,80	4,32	18,31

**Tabela 2.1 – PIB a preços de mercado total, do setor industrial e do setor da construção civil**

Fonte: Sistema de Contas Nacionais / IBGE. Elaboração própria. PIBpm: PIB a preços de mercado (R\$ milhões); PIBind: PIB a preços de mercado do setor industrial (R\$ milhões); PIBcc: PIB a preços de mercado do setor de construção civil (R\$ milhões).

Quando tomamos em referência somente as atividades do setor industrial de construção civil, já temos números bastante expressivos em relação à participação do setor nos agregados econômicos de produto e investimento. Na *Tabela 2.1* vemos que

durante o período entre 1998-2008 o setor respondeu, em média, por 4,4% do PIB a preços de mercado da economia brasileira e 18,97% do PIB do setor industrial.

Ademais, no que toca a formação bruta de capital fixo, comparativamente à totalidade dos investimentos na economia brasileira, temos números ainda mais expressivos. No período entre 1998 e 2008, a média da formação bruta de capital fixo do setor foi de R\$ 129 bilhões, ou seja, 45% de toda a FBCF da economia brasileira (Tabela 2.2).

Período	FBCF	Taxa de Investimento	FBCFcc	FBCFcc / FBCF
1998	166.174,06	16,97	86.625,11	52,13
1999	166.746,36	15,66	88.289,48	52,95
2000	198.151,00	16,80	98.305,00	49,61
2001	221.772,00	17,03	103.070,00	46,48
2002	242.162,00	16,39	114.517,00	47,29
2003	259.714,00	15,28	114.768,00	44,19
2004	312.516,00	16,10	136.671,00	43,73
2005	342.237,00	15,94	144.709,00	42,28
2006	389.328,00	16,43	157.385,00	40,42
2007	455.213,29	17,52	174.239,00	38,28
2008	548.756,58	18,99	206.812,00	37,69

**Tabela 2.2 – Taxa de Investimento total e da construção civil**

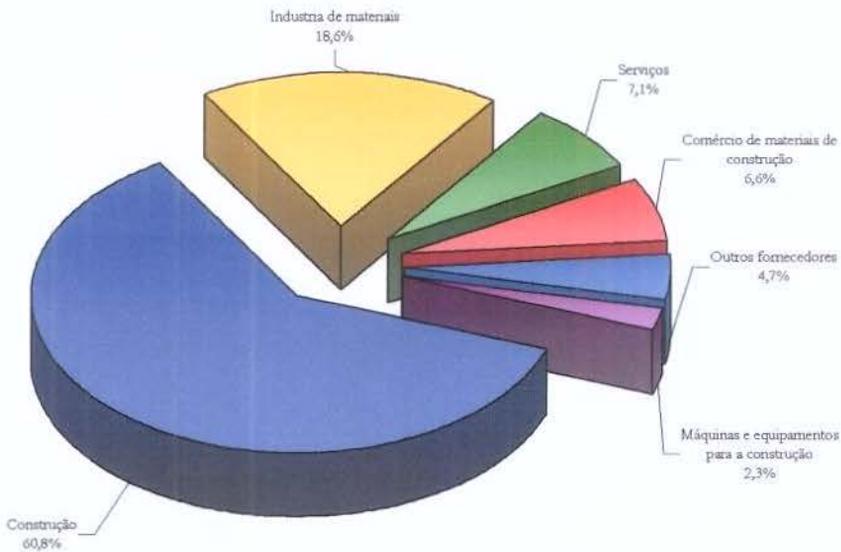
Fonte: Sistema de Contas Nacionais – Contas Nacionais Trimestrais: Nova série 2006 / IBGE.  
 Elaboração: Banco de Dados – Câmara Brasileira da Indústria da Construção Civil. FBCF: Formação Bruta de Capital Fixo (total da economia brasileira); Taxa de Investimento: FBCF / PIB; FBCFcc: Formação Bruta de Capital Fixo da Construção Civil.

Um estudo da Câmara Brasileira da Indústria da Construção Civil<sup>1</sup> toma por referência o “macro setor da construção” (Figura 2.2), que engloba também os segmentos de fornecedores de matérias-primas e equipamentos para a construção e dos setores de serviços e distribuição ligados à construção, e atribui a ele uma participação no PIB nacional da ordem de 18%.

O expressivo tamanho do “macro setor da construção civil” reforça a tese de que não somente o setor de construção civil tem sua importância calcada em seu tamanho e impacto direto, mas também em seus encadeamentos para frente e para trás. Segundo Teixeira e Carvalho (2005), a construção civil se encontra em segundo lugar no ranking

<sup>1</sup> Câmara Brasileira da Indústria da Construção - CBIC. *A importância do setor de construção civil na economia brasileira.*

das atividades econômicas, quando considerados os efeitos diretos e indiretos e os efeitos totais, com uma participação relativa de, respectivamente, 11% e 14% no ano de 2002.



**Figura 2.2 – Composição da Cadeia Produtiva da Construção Civil (2007)**

Fonte: "Perfil da Cadeia Produtiva da Construção e da Indústria de Materiais-Junho/2008". ABRAMAT e FGV Projetos. Elaboração: Banco de Dados-CBIC.

Não menos importante, sua participação na População Economicamente Ativa finca a casa dos 6,3% (2006), empregando diretamente mais de 5,9 milhões de pessoas. Além disso, do ponto de vista da criação de empregos, o setor também tem um alto nível de encadeamentos. Segundo estimativas da CBIC, a cada 100 postos de trabalho gerados diretamente no setor, outros 285 são criados indiretamente, e, portanto, para o ano de 2006 temos aproximadamente 22,7 milhões de pessoas, ou 24,4% da força de trabalho brasileira, empregadas pelo “macro setor da construção civil”.

Ano	Pessoas Ocupadas (mil)		Construção Civil / População Ocupada (%)
	Brasil	Construção Civil	
2000	78.972	5.330	6,75
2001	79.544	5.358	6,74
2002	82.629	5.609	6,79
2003	84.035	5.409	6,44
2004	88.252	5.614	6,36
2005	90.906	5.873	6,46
2006	93.247	5.933	6,36

**Tabela 2.3 – Participação da indústria da construção civil na população ocupada**

Fonte: Sistema de Contas Nacionais / IBGE. Elaboração: Banco de Dados / Câmara Brasileira da Indústria de Construção Civil.

Pelos dados apresentados, justificamos o papel fundamental que é atribuído ao setor de construção civil. As peculiaridades de sua cadeia produtiva, como “*setor de mão-de-obra intensiva, de baixo coeficiente de importação e elevados efeitos multiplicadores sobre a economia, a renda, o emprego e os tributos*” (Teixeira & Carvalho, 2005), o colocam em uma posição de destaque estratégico para políticas nacionais visando o investimento e o produto interno.

## 2.2. O MERCADO DA CONSTRUÇÃO CIVIL NO BRASIL

Tendo abordada a acentuada relevância econômica do setor de construção civil na economia brasileira, partimos agora para uma análise mercadológica dos agentes que compõem esse mercado. A construção é comumente apontada como um mercado amplamente dominado por pequenas e médias empresas. Segundo levantamento de Teixeira & Carvalho (2005), a indústria da construção é composta em 94% de pequenas e médias empresas. Entretanto, um ponto importante que tem que ser considerado acerca deste mercado é seu alto nível de concentração, quando tomada a medida em função do faturamento das empresas. Deste ponto de vista, já em 1980, as maiores empresas eram responsáveis pela metade do faturamento total da indústria, mesmo sendo apenas 2% do universo setorial<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Chaves (1985).

	Número de empresas	Pessoal Ocupado	Valor das obras / serviços (R\$ milhares)
Empresas com até 4 pessoas ocupadas	79.149	254.800	9.993.594
Empresas com entre 5 e 29 pessoas ocupadas	22.216	260.713	15.194.264
Empresas com 30 ou mais pessoas ocupadas	7.779	1.040.112	85.495.930
<b>Total das empresas</b>	<b>109.144</b>	<b>1.555.625</b>	<b>110.683.788</b>

**Tabela 2.4 – Censo das empresas da construção civil (2005-2006)**

Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Indústria, Pesquisa Anual da Indústria da Construção 2005-2006. Elaboração própria.

Dados mais recentes, observados na *Tabela 2.4*, nos mostram que a concentração do setor permaneceu muito elevada nos anos mais recentes. Apesar de representarem pouco mais de 7% do universo de empresas, as empresas que empregam 30 ou mais pessoas são responsáveis por mais de 77% do faturamento e por 66% das vagas de emprego da indústria.

Tendo em vista ainda os avanços ocorridos no mercado de capitais brasileiro nos últimos anos e da maior relevância mercadológica das médias e grandes empresas do setor, é mister fazer a distinção de quais firmas componentes do setor de construção civil foram efetivamente participantes deste movimento e quais não. Um primeiro passo nesse sentido é “quebrar” o setor em subsetores. Chaves (1985) propõe uma subdivisão em quatro principais: *edificação; construção pesada; montagem industrial; e serviços especiais e auxiliares*. Na *Tabela 2.5* a seguir, apresentamos um ranking elaborado pela CBIC com as 45 maiores empresas do setor no ano de 2008 (em faturamento). Nele fazemos uma distinção quanto ao *subsetor de atuação principal*<sup>1</sup> de cada integrante do ranking.

---

<sup>1</sup> Será determinado como subsetor *principal* de atuação de cada uma das firmas do ranking aquele que representar a maior parcela do faturamento da mesma.

**Tabela 2.5 – Ranking das 45 maiores empresas de construção civil por faturamento**

	Empresa	Principal Subsetor de Atuação	Sede	Faturamento (R\$ milhares)	Patrimônio (R\$ milhares)	% Contratos Públicos	% Contratos Privados	% Incorporações próprias
1	Norberto Odebrecht	Construção Pesada	RJ	2.987.701	1.700.952	55	41	4
2	Camargo Corrêa	Construção Pesada	SP	2.746.269	1.125.919	94	6	-
3	Andrade Gutierrez	Construção Pesada	MG	2.049.455	2.737.798	61	39	-
4	Queiroz Galvão	Construção Pesada	RJ	1.643.134	1.349.861	N/D	N/D	N/D
5	Construtora OAS	Construção Pesada	SP	1.161.055	682.410	67	33	-
6	Delta Construções	Construção Pesada	RJ	1.126.911	504.234	97	3	-
7	Hochtief do Brasil	Construção Pesada	SP	714.213	35.717	16	84	-
8	<b>Gafisa</b>	<b>Edificação</b>	<b>SP</b>	<b>706.002</b>	<b>1.530.763</b>	<b>N/D</b>	<b>N/D</b>	<b>N/D</b>
9	Carioca Christiani-Nielsen	Construção Pesada	RJ	602.206	301.369	48	52	-
10	Galvão Engenharia	Construção Pesada	SP	538.737	134.584	40	60	-
11	Racional	Edificação	SP	515.447	87.548	9	91	-
12	Via Engenharia	Construção Pesada	DF	439.579	256.719	61	9	30
13	Método	Edificação	SP	434.800	80.486	-	100	-
14	EIT	Construção Pesada	CE	431.072	516.143	62	38	-
15	Schahin	Construção Pesada	SP	426.587	548.985	49	51	-
16	C.R. Almeida	Construção Pesada	PR	412.381	686.463	93	7	-
17	A.R.G	Construção Pesada	MG	363.003	464.175	73	27	-
18	<b>Tecnisa</b>	<b>Edificação</b>	<b>SP</b>	<b>352.132</b>	<b>760.641</b>	<b>N/D</b>	<b>N/D</b>	<b>N/D</b>
19	Construcap CCPS1	Construção Pesada	SP	348.218	319.603	48	52	-
20	WTorre	Edificação	SP	345.612	-12	-	31	69
21	Serveng-Civilsan	Construção Pesada	SP	343.975	1.540.475	35	65	-
22	ICEC	Edificação	SP	337.696	41.670	-	100	-
23	<b>Mendes Júnior Trading</b>	<b>Construção Pesada</b>	<b>MG</b>	<b>327.615</b>	<b>178.536</b>	<b>82</b>	<b>18</b>	<b>-</b>
24	<b>MRV</b>	<b>Edificação</b>	<b>MG</b>	<b>323.536</b>	<b>1.372.983</b>	<b>N/D</b>	<b>N/D</b>	<b>N/D</b>
25	Egesa	Construção Pesada	MG	321.068	340.576	99	-	1
26	Fidens	Construção Pesada	MG	274.668	246.219	64	36	-

Empresa	Principal Subsetor	Sede	Faturamento (R\$ milhares)	Patrimônio (R\$ milhares)	% Contratos Públicos	% Contratos Privados	% Incorporações próprias
<b>27 Rossi Residencial</b>	<b>Edificação</b>	<b>SP</b>	<b>264.266</b>	<b>1.171.327</b>	-	-	<b>100</b>
28 Trisul	Edificação	SP	231.226	445.724	-	100	-
29 S. A. Paulista	Construção Pesada	SP	223.438	210.881	50	50	-
30 Constran	Construção Pesada	SP	219.250	672.807	N/D	N/D	N/D
31 Santa Bárbara	Edificação	MG	216.080	107.474	51	49	-
32 Integral	Construção Pesada	MG	211.967	48.706	40	60	-
33 Barbosa Melo	Construção Pesada	MG	200.666	240.297	N/D	N/D	N/D
34 Norcon	Edificação	SE	197.462	118.942	-	-	100
35 Serpal	Edificação	SP	188.245	24.639	-	100	-
36 Estacon	Construção Pesada	PA	172.575	151.584	N/D	N/D	N/D
<b>37 Company</b>	<b>Edificação</b>	<b>SP</b>	<b>166.600</b>	<b>333.511</b>	<b>N/D</b>	<b>N/D</b>	<b>N/D</b>
38 Leão Engenharia	Construção Pesada	SP	166.095	51.049	25	75	-
39 Triunfo	N/D	SP	164.566	161.105	N/D	N/D	N/D
40 Mascarenhas Barbosa Roscoe	Construção Pesada	MG	160.440	49.747	5	95	-
41 MB Engenharia	Edificação	GO	159.127	18.530	N/D	N/D	N/D
42 Goldsztein	Edificação	RS	158.564	69.649	-	-	100
43 Plaenge	Edificação	PR	157.643	78.947	-	3	97
44 Planar	Montagem Industrial	MG	157.473	52.793	-	100	-
45 EMSA	Construção Pesada	GO	156.502	250.585	99	1	-

Fontes: Revista "O Empreiteiro", Julho-2008; e Análise Companhias Abertas. São Paulo: Análise Editorial, anuário 2008.  
 Elaboração: Própria e Banco de Dados - CBIC. Dados referentes ao fechamento do ano de 2007. "N/D": dado indisponível.  
 Estão **grifadas** as companhias abertas, em cruzamento com os dados da Tabela 2.6.

Uma primeira questão setorial que chama a atenção nos dados apresentados pela *Tabela 2.5* é que dentre as dez maiores empresas em faturamento da construção civil, apenas uma não é do subsetor de construção pesada. No caso, a Gafisa, incorporadora focada majoritariamente em edificações imobiliárias, e que é líder neste subsetor. Na análise das demais posições que compõem o ranking é notável o predomínio das empresas focadas em construção pesada como as maiores do setor em faturamento.

Outra característica notável das empresas de construção pesada é a parcela de seus contratos associados ao investimento público. Da amostra da *Tabela 2.5*, temos uma média<sup>1</sup> de 50,3% dos contratos associados ao investimento público. Por outro lado, os subsetores de Edificações e Montagem Industrial caracterizam-se por um predomínio (quase completo) de investimentos associados ao setor privado e próprio.

O tamanho médio das firmas, bem como o predomínio de contratos privados ou públicos determinará, conseqüentemente, outra característica que diferenciará as firmas deste e daquele subsetores: a forma de financiamento de suas operações. As empresas de construção pesada, com operações predominantemente públicas e de prazos de conclusão e magnitude financeira maiores, tendem a captar recursos de uma maneira diferente das empresas de edificações, de operações predominantemente privadas e de prazos de conclusão e magnitude financeira menores.

Essa afirmação fica mais evidente na análise conjunta das empresas do Setor de Construção Civil que estão listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (*Tabela 2.6*). Nesta análise, três fatores chamam a atenção: i) há um claro predomínio de empresas de edificação dentre as empresas de capital aberto; ii) na amostra da *Tabela 2.5*, a maior parte das empresas de edificação são de capital aberto; e iii) a estratégia de captação através do mercado de ações é bastante marginal nas empresas de construção pesada, havendo somente uma, na amostra, com ações negociadas em bolsa.

---

<sup>1</sup> Média simples não-ponderada.

**Tabela 2.6 – Empresas listadas no Setor de Construção Civil da Bovespa por subsetor**

<b>Subsetor de Construção Civil</b>	
<b>Razão Social</b>	<b>Nome de Pregão</b>
ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A.	ABYARA
AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	AGRA INCORP
BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A.	BRASCAN RES
CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.	CC DES IMOB
CIMOB PARTICIPACOES S.A.	CIMOB PART
COMPANY S.A.	COMPANY
CONSTRUTORA ADOLPHO LINDENBERG S.A.	CONST A LIND
CONSTRUTORA TENDA S.A.	TENDA
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	CR2
CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREEND E PART	CYRELA REALT
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	EVEN
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	EZTEC
GAFISA S.A.	GAFISA
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	HELBOR
INPAR S.A.	INPAR S/A
JHSF PARTICIPACOES S.A.	JHSF PART
JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.	JOAO FORTES
KLABIN SEGALL S.A.	KLABINSEGALL
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	MRV
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	PDG REALT
RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	RODOBENSIMOB
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	ROSSI RESID
SERGEN SERVICOS GERAIS DE ENG S.A.	SERGEN
TECNISA S.A.	TECNISA

<b>Subsetor de Construção Pesada</b>	
<b>Razão Social</b>	<b>Nome de Pregão</b>
AZEVEDO E TRAVASSOS S.A.	AZEVEDO
CONSTRUTORA BETER S.A.	CONST BETER
CONSTRUTORA LIX DA CUNHA S.A.	LIX DA CUNHA
CONSTRUTORA SULTEPA S.A.	SULTEPA
MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.	MENDES JR

<b>Outros subsetores*</b>	
<b>Razão Social</b>	<b>Nome de Pregão</b>
SONDOTECNICA ENGENHARIA SOLOS S.A.	SONDOTECNICA
TECNOSOLO ENGENHARIA S.A.	TECNOSOLO
SONDOTECNICA ENGENHARIA SOLOS S.A.	SONDOTECNICA
TECNOSOLO ENGENHARIA S.A.	TECNOSOLO
CAMARGO CORREA CIMENTOS S.A.	CAMARGO CIM
CERAMICA CHIARELLI S.A.	CHIARELLI
CP CIMENTO E PARTICIPACOES S.A.	CP CIMENTO
ETERNIT S.A.	ETERNIT
HAGA S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	HAGA S/A
PORTOBELLO S.A.	PORTOBELLO

Fonte: BM&FBovespa (<http://www.bovespa.com.br>). Elaboração própria.

(\*) Outros: Subsetores Engenharia Consultiva, Intermediação Imobiliária e Materiais de Construção.

Estão **grifadas** as empresas listadas entre as 45 maiores empresas de construção civil (em faturamento), em cruzamento com os dados da Tabela 2.5. Essa distinção não foi feita no quadro "Outros setores".

A partir da comparação traçada e em meio ao contexto dos anos de 2006 a 2008, em que a grande disponibilidade de recursos disponíveis no mercado de capitais brasileiro criou novas alternativas de *funding*<sup>1</sup> – seja através de crédito direto ou de instrumentos mais modernos – fica evidente a inserção diferenciada entre estas e aquelas firmas da construção civil. Em meio ao objetivo central desta monografia – que é o de analisar a forma de inserção das firmas que efetivamente aproveitaram a disponibilidade de capitais no mercado – iremos, a partir deste ponto, restringir a análise a uma amostra mais reduzida de firmas, contendo somente aquelas de *capital aberto que atuam no mercado de edificações, essencialmente o imobiliário*.

Essa redução se justifica porque o movimento analisado teve essencialmente estas empresas como atores principais, enquanto as empresas do subsetor de construção pesada não tiveram significativas alterações na estrutura de seu mercado e em seu *modus operandi* financeiro, sobretudo ao que toca ao financiamento de longo prazo de operações e a estrutura de capital. A predominância de contratos comerciais com entidades públicas e a necessidade de financiamentos de prazos mais longos e maiores magnitudes não encontrou no mercado de capitais uma alternativa ao que historicamente estas empresas recorrem para o financiamento de suas operações, isto é, o crédito bancário de longo prazo envolvendo bancos privados e, principalmente, públicos.

### **2.3. O AQUECIMENTO DO MERCADO IMOBILIÁRIO ENTRE OS ANOS DE 2006 E 2008**

Tendo em vista o delineamento das empresas consideradas relevantes para constituírem a amostra de empresas deste estudo, que resultou em um rol de companhias privadas, organizadas em sociedades anônimas e que atuam principalmente no subsetor de edificações imobiliárias, trataremos neste *item 2.3* dos efeitos do ciclo otimista da economia que aqueceu o mercado de capitais entre 2006 e parte de 2008, como vimos no *Capítulo 1*, e seu impacto fortemente positivo na conjuntura do *mercado imobiliário brasileiro*.

---

<sup>1</sup> O movimento ímpar de aumento de recursos disponíveis para captação no mercado de capitais é tratado no *Capítulo 1* desta monografia, enquanto o movimento específico de gestão financeira das empresas do setor de edificações imobiliárias é tratado no *Capítulo 3*.

Sob um contexto marcado por estabilidade econômica, inflação controlada, novos marcos legais, crédito relativamente farto, aumento da renda da população e o compromisso governamental em desenvolver programas habitacionais, as expectativas dos agentes em relação a este importante setor da economia se mostraram extremamente positivas.

Para dimensionar esse otimismo, levantamentos do BNDES datados de 2007<sup>1</sup> apontam a construção residencial como um dos motores da ampliação dos investimentos entre os anos de 2008 e 2011. Segundo seu presidente, Luciano Coutinho, se previa investimentos da ordem de R\$ 535 bilhões, com taxa de crescimento anual de 10,7%, ante uma perspectiva total na economia de R\$ 1,2 trilhões, incluindo setores de infraestrutura, indústria e construção civil.

Ademais, alguns outros indicadores do período compreendido entre os anos de 2006 e 2008 nos fortalecem a tese de que o aquecimento observado em toda a economia brasileira, que cresceu 3,8% em 2006 e 5,4% em 2007, também se alastrou para o mercado de edificações residenciais e comerciais.

Do ponto de vista mais específico das residências, um primeiro indicador que demonstra ampliação da demanda por imóveis é o crescente déficit habitacional no Brasil (*Figura 2.3; Tabela 2.7*). Um dos motivos do crescimento desse indicador está associado ao problema social da falta de financiamento aos estratos mais pobres da sociedade brasileira. Segundo um estudo do IPEA de 1998<sup>2</sup> há uma concentração do déficit habitacional nos estratos mais pobres, evidenciando uma necessidade de avaliar o caráter social das alterações que se promovem no sistema brasileiro de financiamento à habitação.

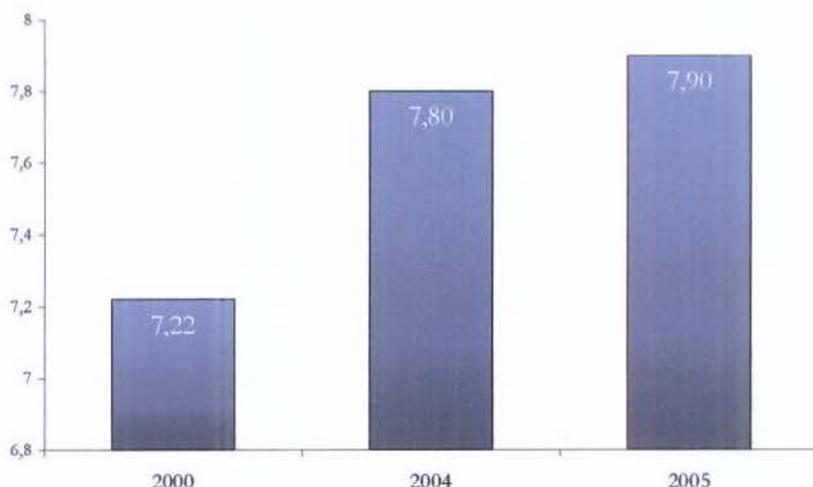
A solução do problema do crédito imobiliário passa, segundo o estudo, por duas soluções distintas: uma solução de mercado e uma solução de Estado. A primeira depende diretamente da condição macroeconômica e da confiança dos agentes emprestadores, isto é, dos bancos e dos investidores. Sua oferta, portanto, é muito mais volátil e a experiência mostra que ela sozinha não é capaz de sanar toda a demanda por

---

<sup>1</sup> Dados divulgados em entrevista coletiva pelo presidente do BNDES, Luciano Coutinho, em 20/12/2007. Texto disponível em [http://www.bndes.gov.br/noticias/2007/not286\\_07.asp](http://www.bndes.gov.br/noticias/2007/not286_07.asp).

<sup>2</sup> Gonçalves (1998).

crédito imobiliário da economia, tornando necessária a existência concomitante da segunda solução.



**Figura 2.3 – Déficit habitacional em milhões de unidades**

Fonte: IBGE (PNAD), Fundação João Pinheiro (Informativo CEI, abr/07) e Valor Data.  
Elaboração: Valor Setorial.

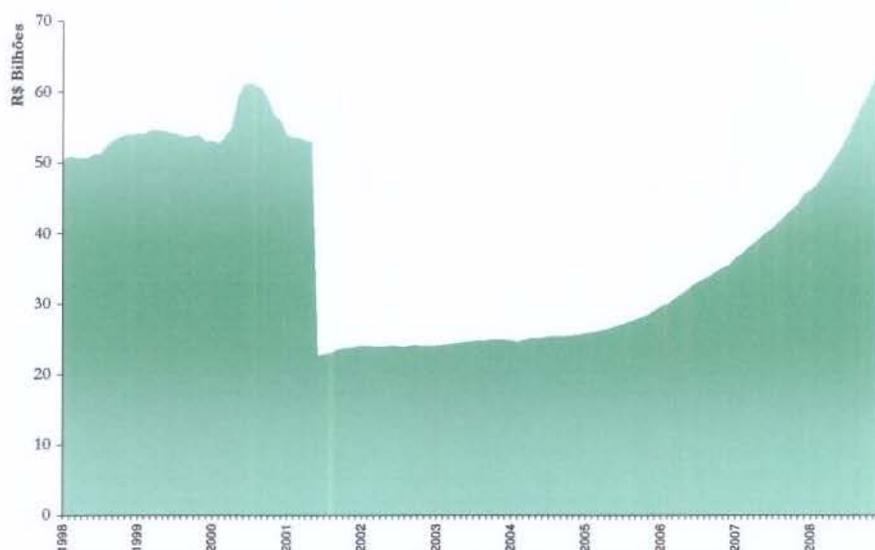
Região	Déficit (em milhões de unidades)	Em % do Total
Norte	0,850	10,80
Nordeste	2,743	34,70
Sudeste	2,899	36,70
Sul	0,874	11,10
Centro-Oeste	0,537	6,80
<b>Brasil</b>	<b>7,903</b>	<b>100,00</b>

**Tabela 2.7 – Déficit habitacional em milhões de unidades por região geográfica**

Fonte: IBGE (PNAD), Fundação João Pinheiro (Informativo CEI, abr/07) e Valor Data.  
Elaboração: Valor Setorial.

A análise da oferta de crédito habitacional na economia mostra um volume bastante retraído a partir do ano de 2001 (*Figura 2.4*). A queda mais acentuada nos volumes de operações de crédito ao setor privado para habitação ocorreu no mês de junho de 2001, como reflexo imediato da Medida Provisória nº 2.196, de 28/06/2001, que visou fortalecer as instituições financeiras federais. O programa associado a esta MP visou adequar a situação patrimonial de quatro bancos públicos federais – o Banco do Brasil (BB), a Caixa Econômica Federal (CEF), o Banco do Nordeste (BNB) e o Banco da Amazônia (BASA). O resultado desse programa foi uma diminuição da ordem

de 60% das operações de crédito habitacional para o setor privado, mas com sensíveis melhoras na qualidade e gestão de risco da carteira.



**Figura 2.4 – Operações de crédito ao setor privado para a habitação (1998-2008)**

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

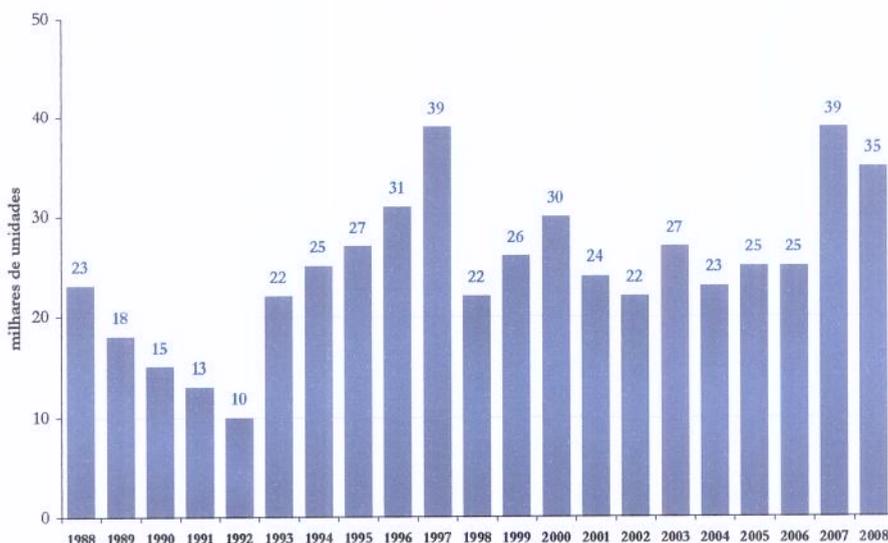
A recuperação quantitativa dessas operações se intensificou somente a partir de 2006 e a explicação reside, sobretudo, no melhor momento da economia brasileira, que permitiu níveis maiores de captações a todos os agentes do mercado bancário<sup>1</sup>.

Pelo que precede, portanto, o cenário econômico, sobretudo entre os anos de 2006 e de 2008, aponta para uma demanda aquecida no mercado de edificações, impulsionado pela estabilidade econômica e um concomitante aumento nas operações de crédito ao setor privado.

A análise do total de lançamentos imobiliários na cidade de São Paulo (*Figura 2.5*) reforça essa tese: o ano de 2007 teve aproximadamente 39 mil unidades lançadas, igualando o pico anterior da amostra (1988-2008) de 1997. Ademais, nota-se também uma média de 27,8 mil unidades nos anos 2000, superior à média de 23 mil unidades na década de 1990.

---

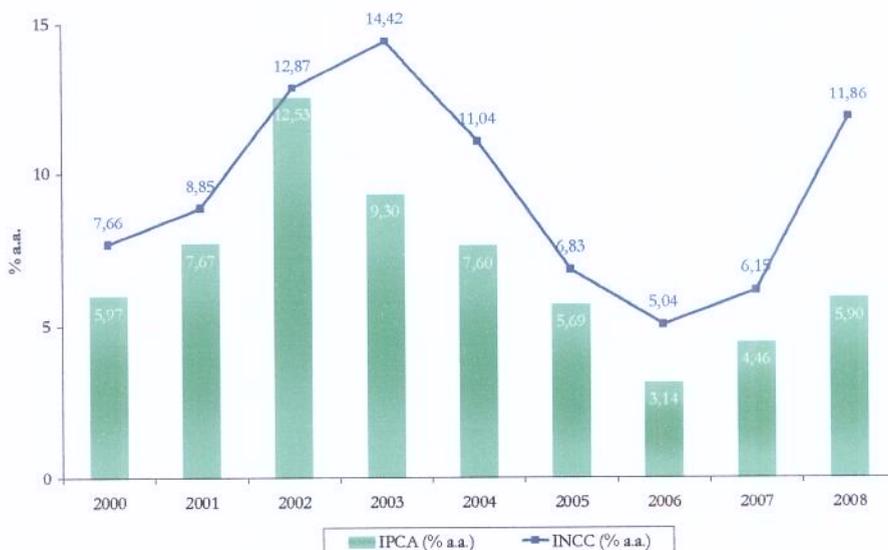
<sup>1</sup> Os recursos do Sistema Financeiro da Habitação – SFH – se originam essencialmente de depósitos da caderneta de poupança e do FGTS.



**Figura 2.5 – Lançamentos imobiliários na cidade de São Paulo (1988-2008)**

Fonte: Embrasp e Secovi/SP. Elaboração própria.

Nos dados da *Figura 2.5*, cabe a importante ressalva de que o total de lançamentos contabilizados pelo Secovi não se trata apenas de edificações residenciais, como também de edificações comerciais. O mercado, como um todo, de edificações esteve bastante aquecido, o que pode ser demonstrado também pela evolução dos preços dos insumos da construção e dos imóveis (*Figura 2.6*).



**Figura 2.6 – INCC (% a.a.) em comparação ao IPCA (% a.a.) entre 2000 e 2008**

Fonte: FGV / Conjuntura Econômica. Elaboração Própria.

O Índice Nacional de Custo da Construção Civil (INCC), divulgado pela Fundação Getúlio Vargas mensalmente, indica a evolução dos custos de construções para 18 capitais estaduais do país. Ao longo do período entre os anos de 2000 e 2008 nota-se que esse índice bateu ano-a-ano o IPCA<sup>1</sup> e, ademais, suplantou em praticamente seis pontos percentuais o índice geral de inflação no ano de 2008, mais uma vez indicando uma forte demanda no mercado interno relacionado à construção civil<sup>2</sup>.

A evolução dos salários dos empregados das grandes incorporadoras brasileiras é mais um dado que aponta o aquecimento que viveu o setor nos anos entre 2006 e 2008. Segundo pesquisa da Michael Page Consultoria na *Tabela 2.8*, os salários estiveram em forte alta, na comparação dos anos de 2005 e 2007.

	2005	2007	Var. %
Coordenador de novos negócios / prospecção	56,0	153,0	173,2
Gerente de incorporação	116,0	325,0	180,2
Diretor de novos negócios / incorporação	445,0	700,0	57,3
Mestre de obras	26,0	45,0	73,1
Engenheiro de obras	53,0	98,0	84,9
Coordenador / supervisor de obras	99,0	159,9	61,5
Gerente de projetos	121,0	172,0	42,1
Diretor técnico / engenharia	415,0	626,5	51,0
Gerente de vendas	196,0	420,0	114,3
Diretor comercial / vendas	375,0	705,0	88,0

**Tabela 2.8 – Remuneração anual em grandes construtoras e incorporadoras**

Em R\$ milhares, referente a remuneração anual + bônus. Valores deflacionados. Consulta às 15 maiores construtoras / incorporadoras em faturamento.

Fontes: Michael Page Consultoria e Valor Setorial. Elaboração Própria.

Ao que se vê, portanto, independentemente dos efeitos positivos que o cenário de crescimento e estabilidade macroeconômica observados entre os anos de 2006 e 2008 trouxe ao mercado de capitais brasileiro e, por conseguinte, às alternativas de *funding* das empresas dos diversos setores da economia, incluindo as participantes do mercado imobiliário, esse cenário pró-cíclico também teve impactos positivos na demanda e oferta de edificações em todo o país. Acima foi mostrado que o aumento do déficit habitacional brasileiro em conjunto com um aumento nas operações de crédito habitacional ampliou a demanda por edificações. Ademais, o número de lançamentos

<sup>1</sup> Índice de Preços ao Consumidor Amplo, divulgado pelo IBGE, que é o índice inflacionário oficial do Governo, utilizado, inclusive, para a definição das metas de inflação.

<sup>2</sup> A maior inflação medida pelo INCC pode ser associada a uma pressão na demanda de insumos para a subatividade de *edificações* na construção civil, porque sua amostra é essencialmente de preços de insumos para essa atividade. O consumo das empresas de construção pesada não faz parte da amostra deste índice e, portanto, os efeitos de pressão de sua demanda não são notáveis na evolução deste índice.

imobiliários na cidade de São Paulo retornou aos picos de 1996 e 1997, exemplificando um movimento mais intenso alastrado em todo o país.

Este cenário de demanda aquecida tem, indubitavelmente, um impacto sobre os empresários do setor de edificações. Neste período a busca por recursos financeiros próprios e de terceiros objetivando a expansão das operações se intensificam diante das perspectivas de expansão da indústria como um todo. Em suma, a aquecida demanda por imóveis resulta no aquecimento da demanda por recursos financeiros associados a este setor.

No *Capítulo 3* será feita uma análise deste movimento, à luz do fato de que a crescente demanda por recursos financeiros transcende o empresariado de edificações imobiliárias e cria diversas oportunidades de investimento para agentes emprestadores – sejam estes bancos ou investidores institucionais. Esse movimento consiste, portanto, a base sobre a qual diversas inovações financeiras ganham relevância, bem como a emissão de ações e de dívidas “diretas” se tornam alternativas pertinentes a um novo padrão de gestão de capital e dívida nas empresas do setor.

### 3. GESTÃO DE CAPITAL NAS FIRMAS DE EDIFICAÇÕES IMOBILIÁRIAS

A evolução do mercado de capitais brasileiro, como analisada no *Capítulo 1* desta monografia, está associada a uma série de mudanças endógenas à economia brasileira em termos legislativos e técnicos que remontam à adoção da nova Lei das S/A's de 2001<sup>1</sup>. Entretanto, também foi condição adicional ao seu desenvolvimento a disponibilidade internacional de capitais caracterizada pelo ciclo econômico otimista prévio à crise das hipotecas norte-americanas de 2008.

Estes dois movimentos podem ser caracterizados por: i) a evolução das condições internas de regulação e implementação de instrumentos financeiros mais avançados; e ii) o movimento internacional de dominação do sistema econômico pelas finanças<sup>2</sup>.

Enquanto o primeiro data a um período posterior ao ano de 2002, o segundo evolui desde a superação da crise de estagflação mundial, no final da década de 1970<sup>3</sup>. Este último, denominado por *financeirização* pode ser caracterizado como “(...) o aumento do papel dos motivos financeiros, mercados financeiros, atores financeiros e instituições financeiras nas operações das economias nacionais e internacionais”<sup>4</sup>.

A principal característica desta nova ordem é a crescente adoção de *inovações financeiras* que fornecem aos demandantes de recursos formas diretas de transações com os agentes investidores, sem a tradicional intermediação das firmas bancárias. O nascimento deste movimento se deu na década de 1960, com os mercados de eurodólares e o nascimento de instituições financeiras supranacionais. Seu acirramento, internacionalmente, se deu na década de 1980, quando os fundos mútuos e de pensão norte-americanos se tornaram extremamente populares, fazendo nascer a figura dos

---

<sup>1</sup> Lei Nº 10.303/01.

<sup>2</sup> GUTTMANN (1998).

<sup>3</sup> O *capítulo 1* desta monografia traz um breve histórico das evoluções e entraves enfrentados pelo mercado de capitais brasileiro, nos termos de seu desenvolvimento, que o mantiveram à margem deste movimento internacional de financeirização. Isso ocorreu até a década de 2000, quando, principalmente após 2006, o mercado de capitais brasileiro apresentou um crescimento ímpar no volume de suas transações, caracterizando uma nova fase de seu desenvolvimento.

<sup>4</sup> EPSTEIN, G. (2005) *Financialization and the world economy*. Northampton, MA: Edgar Elgar, 2005, p. 3 *apud* GUTTMANN (1998).

investidores institucionais e quando foi promovida uma mudança nas atividades centrais dos bancos e conglomerados financeiros, que passaram a crescentemente focar na lucrativa atividade de securitização (GUTTMANN, 2008).

Ainda segundo GUTTMANN (2008), ocorreu neste “*sistema dominado pelas finanças (...) uma virada histórica da forma preferencial de crédito: de empréstimos (bancários) para valores mobiliários*”. Essa virada se caracterizou pela mudança estrutural no papel dos agentes econômicos, bem como pela aparição de novos atores. Concomitantemente e analogamente a ela, os depósitos bancários foram suplantados pelos fundos de investimento como principal forma de poupança. Ademais, os bancos de investimento e suas atividades de corretagem, revenda e subscrição de valores mobiliários, ganharam importância na cena econômica e os bancos comerciais reagiram dominando os negócios com fundos.

O caracterizado movimento de financeirização caracteriza-se, portanto, através das inovações financeiras, por prover às firmas que demandam recursos uma série de alternativas ao financiamento bancário. A tomada de recursos através destas formas alternativas, todavia, não necessariamente se configura como formas *substitutivas* ao crédito bancário, tampouco a outros instrumentos frutos de inovação.

A defesa desta hipótese passa pela caracterização dos diferentes objetivos que levam uma empresa a levantar recursos financeiros – sejam eles próprios ou de terceiros.

DAVIDSON (1986) e ASIMAKOPOLOS (1986)<sup>1</sup> dividem os recursos em i) financiamento de curto-prazo de projetos em andamento; e ii) *funding* de longo-prazo de projetos finalizados. Segundo estes autores, o sistema bancário deve focar no financiamento de curto-prazo, ou seja, na criação de recursos financeiros sempre que os agentes empreendedores desejarem aumentar os fluxos de investimento real. Por outro lado, será de predominância dos mercados financeiros o *funding* de longo-prazo para novos investimentos.

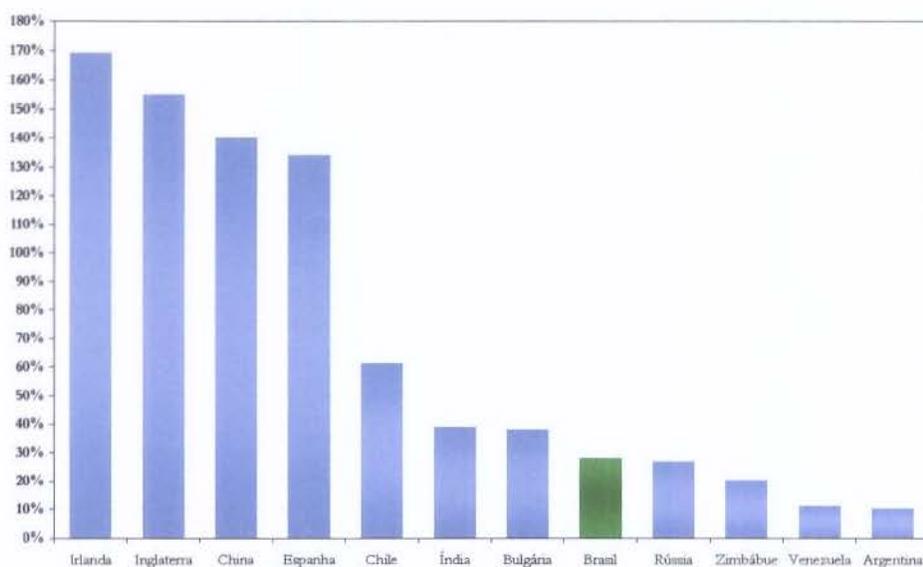
Aliando esta teoria à realidade brasileira, com um enfoque especial ao período entre 2006 e 2008, notamos que houve uma expansão do crédito bancário ao setor privado (inclusive o imobiliário) concomitante à maior utilização de instrumentos de

---

<sup>1</sup> ASIMAKOPOLOS, A. *Finance, Liquidity, Saving, And Investment*”. *Journal of Post Keynesian Economics*, Fall 1986, 9 (1), pp. 79-90. *apud* DAVIDSON (1986).

dívida direta e capitalização através de emissões primárias de ações (IPO), o que reforça a tese de que estes grupos de alternativas de financiamento não são excludentes entre si, mas se conjugam em rearranjos permanentes nos padrões dominantes de gestão de capital e dívida por parte das empresas tomadoras de recursos.

No Brasil, os volumes de crédito do sistema bancário em relação ao PIB se mostram a níveis historicamente baixos, principalmente na comparação internacional (*Figura 3.1*). MATIAS (2007)<sup>1</sup> aponta como principais razões: i) que em alguns momentos existe a impressão de que seu aumento traria uma inflação de demanda; e ii) que em outros momentos o nível de demanda interna da economia precisaria ser mantido em níveis baixos para gerar excedentes de exportação e retrain importações com o fim de saldar compromissos internacionais.



**Figura 3.1 – Razão Crédito / PIB em países selecionados**

Fonte: IMF Global Financial Report 2005. Elaboração MATIAS (2007).

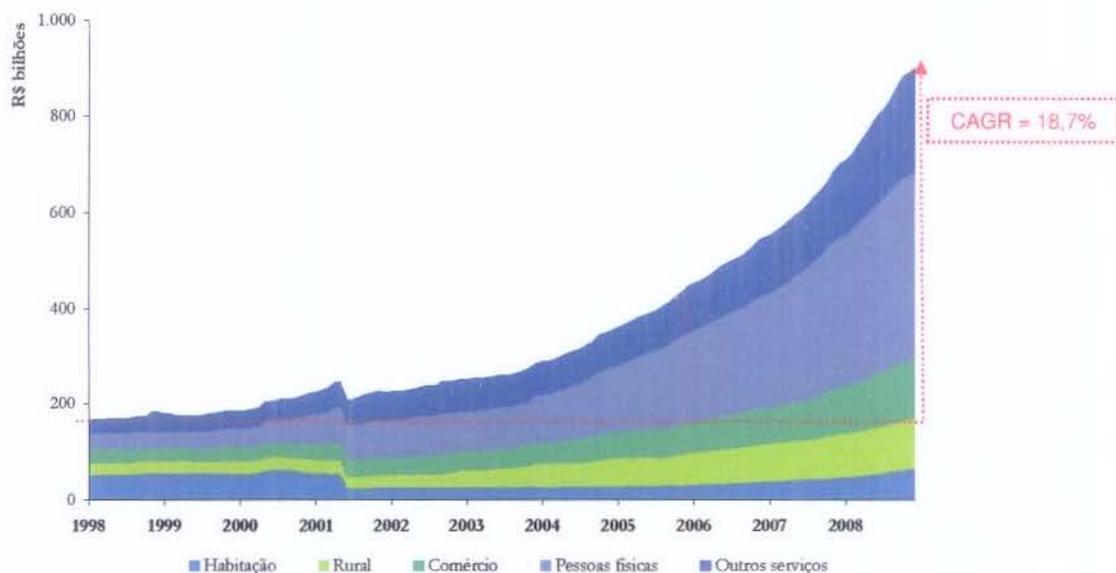
A efetivação dessa característica se dá em um sistema bancário de instituições financeiras que não apresentam escala e operam com spreads elevados (os mais altos do mundo). Como consequência dos altos juros para os tomadores há, do ponto de vista

<sup>1</sup> in ROCCA, 2007: pp. 33-60.

dos agentes privados não-financeiros, uma perpetuação de negócios orientados para ganhos financeiros em detrimento de ganhos operacionais<sup>1</sup>.

Entretanto, a partir do ano de 2002, é notável a expansão do crédito bancário ao setor privado no Brasil em meio a um cenário econômico mais estável e próspero (Figura 3.2). O CAGR<sup>2</sup> do saldo total das operações de crédito do sistema financeiro foi de 18,7% nos onze anos entre 1998 e 2008, com destaque para o crédito para pessoa física (CAGR de 27,6%).

O volume do crédito concedido para fins de habitação saltou de R\$ 50,4 bilhões em 1998 para R\$ 63,3 bilhões em 2008. Porém, essa categoria se mostrou a mais sensível à desaceleração econômica às vésperas da eleição de 2002, apresentando retração anualizada (CAGR) de 20,3% entre janeiro de 1998 e junho de 2001, e aquela com menor crescimento anualizado nos onze anos da amostra, com um CAGR de apenas 2,3%.



**Figura 3.2 – Operações de crédito ao setor privado (1998-2008)**

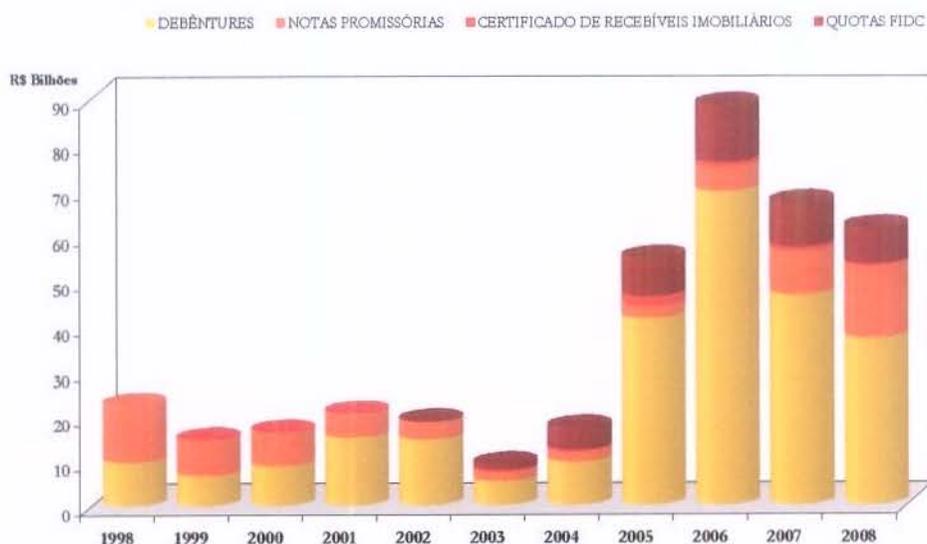
Fonte: Banco Central do Brasil / Boletim Moeda. Elaboração própria.

<sup>1</sup> Matias, 2007, *op. cit.*

<sup>2</sup> *Compound annual growth rate (CAGR)* é uma medida de média geométrica em uma base anualizada. Mais informações disponíveis em <http://www.investopedia.com/terms/c/cagr.asp>.

A análise do mesmo período referente aos principais instrumentos de dívida direta, como debêntures, notas promissórias, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) mostra um crescimento equivalente ao do mercado de crédito bancário ao setor privado.

O montante de dívidas lançadas ao mercado através destes instrumentos (*Figura 3.3*) cresceu a uma taxa anualizada (CAGR) de 18,6% entre os anos de 1998 e 2006; e de 12,9% entre 1998 e 2007. Nos mesmos períodos o crescimento do crédito ao setor privado cresceu 15,0% e 16,4%, respectivamente.



**Figura 3.3 – Evolução de instrumentos de dívida (renda fixa)**

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários. Elaboração própria.

(\*) Dados de 2008 contabilizados até 11/09/2008.

Dentre estes instrumentos, as debêntures e as notas promissórias se configuram como aqueles com maior tradição no mercado brasileiro, sendo utilizados há pelo menos duas décadas. Os primeiros são regulados pela Lei n.º 6.404/1976 (Lei das Sociedades Anônimas), enquanto os segundos pelo Decreto n.º 57.663/1966.

Já os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) são instrumentos derivados de inovações financeiras mais recentes, sendo legislados pela Instrução CVM 356 de 17/02/2001 e a Lei n.º 9.514/1997, respectivamente.

Do ponto de vista da análise da mudança *no padrão* de captação de recursos financeiros por parte das firmas de edificações imobiliárias, estes instrumentos

derivados de inovações financeiras mais recentes têm maior relevância comparada a debêntures e notas promissórias, visto que estes últimos são negociados na economia brasileira há muitos anos e constituem uma forma relevante de financiamento desde a década de 1980<sup>1</sup>.

A partir deste ponto, então, será feita uma análise das aplicações destes novos instrumentos mais relevantes às firmas de edificações e seus impactos na gestão de capital e dívida destas firmas. Além dos supracitados FIDC e CRI, trataremos também dos inovadores Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e dos Fundos de Investimento em Participações (FIP).

A crescente utilização destes instrumentos indubitavelmente segue a tendência apontada por MATIAS (2007) de crescente perpetuação de negócios orientados para ganhos financeiros em detrimento de ganhos operacionais das firmas não-financeiras e constituíram um movimento de ampliação do leque de alternativas de *funding* e gestão de capital destas firmas.

Não obstante, tomará parte também a análise do movimento inédito destas firmas recorrerem ao mercado acionário brasileiro para o *funding* de suas operações nos anos de 2006 e 2007. Nestes dois anos, o setor foi o grande destaque em termos de captação, tomando R\$ 10,67 bilhões, ou 30% do volume total captado em IPO da Bovespa.

Antes de seguir à análise destes cinco instrumentos, porém, é mister diferenciá-los em dois grupos de instrumentos: os de *renda fixa* e os de *renda variável*. A classificação dos ativos disponíveis no mercado de capitais em renda fixa e renda variável diz respeito à forma de remuneração do título. Os títulos de renda fixa têm um prazo de vencimento pré-estabelecido e seu rendimento é conhecido no momento inicial da operação. Os títulos de renda variável, ou as ações, por sua vez, não têm prazo de vencimento e a sua remuneração é indeterminável no momento inicial da operação.

As ações representam a “menor fração” do capital social de uma empresa, ou seja, a unidade do capital nas sociedades anônimas. Seus detentores, portanto, não são *credores* da empresa que as lançaram, mas sim *sócios*. Os títulos de renda fixa, por

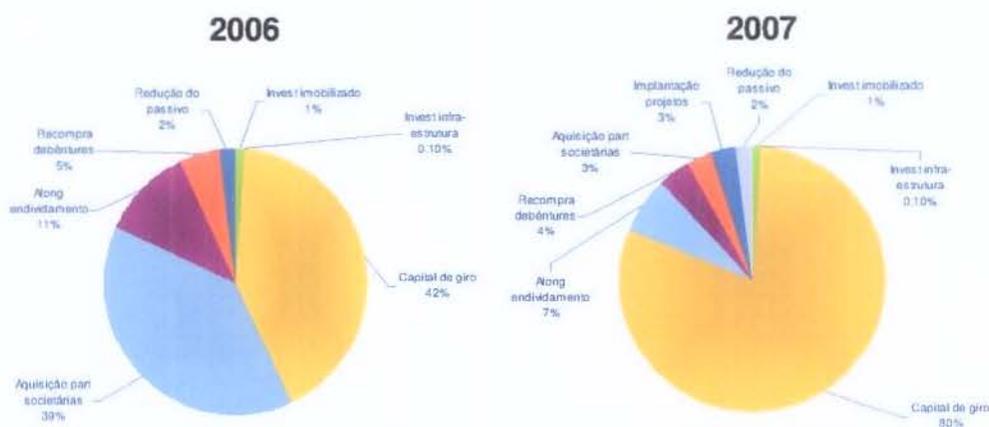
---

<sup>1</sup> A relevância das debêntures como alternativa de financiamento se iniciou na década de 1980, quando os fundos de pensão foram seus maiores tomadores, incentivados por retornos interessantes e por serem conversíveis em ações. Porém, a utilização deste instrumento teve um ritmo de estagnação até 1987, pelo menos, quando alterações na tributação destes títulos incentivou o aumento de sua relevância no mercado brasileiro.

outro lado, representam uma *obrigação* da firma lançadora dos papéis para com os agentes detentores dos títulos, portanto, estes agentes se caracterizam como *credores* da empresa e não *sócios*.

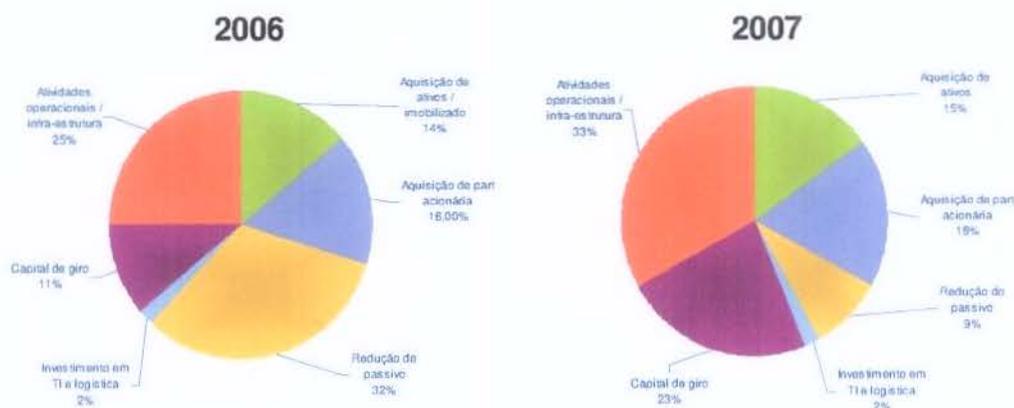
Essa primeira distinção tem relevância acentuada na estratégia de financiamento das empresas não-financeiras à medida que, pelas características descritas, a emissão de títulos de renda fixa aumenta o endividamento da empresa, analogamente às operações de crédito tomadas junto ao sistema financeiro. As ações, por sua vez, têm um efeito inverso, visto que a emissão primária de ações (IPO) representa uma ampliação do capital social da empresa emissora, que, *ceteris paribus*, reduz seu endividamento.

Outra distinção relevante é acerca dos destinos dos recursos destas duas formas de captação. RESENDE e MACEDO (2007)<sup>1</sup> levantaram as informações de prospectos de lançamentos de títulos de renda fixa de longo prazo (Figura 3.4) e emissão primária de ações (IPO) nos anos de 2006 e 2007.



**Figura 3.4 – Destino dos recursos de captação via títulos de renda fixa**  
 Fonte: RESENDE e MACEDO (2007) in ROCCA (2008).

<sup>1</sup> in Rocca, 2008: pp. 137-162.



**Figura 3.5 – Destino dos recursos de captação via IPO**

Fonte e elaboração: Resende & Macedo in Rocca (2008).

Segundo RESENDE e MACEDO (2007)<sup>1</sup>:

*Importante fonte de financiamento, o mercado de capitais tem sido alternativa de funding para as empresas no crescimento por meio de aquisições. Tanto nas ofertas de renda fixa quanto nas recentes IPO (Initial Public Offerings), parte das captações foi declarada pelas empresas nos prospectos da oferta como destinadas às aquisições (...).*

Todavia é importante ressaltar a grande participação do capital de giro como destino das emissões de renda fixa, de 42% em 2006 e 80% em 2007. Diferentemente dos demais destinos que aparecem nas amostras, este se associa a uma necessidade de curto prazo das firmas e, portanto, segundo a teoria apresentada por DAVIDSON (1986) e ASIMAKOPULOS (1986), seriam destinos dominados pelo financiamento através do sistema financeiro.

A esse respeito o que pode se afirmar é que pontualmente, sim, os títulos de renda fixa podem substituir o sistema financeiro no atendimento das necessidades de financiamento de curto prazo das empresas. Porém, como esses títulos são predominantemente títulos de prazos mais longos, esse movimento parece ter sido uma

<sup>1</sup> *Op. cit.*

exceção e não a regra, pois o predomínio de uma estratégia de lançamento de títulos de longo prazo para o financiamento de necessidades de curto prazo provocaria descasamentos de fluxos de caixa prejudiciais à correta operação da empresa.

Entretanto, diante de períodos caracterizados por alta liquidez nos mercados, que, segundo o *Capítulo 1* desta monografia, foi o caso entre 2006 e parte de 2008, estratégias aparentemente contraditórias à teoria de DAVIDSON (1986) e ASIMAKOPULOS (1986) podem ocorrer.

Diante das caracterizações supracitadas de instrumentos de renda fixa e renda variável e de financiamento de curto prazo e *funding* de longo prazo, parte-se agora para a caracterização dos novos instrumentos que alteraram o *modus operandi* das áreas financeiras das principais empresas de edificações imobiliárias nos anos entre 2006 e 2008, principalmente. Nos capítulos que seguem, caracterizaremos os FIDC (3.1), os CRI (3.2), os FIP (3.3) e os FII (3.4). Por fim, será caracterizado o intenso movimento de abertura de capital através de IPO de empresas do setor entre os anos de 2006 e 2007 (3.5).

## 3.1. FIDC: FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS

### 3.1.1. CONCEITUAÇÃO

Dentre os fundos de investimento que caracterizaremos neste trabalho, certamente o FIDC é o que tem maior relevância na indústria de fundos brasileira, sendo responsável por 3,62% do patrimônio total investido<sup>1</sup>.

As legislações que criaram e regulamentam esse instrumento são as Resoluções do BACEN 2907 (29/11/2001) e 2922 (17/01/2002); e as Instruções da CVM 356 (17/02/2001) e 396 (22/07/2003).

O FIDC é caracterizado por se destinar à aplicação preponderante de seu patrimônio (acima de 50%) em direitos creditórios e em títulos representativos desses direitos, originários de operações nos segmentos financeiro, comercial, industrial, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços.

O propósito de sua utilização passa pela possibilidade de operações de crédito serem cedidas aos cotistas do FIDC, transferindo consigo o risco de crédito associado à operação. O investidor (cotista) toma esse risco buscando uma remuneração a taxas comparativamente interessantes às praticadas no mercado em outros títulos públicos e privados. O agente financiador, que cede os direitos creditórios, por sua vez, busca uma melhor adequação de seu portfólio em relação à exposição a riscos e/ou uma melhor adequação de seus fluxos de caixa.

A estruturação de uma operação com FIDC passa pela empresa que demanda crédito constituir um fundo para angariar recursos no mercado. Sua constituição não passa pela constituição de uma SPE<sup>2</sup> e, portanto, tem custos tributários e administrativos inferiores aos FII<sup>3</sup> e CRI<sup>4</sup>, por exemplo.

---

<sup>1</sup> Fonte: Associação Nacional dos Bancos de Investimento, 30-set-2008.

<sup>2</sup> SPE – Sociedade de Propósito Específico. No caso dos FIDC, a não-necessidade de constituir uma SPE garante a empresa emissora dos recebíveis uma vantagem do ponto de vista de custos tributários e administrativos.

<sup>3</sup> Capítulo 3.4

<sup>4</sup> Capítulo 3.2

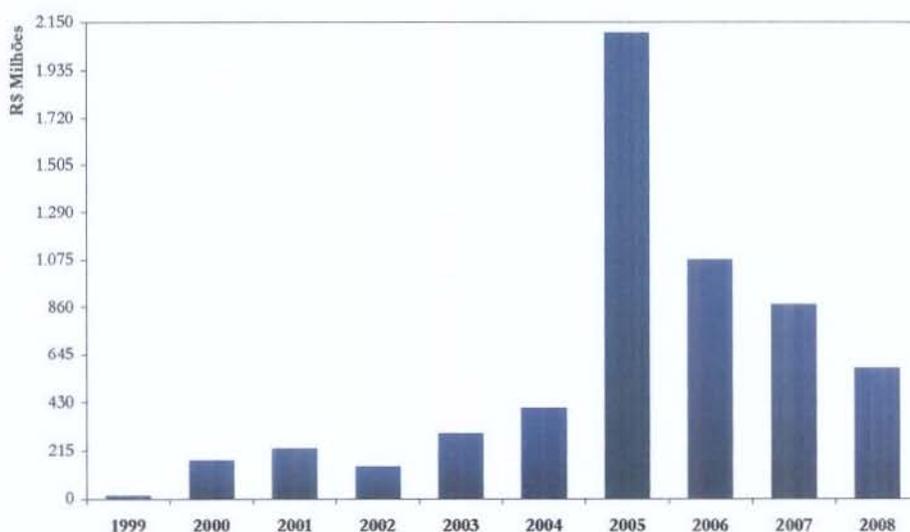


O valor ao qual são adquiridos estes direitos creditórios pelo fundo depende de *ratings* de risco de crédito elaborados por agências classificadoras.

Resumidamente, a estruturação de operações através de FIDC funciona de maneira semelhante à dos CRI (*Capítulo 3.2*). No caso das firmas de empreendimentos imobiliários ela aparece como uma alternativa para repassar ao mercado carteiras de recebíveis, trazendo alívio ao balanço de ativos recebíveis das empresas.

Diferentemente do CRI, no entanto, o FIDC não é de uso exclusivo de recebíveis imobiliários e, portanto, sua utilização está associada a diversos setores da economia. Além disso, dentro de um mesmo fundo não é necessário que todos os recebíveis sejam provenientes do mesmo setor econômico. Estas características são as principais razões as quais o FIDC é, dos instrumentos analisados nesta monografia, o mais expressivo em volume de transações. De forma geral, os FIDC atuam na compra de direitos creditórios dos seguintes segmentos: financiamento de veículos; recuperação de capital; empréstimos em folha; créditos consignados; créditos industriais; imobiliários; entre outros.

### 3.1.2. EVOLUÇÃO RECENTE NO MERCADO BRASILEIRO



**Figura 3.7 – Volume das emissões primárias de cotas de FIDC<sup>1</sup>**

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários. Elaboração própria.

<sup>1</sup> Dados até 11/09/2008.

Os FIDC se mostram como uma ferramenta interessante de captação de recursos a taxas atraentes no mercado, para as firmas que os lançam. Ademais, do ponto de vista dos investidores, os FIDC ganharam espaço como alternativa de investimento com remunerações interessantes. O resultado é uma expansão dos volumes captados, sobretudo a partir do ano de 2005, demonstrada pela *Figura 3.7*.

A média de emissões da amostra para o período entre 2005 e 2008<sup>1</sup> supera a média de 1999 a 2004 em mais de quatro vezes, evidenciando um forte crescimento desta alternativa de operação financeira.

A evolução destes volumes se apresenta para as operações nos diversos setores onde a securitização de recebíveis através de FIDC ocorre, como nas operações financeiras de crédito consignado, crédito pessoal, crédito de automóveis, entre outros. Desta forma, uma melhor definição dos montantes envolvidos exclusivamente em crédito imobiliário é metodologicamente difícil, por existirem uma série de fundos multi-setoriais além dos fundos exclusivos.

Todavia é notável a maior utilização dos FIDC por instituições financeiras e não-financeiras que atuam exclusivamente no mercado de crédito, isto é, bancos, seguradoras, financeiras, empresas de leasing, etc. Ainda assim, existem os FIDC mono-setoriais destinados a operar créditos de perfil imobiliário, o que credencia os FIDC como uma das alternativas derivadas de inovações financeiras no mercado de capitais brasileiro para a gestão de capital e dívidas das empresas do setor de edificações imobiliárias.

### **3.1.3. EXEMPLO PRÁTICO: SECURITIZAÇÃO DE CARTEIRA DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO DO “GAFISA FIDC – CRÉDITO IMOBILIÁRIO”**

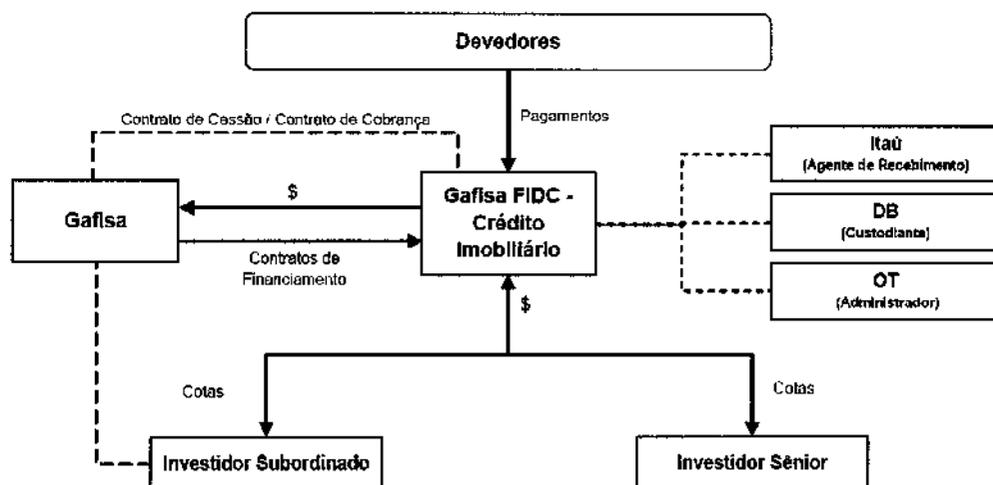
A Gafisa S.A.<sup>2</sup> constituiu uma operação de securitização de uma carteira pré-selecionada de créditos imobiliários residenciais e comerciais originários da construtora por ela e suas subsidiárias no ano de 2009. A securitização ocorreu mediante a

---

<sup>1</sup> Dados até 11/09/2008.

<sup>2</sup> A Gafisa é a maior construtora de capital aberto do país, em faturamento, segundo ranking da CBIC (*Tabela 2.5*).

transferência destes direitos creditórios para o fundo “Gafisa FIDC – Crédito Imobiliário”, seguida da emissão de cotas para o mercado.



**Figura 3.8 – Diagrama da estrutura do Gafisa FIDC Crédito Imobiliário**  
 Fonte: documentos da transação. Elaboração: FITCH RATINGS (2009).

A emissão total de cotas foi no montante de R\$ 100,2 milhões; dos quais R\$ 79,2 em cotas seniores da série 2009-1 e R\$ 21,0 milhões em cotas subordinadas. O FIDC foi estruturado como condomínio fechado e com prazo indeterminado, podendo fazer novas emissões de cotas mediante aprovação em Assembléia de cotistas.

Os investidores deste FIDC que subscreverem à emissão de cotas serão remunerados a uma taxa anual de 11% ao ano, mais correção monetária do IGP-M, em base mensal, pelo prazo mínimo de 139 meses.

Além da construtora Gafisa S.A., participaram da constituição do fundo a Oliveira Trust DTVM S.A. (OT), como entidade administradora do fundo; o Banco Deutsche Bank – Banco Alemão S.A. (DB), como custodiante do fundo; e o Banco Itaú S.A., como agente de recebimento. O *rating* da carteira de crédito foi classificado pela Fitch Ratings do Brasil Ltda.

O resultado da operação é que a construtora Gafisa S.A. pôde transferir créditos a receber de empreendimentos imobiliários executados por ela e suas subsidiárias ao FIDC, gerando uma captação imediata de R\$ 100,2 milhões. Os investidores que adquiriram as cotas do FIDC fizeram um investimento a uma taxa pré-fixada de 11% a.a. pelo prazo de 139 meses e o retorno destes investimentos ocorrerá mediante o pagamento das parcelas dos financiamentos securitizados.

O fundo, que é uma pessoa jurídica independente de sua administradora e da própria Gafisa, terá a construtora como contratada para a execução das atividades de cobrança. Esse ponto é característico deste tipo de estrutura, uma vez que o financiamento, *a priori*, foi concedido pela Gafisa aos seus consumidores. Estruturando desta forma, não há alterações do ponto de vista dos consumidores devedores. Todavia, os agentes que estão com o risco de crédito da operação e, portanto, incorrem no ônus de *default* são os investidores cotistas do FIDC.

### 3.1.4. CONCLUSÃO

A evolução dos FIDC como instrumentos de securitização de carteiras de crédito de firmas financeiras e não-financeiras é um movimento intensificado no Brasil a partir do ano de 2005. Sua utilização entre as firmas de empreendimentos imobiliários é relativamente pequena na comparação a outros setores, mais notadamente aos setores de crédito financeiro – financeiras e empresas de leasing. Até junho de 2009, os FIDC mono-setoriais focados em crédito imobiliário eram apenas três em um universo de 250 fundos<sup>1</sup>.

Todavia sua relevância para o setor não pode ser ignorada, uma vez que possui *expertise* em sua utilização empresas como a Gafisa, líder do setor de edificações imobiliárias em faturamento e maior empresa de construção civil com ações negociadas na BM&FBovespa.

Assim como os demais instrumentos tratados nesta monografia, sua estruturação é bastante complexa e requer a formação de um *expertise* bastante específico nas firmas de construção.

Seguindo, portanto, uma tendência crescente de financeirização voltada ao mercado de capitais das operações das empresas não-financeiras (MATIAS, 2007) a emissão de FIDC se mostra, certamente, como mais uma das alternativas. O desejado resultado de “alívio” no balanço de ativos recebíveis a longo prazo permite que as incorporadoras alavanquem suas operações através desta distribuição de carteiras de créditos aos investidores do mercado de capitais.

---

<sup>1</sup> Fonte: Comissão de Valores Mobiliários. Referência: 21/06/2009. Incluem Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC, Fundos de Investimento em Cotas de FIDC – FICFIDC e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados – FIDCNP.

## 3.2. CRI: CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

### 3.2.1. CONCEITUAÇÃO

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) são instrumentos associados à securitização de recebíveis. Segundo VENDROSSI (2002), a securitização pode ser resumida como o processo de emissão de títulos mobiliários com vínculo em um determinado ativo; o ativo passível de securitização. O objetivo desse processo é a conversão desse título, geralmente pouco líquido, em títulos mobiliários líquidos, que possam ser negociados no mercado. Com isso, o agente responsável pela securitização é capaz de distribuir o risco associado a este ativo a um grupo de investidores, em vez de tomá-lo sozinho.

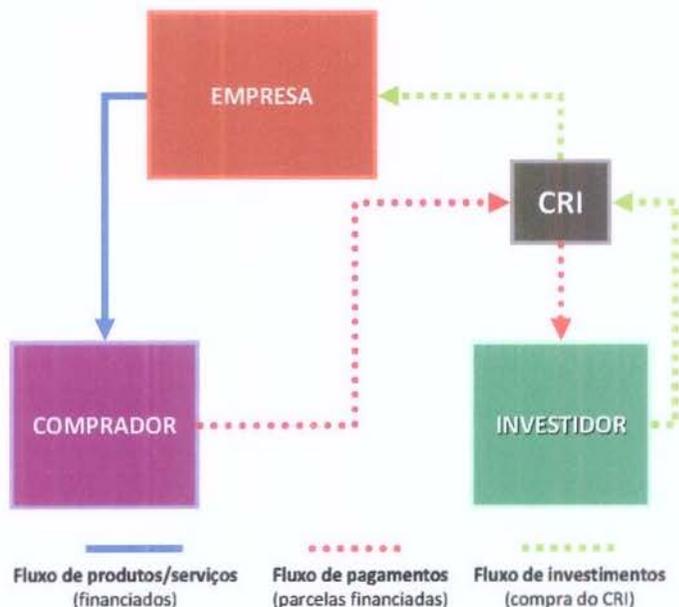
Uma das formas mais difundidas internacionalmente de securitização é a de títulos lastreados em recebíveis, que são créditos a receber provenientes de operações de financiamento ou venda de produtos e/ou serviços a prazo. KOTHARI (1999) cita como exemplos de atividades que possam gerar recebíveis a venda de imóveis, a venda de veículos, o aluguel de veículos, as operações de cartão de crédito, de companhias de eletricidade, de companhias de aviação e até de seguradoras.

De forma geral, a securitização de recebíveis objetiva a identificação do fluxo de caixa futuro destes ativos e consolidação destes fluxos em pacotes líquidos negociáveis no mercado. Nesse processo, portanto, os investidores investem não na empresa que consolida os ativos recebíveis, mas nos devedores destes recebíveis.

A securitização de recebíveis imobiliários consiste, portanto, na emissão de instrumentos de securitização que espelhem o portfólio de créditos provenientes de transações imobiliárias. A transação destes instrumentos no mercado extrai do balanço da *empresa* estes ativos e, em contrapartida, gera uma entrada de recursos financeiros vindos dos *investidores*.

Uma vez estabelecida, portanto, a securitização de recebíveis imobiliários faz com que o fluxo de pagamentos a prazo do financiamento, produto e/ou serviço se direcione do *comprador* para o *investidor*; e o fluxo de investimentos se direcione do *investidor* para a *empresa*, se caracterizando como um adiantamento aos fluxos de caixa

futuros dos recebíveis. A valoração deste instrumento, portanto, será feita em função da capacidade de pagamento do *comprador* e não da *empresa*.



**Figura 3.9 – Esquema resumido de funcionamento de um CRI**  
Elaboração própria.

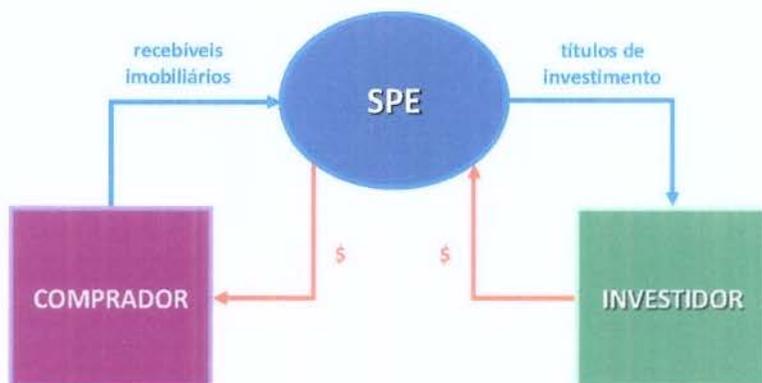
Nos termos da legislação brasileira<sup>1</sup>, e do ponto de vista de uma *empresa* que venha a promover a securitização de recebíveis com o fim de adiantamento de fluxos de caixa, o funcionamento prático de uma operação de emissão e negociação de CRI passa pelos seguintes passos:

1. Montagem de um portfólio de recebíveis imobiliários, através, por exemplo, da venda financiada de um imóvel;
2. Análise e conjunção de recebíveis de acordo com critérios como tipo de imóvel, valor máximo de cada crédito, relação dívida / valor do imóvel (LTV) e capacidade de pagamento dos adquirentes (VENDROSSI, 2002) buscando a padronização *com vistas à garantia da credibilidade do produto e agilidade das operações* (ANDRADE, 1994 *apud* VENDROSSI, 2002);

<sup>1</sup> Regulamentam os CRI no Brasil a Lei n.º 9.514/97 e a Instrução CVM n.º 414/04.

3. É constituída uma Sociedade de Propósito Específico (SPE)<sup>1</sup> que emitirá o CRI, espelhando os fluxos de pagamento do portfólio de recebíveis;
4. Um banco distribuidor ou uma DTVM<sup>2</sup> faz a distribuição destes CRI aos investidores do mercado de capitais.

A partir da constituição do CRI até a sua maturação será de responsabilidade da SPE intermediar os fluxos financeiros entre *compradores* e *investidores*, conforme a *Figura 3.10*.



**Figura 3.10 – Início do processo básico de securitização de recebíveis imobiliários**

Elaboração: VENDROSSI (2002)

Os participantes mais comumente relacionados à securitização de recebíveis imobiliários no mercado brasileiro são exemplificados na *Tabela 3.1* abaixo.

**Tabela 3.1 – Exemplos de participantes da securitização de recebíveis imobiliários**

COMPRADOR	Compradores de imóveis
EMPRESA	Empresa empreendedora imobiliária
SPE	Companhia securitizadora
COLOCADOR DOS TÍTULOS	Banco distribuidor ou DTVM
AGENTE FIDUCIÁRIO	Instituição financeira ou companhia autorizada pelo Banco Central
GESTOR	Empresa de gestão de créditos

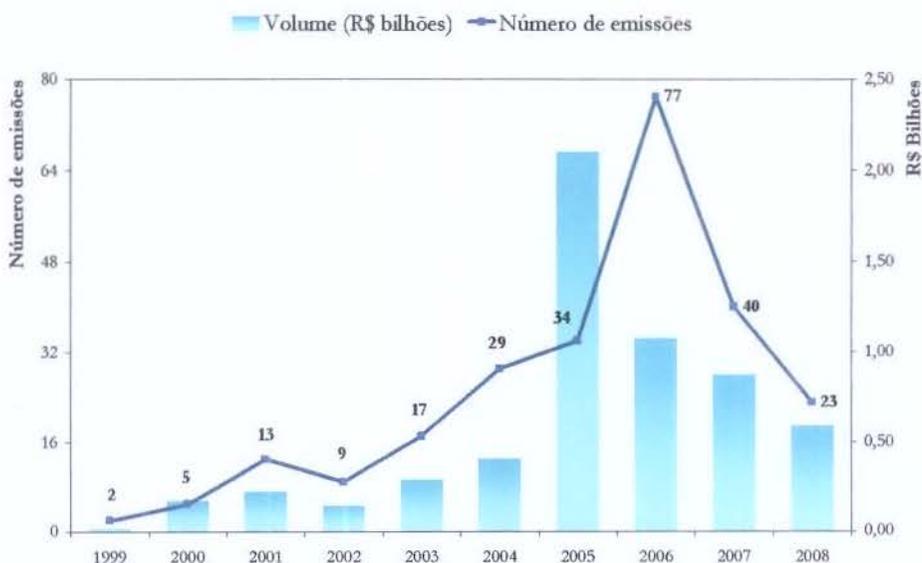
<sup>1</sup> A fim de evitar conflitos de interesses que possam prejudicar a qualidade dos títulos securitizados, a Lei n.º 9.514/97 roga que os ativos a serem securitizados devem ser separados da pessoa jurídica da empresa lançadora, através da criação de uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) exclusiva para suportar a operação de securitização.

<sup>2</sup> DTVM – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários. Empresas autorizadas pelo Banco Central do Brasil a atuarem como intermediadoras no mercado secundário de valores mobiliários.

### 3.2.2. EVOLUÇÃO RECENTE NO MERCADO BRASILEIRO

A legislação que instituiu os CRI no mercado de capitais brasileiro foi a Lei n.º 9.514/97, que definiu as normas para a securitização de créditos imobiliários, instituindo as Companhias Securitizadoras de Recebíveis Imobiliários (SPE), os próprios certificados e seu regime fiduciário nos termos da lei. A evidente motivação para a adoção deste instrumento está diretamente relacionada ao problema social da habitação e sua relação com o crédito imobiliário<sup>1</sup>.

Acredita-se que a instituição deste instrumento venha a consistir uma alternativa de financiamento das operações de firmas de edificações imobiliárias, aumentando a disponibilidade de crédito na economia para a aquisição de habitações.



**Figura 3.11 – Número e volume de emissões de CRI (1999-2008)**

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários. Elaboração própria.  
(\* dados de 2008 até 11/09/2008).

Apesar de a legislação específica vigorar desde 1997, as primeiras securitizações de recebíveis imobiliários ocorreram somente no ano de 1999. Neste ano houve o registro de duas emissões, totalizando uma captação de R\$ 12,9 milhões. A partir de então, o número e volume das emissões registradas na CVM cresceu anualmente, a

<sup>1</sup> Sobre questões do déficit habitacional brasileiro e sua relação com o crédito habitacional, vide Capítulo 2.3 e GONÇALVES (1998).

exceção de 2002, atingindo o pico de volume em 2005 com R\$ 2,1 bilhões, representando um crescimento anualizado (CAGR) de 134%.

Nos dois anos de maior liquidez no mercado de capitais brasileiro, isto é, 2006 e 2007, houve um maior número de lançamentos de CRI comparativamente a 2005, porém com volume médio por lançamento inferior. Em relação a isso, auferir qualquer conclusão negativa quanto ao sucesso deste instrumento baseado nos menores volumes de emissões no biênio 2006/2007 é precipitação.

Indubitavelmente, ainda que seus volumes de transação estejam em níveis pouco significantes ao sistema financeiro nacional<sup>1</sup> tem-se que atenuar a importância desse instrumento como alternativa à gestão de dívidas por parte de uma série de empresas incorporadoras. Hoje, certamente, somente firmas com uma estrutura organizacional e de gestão de dívida e capital mais avançadas são capazes de utilizar este instrumento, que vem a ser um diferencial competitivo em termos industriais, devido ao seu complexo ambiente legal e elevados custos de estruturação.

### **3.2.3. EXEMPLO PRÁTICO: LOCAÇÃO “BUILT-TO-SUIT” WTORRE / CARREFOUR**

Uma das empresas que utilizam o CRI's na gestão de dívidas e capital de seus empreendimentos imobiliários é a WTorre. A WTorre S/A, com sede em São Paulo – SP tem cinco empresas que atuam em mercados específicos e ocupa a 20ª posição no ranking de faturamento elaborado pela CBIC (*Tabela 2.5*), com R\$ 345,6 milhões na amostra.

Em 18 de janeiro de 2006, a empresa WT CRJ Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários, SPE do grupo WTorre, fez o lançamento do prospecto de distribuição pública de CRI referente a um contrato de “built to suit” celebrado entre a WT CRJ (Locadora), a rede de supermercados Carrefour (Locatária) e a construtora WTorre.

---

<sup>1</sup> Comparativamente ao volume de crédito bancário ao setor privado para fins de habitação. No ano de 2007, o setor bancário destinou R\$ 36,6 bilhões a este fim e o montante de emissões de CRI totalizou R\$ 868 milhões (2,4%).

As operações usualmente denominadas no exterior de “built to suit”<sup>1</sup> não têm ainda denominação específica no Brasil. Trata-se de um negócio jurídico por meio do qual uma empresa contrata a outra, usualmente do ramo imobiliário ou de construção, para identificar um terreno e nele construir uma unidade comercial ou industrial que atenda às exigências específicas da empresa contratante, tanto no que diz respeito à localização, como no que tange às características físicas da unidade a ser construída, sendo que, uma vez construída tal unidade, será ela disponibilizada, usualmente por meio de locação, à empresa contratante, por determinado tempo ajustado entre as partes.

Do ponto de vista econômico, a diferença para a contratante em relação a contratos comuns de construção de imóveis, é que ela não precisa imobilizar vultoso capital na compra do imóvel aumentando seu ativo imobilizado, estranho às suas atividades. Quem o faz é a empresa contratada, que tem expertise em negócios imobiliários.

Outra vantagem é que a construção do imóvel se dá nos exatos termos solicitados pela contratante, inclusive seguindo projeto e especificações que atendam às suas necessidades próprias.

As especificidades de um contrato “built to suit” não podem, portanto, serem encaradas como uma mera atividade de construção ou mesmo locação. A incorporação de elementos específicos, como a construção nos moldes do contratante, demanda grande investimento por parte da contratada, que conta com a percepção de uma remuneração mínima que compense o investimento realizado. Portanto a remuneração exigida pela contratante à contratada não reflete apenas os termos de locação, mas também o retorno pelos investimentos realizados com a própria compra e construção do bem imóvel.

À celebração do contrato de “built to suit” a WT CRJ se responsabiliza por:

1. Aquisição do terreno, que por sua vez consistirá patrimônio separado da Securitizadora, vinculado exclusivamente à presente securitização e sua emissão;

---

<sup>1</sup> “Construído para servir” (tradução livre).

2. Construção, no terreno mencionado, de um imóvel em conformidade com as especificações exigidas pela Locatária, sendo que a locação ficou a cargo da WTorre;
3. Pela Locação do imóvel à Locatária pelo período de 12 anos, uma vez concluída e aceita a obra, ao valor de R\$ 8.655.107,07 anuais, totalizando R\$ 103.861.284,80 em valores presentes.

Isso posto, a situação parcial contábil do patrimônio securitizável deste fim é a de ativos recebíveis em 12 anos, a partir da execução completa da obra, e os encargos da construção como passivo. Ou seja, essa situação parcial aponta um descasamento de caixa.

Com o fim de obter os recursos necessários para a construção do empreendimento, a Securitizadora irá fazer o lançamento de CRI's que lhe proverá um fluxo de caixa imediato e, em contrapartida, repassará os recebíveis aos agentes investidores.

Nesse exemplo, a Seguradora registrou a emissão de 170 CRI's, com valor nominal unitário de R\$ 300.000,00 na data de emissão (18/01/2006), com vencimento em onze anos (10/07/2006) e remuneração *pro rata die* por dias corridos a uma taxa anual base-252 dias úteis de 11,25%. Adicionalmente, os títulos foram registrados no sistemas Bovespa Fix e Soma Fix para negociação no mercado secundário. Com essa emissão a Securitizadora obtém recursos na soma de R\$ 51.000.000,00 utilizados para a aquisição do terreno e construção do edifício nos moldes da Locatária. O pagamento do aluguel anual da Locatária se destina, durante os 11 anos de vigência do CRI e do contrato de locação, aos investidores que adquiriram os CRI's.

### **3.2.3. CONCLUSÃO**

A conceituação e o exemplo prático da utilização do CRI como uma alternativa de gestão financeira para empresas do setor de edificações imobiliárias mostrou diversos pontos positivos, dos quais se destacam:

- Existem vantagens pertinentes para os *contratantes* que não precisam atuar em negócios imobiliários, geralmente estranhos à suas atividades, tampouco fazer vultosos investimentos em capital imobilizado a fim de obter um imóvel que atenda suas necessidades;

- A empresa *contratada*, geralmente de cunho imobiliário ou de construção civil, não mantém consigo os riscos financeiros, em especial o risco de crédito, associado à atividade de financiamento ou locação (exemplo do “built to suit”) do imóvel construído para a contratante;
- Além disso, a empresa *contratada*, ao fim da vigência do negócio retoma a si a propriedade do imóvel<sup>1</sup>;
- Os *investidores* têm no CRI uma alternativa interessante de investimento em renda fixa, em um título de longo prazo, com interessantes taxas de remuneração e negociável em mercado secundário organizado.

Nota-se também que a operação da subscrição dos CRI’s, do ponto de vista do *investidor*, é bastante simples, não fugindo da operação de outros títulos e valores mobiliários. O banco (ou DTVM) responsável pela distribuição do título faz o anúncio público da emissão junto à CVM e os *investidores* respondem o anúncio comprando títulos a valores pré-estabelecidos. Ademais, os CRI’s estão sujeitos a uma tributação semelhante à de outros títulos e valores mobiliários, ou seja uma alíquota de Imposto de Renda Retido na Fonte escalonada, Imposto de Renda e estão isentos de Imposto sobre Operações Financeiras.

Entretanto, alguns fatores parecem travar o maior desenvolvimento desse instrumento no Brasil, dos quais podemos destacar:

- Baixo nível de conhecimento da estrutura de securitização pelo mercado;
- Complexo ambiente legal que regula a atividade;
- Elevados custos de estruturação.

Em relação ao baixo nível de conhecimento da estrutura pelo mercado, isso se deve ao estágio ainda embrionário deste instrumento no Brasil<sup>2</sup>, que só começou a ser utilizado em 1999. Todavia, a existência de empresas, como a WTorre, cujas atividades estão fortemente atreladas a este tipo de estrutura configura, sem dúvida, uma questão competitiva interessante na forma em que as empresas do setor de edificações executam o *funding* das suas operações.

---

<sup>1</sup> A propriedade do imóvel, enquanto estiver vigência o acordo de securitização faz parte de um patrimônio alheio à Securitizadora, de direito dos detentores dos investidores dos CRI’s.

<sup>2</sup> Instrumentos semelhantes foram introduzidos nos Estados Unidos na década de 1970.

No sentido de que não há uma forma amplamente dominante de alternativas financeiras para gestão de dívidas e capital no setor<sup>1</sup>, o CRI pode vir a ser um instrumento mais amplamente utilizado a partir do momento que for rompido o ciclo vicioso de que a baixa utilização do instrumento entre as firmas de edificações é a razão ao qual seus custos de estruturação permanecem altos, e vice-versa.

---

<sup>1</sup> Vide *Considerações Finais*.

### 3.3. FIP: FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES

#### 3.3.1. CONCEITUAÇÃO

O cenário macroeconômico otimista e o concomitante avanço no mercado de capitais brasileiro<sup>1</sup> foi o contexto também da maior atuação de um ator ainda não tratado neste trabalho: os fundos de *private equity*.

O primeiro fundo de *private equity* (FPE) brasileiro foi criado em 1975, mas sua popularização se deu somente após a estabilização econômica do Plano Real em 1994 (Figura 3.12).

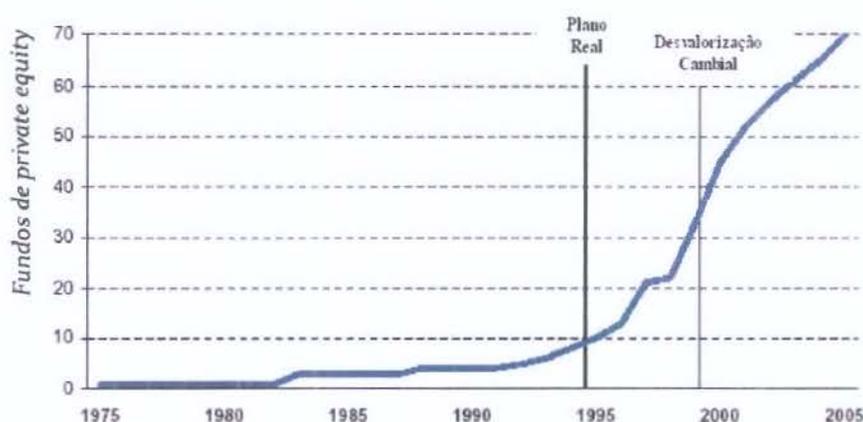


Figura 3.12 – Evolução de empresas de *private equity* operando no Brasil

Fonte: FREITAS E PASSONI (2006) *apud* CARVALHAES (2007)

A atuação dos FPE se dá em empresas que se encontram em um estágio de operação *embrionário*. Neste momento da evolução das empresas, elas estão associadas a altos riscos em função das incertezas quanto à aceitação no mercado de seus produtos e/ou serviços.

O investimento nestas empresas é chamado de *venture capital* ou capital de risco, porque neste momento os investimentos são menos líquidos em função do maior risco e do longo período esperado para que a empresa desenvolva seu potencial a ponto de retornar o lucro do capital. Em contrapartida, estes lucros, quando realizados, tendem a ocorrer em excelentes patamares.

<sup>1</sup> Sobre o cenário macroeconômico e a evolução do mercado de capitais brasileiro ver o Capítulo 1.2. O mercado de capitais entre 2006 e 2008: um momento ímpar do seu desenvolvimento.

Do ponto de vista do investidor, portanto, os *private equity* estão associados a investimentos de alto risco e potencial de retorno. Segundo CARVALHAES (2007), as alternativas no Brasil para investimentos deste cunho, ocorrem através de dois tipos de fundos: i) Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE), regulados pela Instrução CVM nº 209; e ii) os Fundos de Investimento em Participações (FIP), regulados pela Instrução CVM nº 391.

O FIP é um instrumento bastante flexível, dentro dos Fundos de Investimento regulados pela CVM e auto-regulados pela Anbid<sup>1</sup>, com seu funcionamento no que toca a patrimônio mínimo, política de investimento, chamadas de capital, amortização, prazo do fundo, etc. ser todo determinado no próprio regulamento do fundo.

Esse instrumento objetiva obter ganhos de capital através da valorização dos ativos que compõem a sua carteira e pelo rendimento obtido em suas aplicações<sup>2</sup>, investindo em ações, debêntures e outros títulos e valores mobiliários.

A diferença do FIP do setor de edificações dos demais setores ocorre, principalmente, na forma em que é realizada a revenda e o lucro da operação. Em geral, os mecanismos de saída são:

- Venda estratégica (*trade-sale*): para outros participantes do mesmo mercado da empresa investida, visando expansão vertical ou horizontal;
- Emissão primária de ações (*IPO*): que consiste na venda da empresa através de uma emissão primária de ações negociáveis em bolsa, que geralmente está associada a uma limitação de tamanho mínimo das empresas investidas, em função dos elevados custos deste tipo de operação;
- Venda secundária para outro investidor: estratégia que consiste na venda da empresa ou da totalidade do fundo para outro fundo, geralmente associada à proximidade da expiração do primeiro fundo;
- Recompra pelo investidor (*buyback*): estratégia de venda do ativo investido em que a venda é feita de volta ao acionista controlador, que em algum

---

<sup>1</sup> A regulação pela CVM é obrigatória para estes fundos, enquanto a auto-regulamentação da Anbid é uma regulamentação com peculiaridades adicionais a que a maioria dos fundos acabam se sujeitando a fim de aumentar a transparência e a imagem de qualidade do fundo junto ao mercado.

<sup>2</sup> O investimento em aplicações é marginal no caso dos FIP's, caracterizando investimento de caixa e recursos que ainda não tomaram destino de ativos foco do fundo, como ações em empresas *embrionárias* ou empreendimentos imobiliários.

momento do passado havia vendido parcela de sua participação na firma com o fim de capitalização;

- *Liquidação (write off)*: que consiste na liquidação da empresa investida, diante de perspectivas de insucesso ou necessidade de descontinuação da empresa, como no caso de uma falência.

No caso dos FIP de empreendimentos imobiliários o mecanismo de saída é a *finalização do processo de venda das unidades investidas* (empreendimentos). Em geral, estes FIP's não usam seus recursos para a aquisição de empresas<sup>1</sup>, como em outros setores, mas investem em projetos estabelecidos por empresas de empreendimentos imobiliários através de uma SPE.

O procedimento se dá através da figuração de uma pessoa jurídica do empreendimento, que será adquirida pelo FIP. A firma de empreendimento imobiliário, portanto, foca exclusivamente na realização do empreendimento; enquanto as relações econômicas de financiamento e de venda (retorno) relacionadas ao empreendimento é de responsabilidade do FIP, através da figura de seu administrador.

Os *investidores*, cotistas do FIP, têm um retorno indeterminado, ou seja, o investimento nesse tipo de instrumento caracteriza-se por renda variável. Os rendimentos do fundo estarão atrelados a: i) a evolução geral do preço das propriedades imobiliárias específicas à atuação do fundo; e ii) a qualidade da instituição gestora (e suas consultoras) em conseguir auferir lucros interessantes através dos projetos escolhidos. Além disso, os FIP são condomínios fechados e, portanto, os cotistas somente realizam seus lucros (ou perdas) quando da expiração do fundo. Essas características, conjuntamente, associam a esse tipo de investimento um elevado nível de risco, ao ponto que o retorno esperado também é alto.

Do ponto de vista da firma de edificações imobiliárias, a estratégia de formação de um FIP para a execução de um empreendimento não estabelece uma relação de crédito entre o fundo e a incorporadora. Mas, à medida que os investimentos do fundo são destinados ao empreendimento, a operação alivia as necessidades de financiamento

---

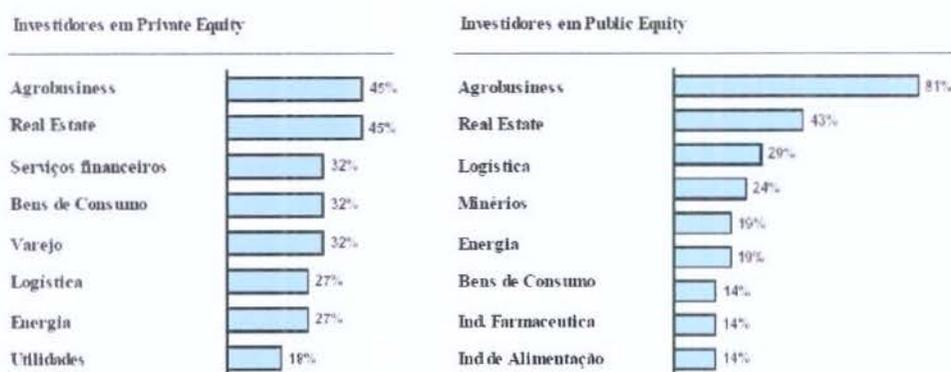
<sup>1</sup> A empresa Gafisa S.A., hoje maior empresa do ramo de edificações de capital aberto negociável na Bovespa e 8ª maior empresa de construção civil em faturamento, segundo ranking da CBIC, com R\$ 706 bilhões em 2008, é uma empresa com alta participação de *private equity*, através de empresas como GP Investimentos S.A. e Equity International, e que passou pelo processo de IPO em 2005.

da incorporadora, que auferirá seus lucros exclusivamente da atividade de construção e não de atividades financeiras ou de comercialização de imóveis.

### 3.3.1. EVOLUÇÃO RECENTE NO MERCADO BRASILEIRO

Em dezembro de 2004 uma pesquisa feita por RIBEIRO (2005)<sup>1</sup> apontou que o setor de construção civil e imóveis atraiu somente 3% dos investimentos em PE, dos quais apenas duas empresas estavam relacionadas a empreendimentos imobiliários.

No entanto, em pesquisa mais recente realizada por FREITAS E PASSONI (2006)<sup>2</sup> o *Agrobusiness* e o *Real Estate* foram identificados como setores em que se esperam a maioria das oportunidades de *private equity*, tanto para investimentos públicos quanto privados (*Figura 3.13*).



**Figura 3.13 – Expectativa de oportunidades em *private equity* por setores (% de respostas em pesquisa)**

Fonte: FREITAS E PASSONI, 2006 *apud* CARVALHAES, 2007.

Seguindo a tendência apontada por MATIAS (2007), o mercado de fundos de investimento tem ganhado espaço no Brasil como alternativa de poupança. Hoje a indústria regulada pela Anbid aponta um patrimônio líquido de R\$ 1,2 trilhões<sup>3</sup>, o equivalente a 42% do PIB<sup>4</sup>.

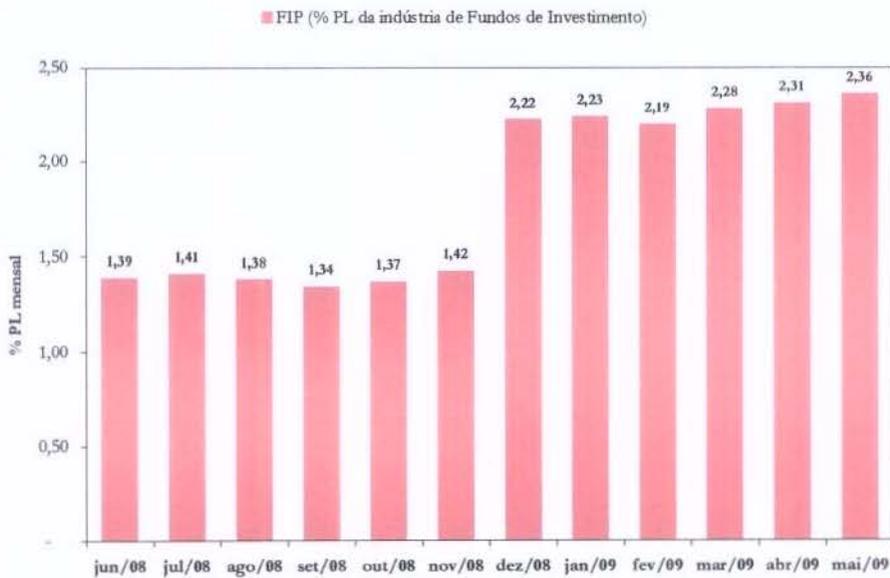
<sup>1</sup> (referência pending)

<sup>2</sup> FREITAS, R.; PASSONI, P. *Brazilian capital markets and private equity: a new reality or just a fad?*. Harvard Business School, 8 maio 2006 *apud* CARVALHAES (2007).

<sup>3</sup> Fonte: Anbid. Em 16/06/2009.

<sup>4</sup> Fonte: IBGE. Referente ao ano de 2008.

A expressividade, dentro desta indústria, dos FIP é ainda bastante reduzida, principalmente por suas características de serem fundos de alto risco e destinados exclusivamente a investidores qualificados. Os FIP, entre junho de 2008 e maio de 2009, representaram em média 1,82% do patrimônio total da indústria de fundos de investimento brasileira (Figura 3.14).



**Figura 3.14 – Evolução do PL dos FIP na indústria de FI no Brasil**

Fonte: Anbid. Elaboração própria.

Todavia os dados acima mostram um crescimento estruturado da participação dos FIP na indústria de FI, o que indica uma captação média superior ao da média dos demais tipos de fundos de investimento disponíveis no mercado.

## 3.4. FII: FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

### 3.4.1. CONCEITUAÇÃO

Diferentemente dos FIDC e dos FIP, os FII são instrumentos exclusivos do setor imobiliário. O intuito de sua formação é claramente a de favorecer o mercado imobiliário, unindo agentes de recursos limitados e investimentos de alto valor de aplicação. A regulamentação que criou esse instrumento surgiu na década de 1990, por meio da lei 8.668/93 e da Instrução nº 205/94 da CVM. Novos termos de regulamentação destes fundos foram colocados através da Instrução nº 472/08 da CVM.

O objetivo deste tipo de fundo é auferir ganhos mediante locação, arrendamento ou alienação das unidades do(s) empreendimento(s) adquirido(s) pelo fundo, sendo comuns as atuações de locações de escritórios, shopping centers e pontos comerciais em geral.

Seu funcionamento parte da distribuição de cotas, que devem ser distribuídas em sua totalidade antes do início do empreendimento. Somente depois de distribuídas todas as cotas, o fundo tem os recursos para iniciar sua atividade, seja através da construção ou da compra de um (ou mais) imóvel(is) que comporão o patrimônio do fundo<sup>1</sup>. A composição mínima do patrimônio em bens e direitos imobiliários é de 75%, podendo o restante ser aplicado em ativos de renda fixa com alta liquidez para fazer face às despesas ordinárias necessárias à manutenção do fundo. Além disso, os FII são fundos de regime *fechado*, ou seja, não é possível o resgate das cotas até a expiração do fundo; assim, o investidor que desejar desfazer o investimento em um FII antes da expiração, terá que fazê-lo através da venda de sua cota a um outro investidor<sup>2</sup>.

Do ponto de vista do *investidor* essa é uma alternativa interessante de investimento em imóveis, pois há a atenuação de um dos riscos envolvidos nesse tipo de investimento. Basicamente, os riscos de investimento em imóveis são dois: i) a desvalorização do imóvel; e ii) a falta de liquidez do ativo. No que tange à liquidez do

---

<sup>1</sup> O patrimônio de um Fundo de Investimento Imobiliário não se confunde com o patrimônio geral do Administrador, mas sim, trata-se de patrimônio especial, totalmente distinto e separado do primeiro, que abrange os direitos e obrigações relativos ao Fundo detidos pelo Administrador em caráter fiduciário.

<sup>2</sup> Algumas cotas de FII são negociáveis no mercado secundário através da BOVESPA e do sistema SOMA, ambos de propriedade da BM&FBovespa.

ativo é aceitável considerar que a cota de um fundo seja mais líquida do que um empreendimento imobiliário inteiro.

Seguidamente à distribuição das cotas e da aquisição do patrimônio fundo, o seu regime de funcionamento se assemelha muito ao de uma empresa de capital aberto. Os lucros auferidos pela operação são distribuídos aos cotistas, que também passam por assembleias e podem, até, decidir pelo aumento do capital do fundo através de uma nova emissão de cotas.

### 3.4.2. EVOLUÇÃO RECENTE NO MERCADO BRASILEIRO

No Brasil a indústria de Fundos de Investimento Imobiliário soma um patrimônio total em torno de R\$ 4 bilhões, através de 70 fundos, dos quais 18 têm cotas negociadas nos sistemas da BM&FBovespa<sup>1</sup>. Em 30/12/2008 a capitalização de mercado destes fundos é apresentada na abaixo.

**Tabela 3.2 – Capitalização (R\$)<sup>2</sup> de FII's negociáveis na Bovespa**

FUNDO	CAPITALIZAÇÃO (R\$)
FII TORRE NORTE	430.944.039
FII ABC PLAZA SHOPPING	242.000.000
BB FII PROGRESSIVO	201.500.000
FII ED ALMIRANTE BARROSO	183.295.200
FII PROJ AGUA BRANCA	165.000.000
FII PANAMBY	159.264.000
FII SHOP. PATIO HIGIENOPOLIS	140.715.000
FII TORRE ALMIRANTE	130.875.000
FII HOSP NSA SRA DE LOURDES	129.360.000
FII SHOPPING WEST PLAZA	95.900.000
FII HOTEL MAXINVEST	70.085.000
CSHG BRASIL SHOPPING FII	69.000.000
FII CONT SQUARE FARIA LIMA	57.988.140
FII EUROPAR	50.055.000
F JK II	42.998.706
FII HOSPITAL DA CRIANÇA	40.000.000
F FINANCIAL CENTER II	38.421.900
FII EDIFÍCIO OURINVEST	36.580.000
<b>TOTAL</b>	<b>2.283.981.985</b>

Fonte: BM&FBovespa. Elaboração: fundoimobiliario.com.br

<sup>1</sup> Referência: dezembro de 2008.

<sup>2</sup> Capitalização de Mercado dos FIIs é calculada multiplicando-se o número de cotas emitidas pelo preço da cota de cada FII em uma determinada data. Na tabela temos a capitalização de mercado em 30/12/08, com o preço de fechamento imediatamente anterior, caso o FII não tenha sido negociado nesta data.

Comparativamente ao investimento em ações, os FII se mostram como uma alternativa de investimento menos volátil e sensível às oscilações de mercado. Em contrapartida, a liquidez das cotas destes fundos é consideravelmente menor. Na *Figura 3.15* é feita uma comparação entre a evolução da capitalização de mercado de todos os FII's negociados na Bovespa, do índice IBOVESPA e do índice IMOB<sup>1</sup> ao longo do ano de 2008.



**Figura 3.15 – Comparação da rentabilidade dos FII's, IBOVESPA e IMOB**

Fonte: fundoimobiliario.com.br

### 3.4.3. CONCLUSÃO

Em comparação aos instrumentos até aqui analisados – FIDC, CRI e FIP, o FII é aquele existente no mercado de capitais brasileiro há mais tempo, com a legislação específica datada de 1993. Todavia os volumes de captação dos FII são os menores. Duas razões principais explicam isso:

1. O FII é um instrumento exclusivo para o mercado imobiliário, enquanto FIDC e FIP são instrumentos tradicionais em diversos outros setores além do imobiliário; e
2. Sua forma de operacionalização é muito parecida com as aplicações ao mercado imobiliário dos FIP descrita no *Capítulo 3.3* desta monografia,

---

<sup>1</sup> O índice IMOB, lançado recentemente pela BOVESPA, serve de benchmark para mercados relacionados ao setor imobiliário. O IMOB é composto pelas empresas listadas na BOVESPA mais representativas do setor da atividade imobiliária compreendidos por: construção civil, intermediação imobiliária e exploração de imóveis.

criando, desta forma, uma espécie de concorrência de soma zero entre estas duas formas de operação.

Do ponto de vista dos investidores, os FII também não configuram uma alternativa de investimento mais largamente difundida – um patrimônio aproximado de R\$ 4 bilhões é relativamente pouco expressivo para uma indústria de fundos de investimento que beira os R\$ 1,2 trilhões. Certamente é pertinente nesse sentido a peculiaridade dos FII serem fundos de regime *fechado* com negociações de cotas em um mercado secundário *pouco líquido*.

De forma semelhante a outros instrumentos, com os FII parece haver um entrave ao maior desenvolvimento na forma de um ciclo vicioso: o mercado secundário de negociações de cotas é pouco líquido porque o mercado de FII, como um todo, é relativamente acanhado e vice-versa.

Assim, hoje sua utilização é bastante restrita, totalizando apenas 20 fundos, quase todos de investimentos concentrados nas cidades de São Paulo – SP e Rio de Janeiro – RJ. Vê-se, assim, uma perspectiva em relação à utilização deste instrumento à medida que os volumes transacionados no mercado de capitais brasileiro, como um todo, aumentarem. A consistência da instrumentação destes fundos é notável, demonstrada pelo sucesso dos empreendimentos lançados, em sua maioria, entre os anos de 2006 e 2007.

Logo, a quebra do ciclo vicioso que trava seu mais amplo desenvolvimento, através de uma evolução, como um todo, dos volumes transacionados no mercado de capitais brasileiro consistirá em uma alternativa mais líquida para investidores e, por consequência, empreendedores do ramo imobiliário.

### 3.5. AS EMISSÕES PÚBLICAS PRIMÁRIAS DE AÇÕES (IPO) NA AGENDA FINANCEIRA DAS FIRMAS DE EDIFICAÇÕES IMOBILIÁRIAS

Além de fazerem um maior uso de instrumentos derivados de inovações financeiras, conforme descritos nos *itens 3.1 a 3.4*, as empresas (sociedades anônimas) têm uma alternativa adicional de captação, que é a emissão de ações ao mercado. A substancial diferença desta alternativa e formas de financiamento (tradicionais ou diretas) é que enquanto a segunda caracteriza-se por ampliar o endividamento da empresa, isto é, a empresa passa a dever ao investidor que adquiriu o título ou cedeu-lhe crédito, na primeira o investidor se torna um sócio da empresa, ou seja, a posição de endividamento da empresa, *ceteris paribus*, se reduz, uma vez que o capital social é ampliado.

A ação, ativo que é negociado nesse tipo de operação de *funding*, é a menor “fração” do capital social da empresa. O investidor que possui uma destas frações é definido como acionista. A distribuição de ações para o mercado somente ocorre em firmas caracterizadas como sociedades anônimas abertas<sup>1</sup>.

Um movimento estratégico tomado por algumas empresas do setor imobiliário brasileiro na bonança do período entre os anos de 2006 e 2008 foi o de *abertura de capital*. Esse movimento é caracterizado pela obtenção por parte de uma empresa, sociedade anônima fechada, de registros de companhia aberta e de distribuição de valores mobiliários junto à CVM, tornando-se uma sociedade anônima aberta. A partir daí, inicia-se o processo de IPO, da sigla em inglês de *Initial Public Offering*. Este processo, segundo GEDDES (2005), possui três partes interessadas com interesses convergentes:

---

<sup>1</sup> Sociedade Anônima, normalmente abreviado por S.A. ou S/A, é uma forma de constituição de empresas na qual o capital social não se encontra atribuído a um nome específico, mas está dividido em ações que podem ser transacionadas livremente, sem a necessidade de escritura pública ou outro ato notarial. Por ser uma sociedade de capital, prevê a obtenção de lucros a serem distribuídos aos acionistas. As sociedades anônimas podem ser de dois tipos: abertas e fechadas. Elas se diferem na forma de captação de seus recursos; enquanto as primeiras captam seus recursos junto ao público através de emissão e distribuição de ações, as segundas captam os recursos através de seus próprios acionistas.

1. *Companhia*. Ela buscará ampliar seu capital, diante de suas perspectivas positivas sobre seu mercado e sua posição em seu mercado de atuação. Além disso, espera-se que ela encontre no IPO um processo que construa uma base sólida e estável de acionistas, gere externalidades positivas sobre sua imagem e reputação, facilite a tomada de fundos e processos de aquisições no futuro e que haja liquidez no mercado secundário de suas ações.
2. *Distribuidor*. Essa função geralmente é exercida por um (ou mais) banco(s) de investimento, que estruturam a operação do IPO. Seus principais objetivos são a maximização do preço da ação no processo e, portanto, da captação da companhia, e as externalidades positivas sobre sua imagem e reputação.
3. *Investidores*. As ações, como títulos voláteis e marcados a mercado, podem valorizar e é exatamente esse o principal objetivo dos investidores que participam de um processo de IPO: o retorno, seja de curto ou longo prazo, através da valorização do preço de mercado destas ações e do recebimento de dividendos. Ademais, o investidor espera encontrar no IPO uma posição vantajosa comparativamente às ações disponíveis no mercado secundário<sup>1</sup>.

Além disso, é importante ressaltar algumas diferenças estruturais entre as emissões primárias (IPO) e as secundárias de ações (*block trade*), conforme definição abaixo:

- **Distribuição Primária de Ações (IPO):** é uma operação de aumento do capital, ou seja, a empresa faz um lançamento de novas “frações” da empresa

---

<sup>1</sup> GEDDES (2005) e FREDDI (2007) apontam que, de forma geral, a emissão de ações é feita a níveis, determinados pela Companhia e pelo Distribuidor, inferiores ao da percepção geral de mercado de valor por ação. Desta forma, existe sempre uma expectativa de grande valorização no curto prazo destas emissões primárias, o que as torna mais atraentes em comparação às ações disponíveis no mercado secundário. FREDDI (2007) ainda coloca que no longo prazo os valores destas ações emitidas convergem para o benchmark geral das ações, no caso brasileiro, o Ibovespa.

adicionais aos já existentes, diluindo<sup>1</sup>, de certa forma, a participação dos acionistas iniciais da empresa no capital social total posterior à operação. Seu objetivo principal é a *captação de fundos para a companhia*.

- **Distribuição Secundária de Ações (ou *block trade*):** é uma operação em que é lançado ao público um lote de ações que era previamente detido por um ou mais acionistas anteriores à operação. Desta forma, a participação acionária dos acionistas que não participam da operação permanece inalterada ao fim da mesma e não há ampliação do capital social da companhia. Portanto, diferentemente da emissão primária, a emissão secundária objetiva a *captação de fundos para os acionistas*, e ocorrem em casos como a venda de empresas controladas por capitais de risco (*venture capital*) e privatizações.

Normalmente a decisão de se tornar uma companhia aberta passa pela distribuição primária de ações, a fim de aumentar o capital social da empresa. Do ponto de vista estratégico, essa decisão de alguma forma é contrastada com a opção de endividamento. Espera-se que uma firma, situada em um mercado em crescimento, com boas perspectivas competitivas dentro de sua indústria, tenha planos de crescimento que demandem capital. A grande vantagem da companhia em optar pela emissão de ações para financiar esse crescimento através da emissão primária de ações, em contraste ao empréstimo bancário e outras formas de dívida é que as captações através da emissão primária de ações não precisam ser repagas. Portanto, essa forma de captação irá gerar caixa para atender ao crescimento potencial da companhia, ao mesmo tempo em que reduzirá o nível de endividamento da companhia.

O fornecimento de capital por parte dos agentes *investidores* ao agente tomador, isto é, à *companhia*, tem riscos associados distintos. Enquanto os instrumentos de renda fixa têm a si associados o risco de crédito e, de alguma forma e a alguns instrumentos específicos, também risco de mercado e de liquidez, as emissões de ações não têm associadas a si o risco de crédito. Quando um investidor compra ações em lançamentos públicos, ele se torna *acionista* da firma lançadora e, portanto, a firma não tem qualquer

---

<sup>1</sup> A lei societária, entretanto, concede aos acionistas o direito de preferência na compra de novas ações lançadas pela companhia. Desta forma, os acionistas podem, se desejarem, isolar o efeito de diluição de suas participações acionárias da companhia.

tipo de obrigação com este<sup>1</sup>. Os recursos obtidos com este lançamento comporão o patrimônio da empresa e não seu passivo. Deste ponto de vista, portanto, a compra de ações parece menos atraente para o investidor, pois, por exemplo, no caso da falência da companhia o investidor que concedeu capital através de dívida tem preferência na recuperação judicial ante ao investidor acionista.

O contraponto, do ponto de vista do investidor, ao investimento em ações é quanto à remuneração do capital aplicado. Segundo o que define a Lei das Sociedades Anônimas<sup>2</sup>, pode ser distribuído aos acionistas o resultado do exercício, deduzido de prejuízos acumulados, da provisão para o imposto de renda, de participações estatutárias de empregados e de participações de administradores e beneficiárias, definido como lucro líquido do exercício. Desse montante, por definição na Assembléia Geral Ordinária da companhia, sai o *pagamento de dividendos*, definido como a parte do lucro da empresa que é distribuída, em dinheiro, aos acionistas a cada exercício social, respeitando o dividendo mínimo estabelecido no estatuto social ou, na sua ausência, o mínimo estabelecido na legislação (50% do lucro líquido).

Outra forma de obter remuneração com ações é através de *bonificações*, que ocorrem quando a firma faz a incorporação de reservas. Esta forma de remuneração ocorre através de distribuição gratuita de ações aos acionistas, e não sob a forma de dinheiro, e têm baixa relevância do ponto de vista de tomada de decisões quanto a novos investimentos por parte dos investidores.

Ademais, além da distribuição de dividendos, existe outra forma de remuneração aos acionistas relacionada ao desempenho futuro das empresas: a *valorização do preço da ação*. O desempenho da empresa, sobretudo das expectativas gerais dos agentes em relação ao seu futuro, faz com seus preços oscilem no mercado, podendo gerar ganhos ou perdas patrimoniais aos acionistas, de acordo com as normas de marcação a mercado. A expectativa de oscilação de preços das ações é, de certa maneira, o principal indicador considerado nas decisões de investimento nesse tipo de ativo, por dois motivos principais: i) o tempo de *pay-back* das ações, considerando apenas as receitas de dividendos, é bastante longo; e ii) os retornos auferidos através de oscilação de

---

<sup>1</sup> Uma exceção possivelmente apontada seria a distribuição de dividendos, mas esta não é considerada uma 'obrigação' visto que a decisão de sua distribuição cabe ao corpo de acionistas da companhia, podendo ser suprimida em prol da retenção de lucros.

<sup>2</sup> Lei n.º 6.404/76, reformada pelas leis n.º 9.457/97 e n.º 10.303/01.

preços (compra e venda de ações) possui prazos bem mais curtos, podendo atingir o *pay-back* consideravelmente antes.

Em suma, portanto, do ponto de vista do investidor, o investimento em ações se diferencia do investimento em renda fixa, por ter um retorno diretamente associado à performance futura da empresa. Por outro lado, os investimentos de renda fixa estão associados às condições presente e futura da economia, em uma relação de custo de oportunidade e avaliação, sobressaída, do risco de crédito e de taxa de juros que os agentes *emprestadores* estão dispostos a tomar.

### **3.5.1. ABERTURA DE CAPITAL NA ESTRATÉGIA EMPRESARIAL**

Como fora introduzido no *Capítulo 2* neste texto, a opção estratégica pela emissão de ações tem impactos também do ponto de vista do agente tomador de recursos, isto é, da *companhia*. Dentre os efeitos positivos desta opção já foi citado o fato de que a emissão de ações não altera o passivo da firma, ou seja, suas obrigações com terceiros não aumentam. Entretanto, uma série de custos operacionais e desvantagens competitivas estão associadas às companhias abertas. Neste subitem buscaremos analisar os dois lados desta balança.

#### **Razões para a abertura de capital**

A decisão da abertura de capital, segundo CASAGRANDE NETO (2000), está atrelada à decisão de investimento e financiamento da companhia. Por um lado, a decisão de investimento se associa ao risco empresarial da firma, por outro o financiamento define seu risco financeiro. Cabe, então, aos responsáveis pela gestão estratégica e financeira da companhia definir a fonte de recursos mais compatível com seus projetos.

GEDDES (2003) define como sendo dois os objetivos principais da abertura de capital, do ponto de vista da companhia: o levantamento de fundos e o retorno positivo do investimento para os acionistas. CASAGRANDE NETO (2000) também pontua alguns efeitos indiretos positivos da abertura de capital. Sumariamente, podemos definir as principais razões para abertura de capital como sendo:

- Captação de recursos para investimento;

- Reestruturação de passivos;
- Arranjos societários;
- Liquidez patrimonial (do acionista);
- Profissionalização;
- Novo relacionamento com funcionários; e
- Imagem institucional

O processo de abertura de capital, como já foi discutido, proporciona um instrumento de capitalização permanente de recursos que não precisam ser repagos pela companhia. Esse aporte de recursos, ademais, se bem manejado, pode servir para *reestruturar a estrutura passiva da companhia*, liquidando posições de perfil inadequado e incorrendo em menor vulnerabilidade à dinâmica do mercado financeiro.

Em um efeito que pode ser caracterizado como indireto, associa-se ao processo de abertura de capital um aprimoramento de sua *imagem institucional*, indicando incremento na sua *profissionalização*. No processo de atendimento às exigências legais e na implantação de programas de relações com investidores, a empresa passa a ter maior visibilidade, suas informações econômico-financeiras ganham mais credibilidade e, assim, seu acesso aos mercados, inclusive o internacional, fica facilitado.

Ademais, o processo também incrementa a *liquidez patrimonial do acionista*, podendo se associar a um *aumento de valor de mercado* da companhia, em função do crescimento dos investidores potenciais, notadamente os institucionais, e pode trazer novas formas de *relacionamento com funcionários* através da remuneração e oferecimento de ações da companhia.

### **Novos custos e obrigações**

Em contraposição às vantagens supracitadas, o processo de abertura de capital também está associado a uma série de custos e obrigações, que devem ser considerados na decisão estratégica de *go public*<sup>1</sup>. CASAGRANDE NETO (2000) caracteriza como principais:

---

<sup>1</sup> *Go public* é o termo em inglês utilizado para a decisão estratégica positiva de abrir capital.

- Transparência (*disclosure*) junto aos investidores;
- Auditoria externa;
- Custos legais e administrativos;
- Necessidade de debater a estratégia empresarial;
- Conselhos de Administração e Fiscal;
- Profissionalização; e
- Distribuição de Resultados aos novos acionistas

A abertura de capital e a posterior manutenção desta condição e da listagem em bolsa ou mercado de balcão organizado, não é um procedimento simples. As companhias que tomam a decisão de *go public* precisam fazer adequações profundas em sua gestão, procedimentos e, até, em sua cultura empresarial. É condição *sine qua non* que uma companhia aberta preste informações econômico-financeiras auditadas externamente, e outras informações corporativas para o público em geral, o que se associa inevitavelmente a custos financeiros e culturais. Em geral, necessita-se adotar um Programa Permanente de Relações com Investidores (RI), que cuidará da série de exigências legais associadas a uma companhia aberta, bem como tratará das demandas por informações adicionais do mercado<sup>1</sup>, como entrevistas, visitas de campo, informes periódicos, entre outros.

A companhia aberta se diferencia das fechadas também no que toca à sua administração. De acordo com a legislação (CASAGRANDE NETO, 2000):

(...) *uma companhia aberta deverá constituir Conselho de Administração, que por sua vez nomeará a diretoria e, e também terá um Conselho Fiscal, este de modo permanente ou instalado a pedido de acionistas.*

Os membros dos Conselhos são remunerados e o mercado, na figura de acionistas efetivos e potenciais, demanda profissionalismo deste corpo. Se, por um lado,

---

<sup>1</sup> O mercado, na forma de acionistas efetivos e potenciais, faz um investimento em um ativo de renda variável e, portanto, em um ativo de risco. Seu retorno estará diretamente relacionado à performance da companhia investida e, portanto, o mercado buscará de todas as formas ter o maior conjunto de informações sobre a companhia para minimizar seus riscos. Por outro lado, a companhia necessita atender estas demandas, a fim de maximizar algumas das vantagens da abertura de capital citadas, principalmente no que toca à imagem institucional.

isso é benéfico para as empresas, por outro pode exigir um difícil período de transição entre uma cultura de administração mais familiar para uma mais profissional, associando, portanto, essa característica a custos pessoais, culturais e financeiros.

Por último, porém não menos importante, a entrada de novos acionistas no quadro das companhias significa que parcela dos resultados futuros deverá ser distribuída a eles, seja na forma de dividendos ou de juros sobre capital próprio.

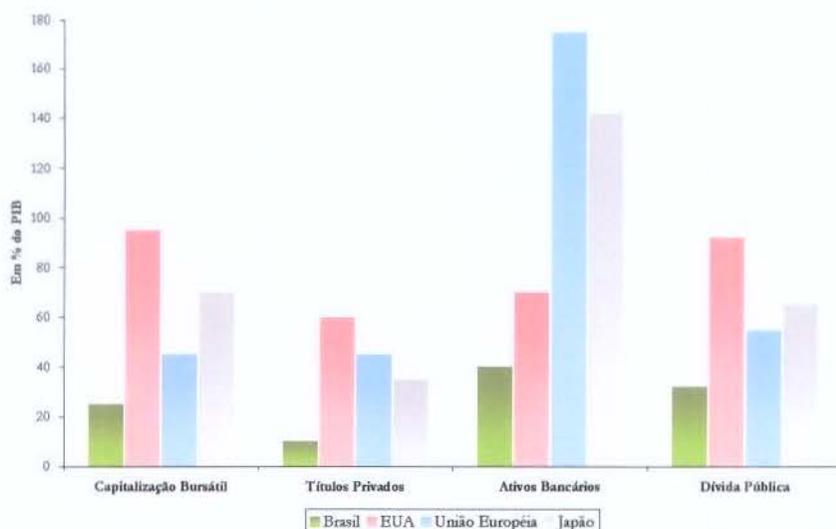
### **Os entraves à abertura de capital da empresa privada nacional**

Foram definidas acima as principais características que contrabalanceiam a decisão estratégica das companhias de *go public*. CASAGRANDE NETO (2000) defende que “*as vantagens são realmente atraentes e as desvantagens podem ser perfeitamente equacionadas*”. Nesse sentido três questões precisam ser fortemente ponderadas:

- A situação macroeconômica, setorial e do mercado de capitais;
- O custo ponderado de capital da companhia, ou seja, se o contrabalanço entre a melhora da relação capital próprio / capital de terceiros e a diluição do lucro dos acionistas é factível; e
- O fato do acesso ao mercado de capitais brasileiro ser ainda bastante restrito e, portanto, requerer porte, tradição e administração profissional por parte da companhia lançadora de valores mobiliários.

Além destas razões, podemos apontar mais três, conjunturais: a estrutura empresarial brasileira, a falta de necessidade imediata de recursos e a fixação do preço de uma emissão.

As duas primeiras são tratadas no *capítulo 1* desta monografia, que trata da evolução do mercado de capitais brasileiro e como o processo de evolução da estrutura das empresas dos anos 1990 formou empresas que não optam preferencialmente pela emissão de ações como forma de *funding*, caminhando muitas vezes no sentido contrário, como no caso de privatizações para “blocos estratégicos” estrangeiros que fecharam, em seguida, o capital das companhias adquiridas.



**Figura 3.16 – Estrutura e tamanho do Sistema Financeiro (meados de 1990)<sup>1</sup>**

Fonte: Banco Central do Brasil (1998), FIPE/Bovespa (1998) e IFC (1997).

Elaboração: CASAGRANDE NETO (2000).

A terceira questão, a *fixação do preço de uma emissão*, reside na divergência entre acionistas controladores e minoritários na definição do preço do IPO, pois enquanto os controladores buscam valores tendendo ao valor patrimonial da ação (ou mais), os minoritários e potenciais acionistas buscam valores associados à lucratividade da ação. Historicamente, porém, é notável o descolamento entre o valor de mercado e o patrimonial das ações. A experiência mostra que o valor de mercado das ações é muito mais correlacionado com as perspectivas futuras de geração de caixa e lucratividade do que com a situação patrimonial presente da empresa. Essa característica mercadológica das ações é ainda mais intensa no caso dos IPOs, pois competitivamente às ações já negociadas no mercado secundário, a fixação de seu valor deve ocorrer em níveis relativamente inferiores, a fim de atrair acionistas.

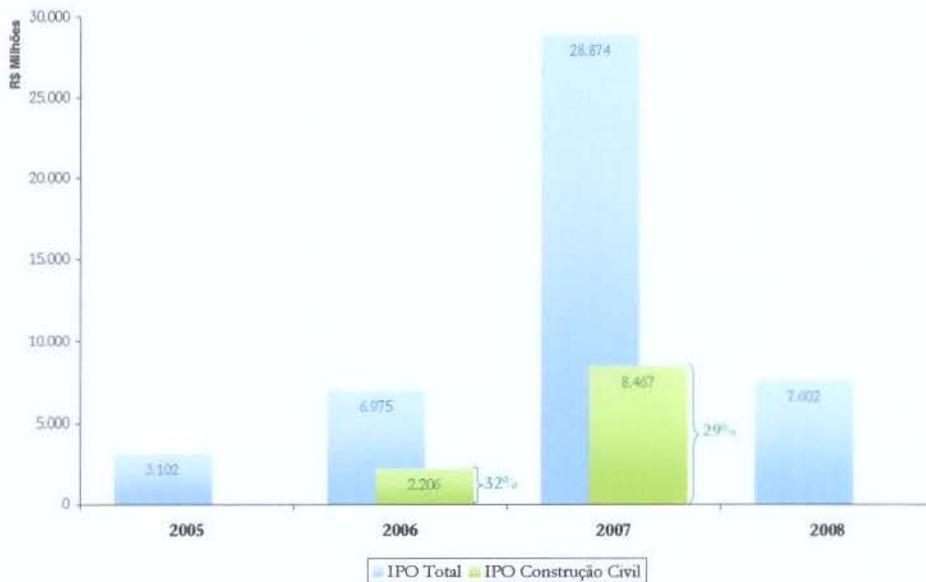
### 3.5.2. CAPTAÇÃO NO MERCADO DE AÇÕES DAS EMPRESAS DE EDIFICAÇÕES IMOBILIÁRIAS (2006 E 2007)

Fazendo, então, a conjunção de dois fatores explicitados nesta monografia, sobretudo entre os anos de 2006 e 2008, sejam eles: i) o incremento nos volumes de capitais disponíveis através do mercado de capitais no Brasil; e ii) o concomitante

<sup>1</sup> Os indicadores apresentados devem ser tomados apenas como medida de grandeza, podendo conter imprecisões, em função de diferenças de metodologia de apuração dos dados e defasagens temporais.

aquecimento do mercado de edificações residenciais e comerciais, tivemos ao longo desse período uma série de construtoras, incorporadoras e imobiliárias que tomaram a decisão de *go public*.

Essa decisão está associada à emissão primária de ações, pois somente nela o volume da emissão se caracteriza como sendo capital “novo” para a companhia. A concentração das emissões primárias de ações do tipo IPO, ou seja, primeiro lançamento de ações da companhia, concentraram-se nos anos de 2006 e 2007, conforme a *Figura 3.17* a seguir.



**Figura 3.17 – Volume de IPOs entre 2005 e 2008**

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários. Elaboração própria.

Nestes anos, o setor respondeu por 32% do volume total captado em IPO em 2006 e por 29% no ano de 2007, valores bastante significativos para um setor que caracteristicamente esteve à margem da captação através da emissão de ações. Além dos IPO, também tivemos um total de 31 captações do tipo Subseqüente<sup>1</sup>, que representaram uma captação total de R\$ 37,6 trilhões entre os anos de 2005 e 2008, dos quais 6%, ou R\$ 2,4 trilhões, estiveram relacionadas às empresas de construção civil, com grande concentração nos anos de 2006 e 2007 como podemos ver na *Tabela 3.3* a seguir.

<sup>1</sup> As emissões Subseqüentes são, como os IPO, ofertas primárias e, portanto, se caracterizam como capital social novo, mas se diferenciam por não serem a *primeira* oferta pública de ações.

**Tabela 3.3 – Volume das emissões primárias entre 2005 e 2008**

Ano	IPO			Subsequentes			Total		
	Total	Const.	(%)	Total	Const.	(%)	Total	Const.	(%)
2005	3,102	0	0	1,457	0	0	4,559	0	0
2006	6,975	2,206	32	7,237	1,341	19	14,212	3,547	25
2007	28,873	8,467	29	4,327	1,062	25	33,200	9,530	28
2008	7,601	0	0	24,546	0	0	32,148	0	0
<b>TOTAL</b>	<b>46,552</b>	<b>10,673</b>	<b>23</b>	<b>37,568</b>	<b>2,403</b>	<b>6</b>	<b>84,121</b>	<b>13,077</b>	<b>15</b>

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários. Elaboração própria.

### 3.5.3. CONCLUSÃO

Os investimentos em ações estão fortemente relacionados às perspectivas dos investidores em relação ao futuro das companhias investidas; mais do que a situação patrimonial presente das mesmas. Ao longo dos anos de 2006 e 2007 certamente o setor de edificações imobiliárias mostrava alta atratividade aos investidores. Primeiramente pelo aquecimento da demanda por imóveis apontada no *item 2.3* desta monografia. Outrossim, tem considerável relevância a estrutura de mercado das firmas deste setor.

Até o presente momento a indústria de firmas de edificações imobiliárias caracteriza-se por empresas de atuação regionalizada, com nível de concentração de mercado relativamente baixo e firmas médias de tamanho reduzido. O que a experiência demonstra é que há nessa situação uma oportunidade de obtenção de lucros superiores através da intensificação de um movimento de concentração das firmas e expansão regional de atuação.

Esse movimento já se configurava na indústria de edificações imobiliárias dos grandes centros urbanos brasileiros. Mas, à medida que houve a intensificação dos volumes de emissões primárias no mercado acionário brasileiro, houve a conjugação de interesses de investidores e empresários a fim de intensificar esse movimento. De um lado os investidores buscavam as empresas do setor imobiliário pelo grande potencial de retorno que estas apresentavam; de outro os empresários buscavam os investimentos necessários para financiar seus projetos expansionistas fortemente relacionados a fusões e aquisições e expansão geográfica.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho buscou caracterizar o período entre os anos de 2006 e de 2008 como aquele em que o mercado de capitais brasileiro teve um avanço ímpar em sua história. Nestes anos, se viu recordes no lançamento de emissões primárias de ações, bem como de instrumentos de renda fixa, como debêntures e notas promissórias. Não obstante, as operações de crédito também se tomaram mais fartas diante do cenário macroeconômico mais otimista, fortalecendo a tese de que o relativo acanhamento do mercado de capitais brasileiro não está associado a uma competição de soma zero entre operações de *fundraising* via mercado de capitais e operações de crédito através do sistema financeiro.

Ao mesmo tempo, o mercado de capitais brasileiro seguiu o caminho dos mercados internacionais no sentido de promover uma série de inovações financeiras, alterando o *modus operandi* de firmas financeiras e não-financeiras. Nesse contexto tornou-se nevrálgica a correta gestão de capital e dívida como questão estratégica de sobrevivência nas diversas indústrias.

Assim, o período entre 2006 e 2008 não só marcou uma evolução ímpar no mercado de capitais brasileiro, como também se caracterizou por um período de profundo aquecimento da demanda do setor de edificações imobiliárias. Esses dois avanços conjugados provocaram alterações profundas nas firmas deste setor, quanto ao financiamento de suas operações e a gestão de seu capital próprio.

Neste trabalho destacamos as seguintes inovações financeiras: os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), os Fundos de Investimentos em Participações (FIP) e os Fundos de Investimento Imobiliário (FII). Além deles, demos especial ênfase ao movimento de abertura de capital e emissão primária de ações (IPO) para as firmas do setor de edificações imobiliárias, que representou 30% do movimento geral da bolsa brasileira nos anos de 2006 e de 2007 -- anos em que as emissões bateram recordes históricos.

A caracterização de cada um destes instrumentos é importante à medida que eles geram impactos nas incorporadoras, nos investidores e nos consumidores de empreendimentos imobiliários muito diferentes entre si e das operações de crédito mais

tradicionais. Consistem, portanto, de novas formas de operacionalizar financeiramente empreendimentos imobiliários.

Os FIDC, por exemplo, são fundos de investimento, assim como os FIP e FII, mas que têm por característica a venda de direitos creditórios da incorporadora para o fundo. Este instrumento está relacionado, portanto, a uma operação de crédito associada à venda de um imóvel e ao seguinte repasse do direito de recebimento desta operação de crédito a um FIDC em troca do adiantamento de recursos financeiros. Os cotistas, ou investidores, portanto ao comprar a cota de um fundo estão financiando a compra do imóvel pelo consumidor final – e não fazendo qualquer investimento direto no patrimônio da incorporadora.

Neste caso, essa operação com FIDC permite que a empresa incorporadora repasse ao fundo a operação financeira e o atrelado risco de crédito do financiamento do empreendimento. Assim, é possível que seus recursos próprios sejam destinados para as atividades que lhes são mais características, que é o caso da construção do imóvel, do pagamento de fornecedores, funcionários, despesas administrativas, etc. Aos investidores a operação é interessante pois a tomada do risco de crédito na compra destes direitos creditórios é acompanhada de uma remuneração, de onde virão os recursos que valorizarão o fundo através do valor de sua cota.

Um resultado final parecido pode ser obtido por uma empresa de edificações imobiliárias através de uma operação de securitização, mais especificamente o lançamento de um CRI. Essa operação se diferenciará da operação com FIDC à medida que o CRI é um título líquido composto por uma série de recebíveis atrelados a uma operação imobiliária, seja de aquisição ou de locação, e não um fundo. De forma semelhante, porém, os direitos creditórios de uma operação imobiliária de aquisição ou locação são repassados para os investidores, mas aqui através dos títulos. Consigo vão o risco de crédito da operação e um bônus expresso por uma remuneração para os investidores que adquirem o título.

Operacionalmente, FIDC e CRI parecem concorrer entre si e a opção por um ou outro instrumento se dá em função da expertise desenvolvida pela empresa que os lançam. Comparativamente, os FIDC têm a desvantagem de serem fundos e, por isso, demorarem mais tempo para serem constituídos em comparação aos CRI. Por outro lado, os CRI demandam a criação de uma SPE, que demanda tempo e gera custos. A

fórmula ideal para cada empresa, por isso, se dará em função do expertise desenvolvido com um ou outro instrumento.

Outros produtos financeiros que ganharam popularidade no período foram os FIP e FII, ambos destinados a investidores em busca de riscos e retornos em patamares superiores. O FIP, em sua essência, é um fundo de *private equity*, mas a sua aplicação em empreendimentos imobiliários é peculiar e tornou-se bastante popular. Em vez de financiar a aquisição de empresas embrionárias com alto potencial de retorno, os FIP se associaram a empresas incorporadoras para investir em projetos imobiliários específicos, financiando sua construção e obtendo um retorno variável de acordo com os lucros atingidos com a venda das unidades prontas. Essa aplicação do FIP é muito parecida com o funcionamento do FII e ambos os instrumentos acabam por resultar na criação de uma pessoa jurídica – o fundo, independente dos bancos (ou DTVM's) que os administram e que operam sobre uma base de empreendimentos imobiliários novos ou previamente existentes visando a obtenção de lucros.

Os FIP e FII são instrumentos que, diretamente, são menos utilizados pelas firmas de edificações imobiliárias – sua estruturação é executada muito mais por iniciativa das firmas de gestão patrimonial (*asset management*), visando fornecer alternativas de investimento para seus clientes pessoa física de alta renda (*private*) e investidores institucionais. Todavia seu impacto na operação das empresas do setor imobiliário, aliviando sua estrutura ativa de financiamento de novos empreendimentos é bastante relevante e, por isso, constitui mais dois instrumentos de acentuada relevância para os novos paradigmas de gestão de capital e dívida destas empresas.

Além destes quatro instrumentos derivados de inovações financeiras, se deu, entre os anos de 2006 e de 2008, um movimento intenso de emissões primárias de ações (IPO) em empresas do setor de edificações imobiliárias. Ao que foi aqui exposto (*Capítulo 3.5.3*), esse movimento ocorreu diante da conjugação de perspectivas de altos lucros em um setor imobiliário com demanda aquecida e da necessidade de investimentos para a consolidação deste setor através da expansão de grandes grupos de atuação geográfica mais ampla e de firmas médias maiores. Em suma, nesse período os investidores buscaram mais o setor imobiliário e o setor imobiliário buscou mais os investidores, resultando nos níveis excepcionais de volumes captados através de IPO.

Resumidamente, no período entre 2006 e 2008 a ímpar evolução do mercado de capitais brasileiro, como um todo, foi acompanhada por uma evolução parelha na forma

que as empresas de edificações imobiliárias estruturam suas operações financeiras. Com os novos instrumentos, que passaram a ser mais amplamente utilizados, uma série de alternativas para a gestão de dívidas e capital se colocaram para as empresas do setor. A securitização de recebíveis, através dos FIDC e CRI, e a constituição de FIP e FII para o financiamento de novos empreendimentos imobiliários exclui do balanço das incorporadoras a atividade de financiamento imobiliário, repassando-a ao mercado investidor.

Desta forma é aberto um espaço nos balanços destas firmas para a utilização de instrumentos de crédito a fim de financiar o crescimento homogêneo da firma, dentro da indústria. Por isso, os movimentos de inovações financeiras, emissão de ações (IPO) e aumento do crédito do sistema financeiro ao setor imobiliário são movimentos perfeitamente conjugáveis.

O primeiro impacta a forma que as empresas fazem a gestão do financiamento de seus empreendimentos, o segundo fornece o capital necessário para o fortalecimento da estrutura de capital das empresas, com um viés estratégico na competição intra-industrial, e o terceiro provê os recursos essenciais de financiamento de aquisição de imóveis por parte dos agentes tomadores (consumidores).

Conjuntamente esses três movimentos se acirram em um momento positivo do ciclo macroeconômico. Ressalva-se, portanto, que no Brasil, o relativo acanhamento do mercado de capitais o mantém em uma situação extremamente vulnerável. O profundo avanço ocorrido entre 2006 e 2008 pode ser revertido, retornando, assim, aos períodos de estagnação do desenvolvimento dos mercados.

Por outro lado, a manutenção de um crescimento sustentado no nível de desenvolvimento dos mercados de capitais brasileiros parece convergir com formas mais complexas de gestão financeira e de capital por parte das empresas não-financeiras. O movimento ocorrido entre 2006 e 2008 demonstra, portanto, como o capital financeiro estabeleceu uma relação de interdependência com o capital produtivo do setor de edificações imobiliárias.

Ressalta-se, todavia, que essa relação somente se deu em um cenário macroeconômico otimista e, principalmente, diante da perspectiva de lucros no setor cuja demanda se mostrou aquecida (*Capítulo 2.3*). Desta forma, a relação entre estes

dois setores mostrou-se ser de subjugação das firmas de edificações imobiliárias aos fluxos de capital financeiro em busca de valorização.

Em suma, portanto, essa monografia caracterizou o aumento nos fluxos transacionados no mercado de capitais que se direcionaram ao setor de edificações imobiliárias diante das perspectivas de lucratividade deste setor na segunda metade da década de 2000. Isso resultou na ampliação das formas de gestão de capital e dívidas associadas a instrumentos mais complexos, como os CRI, FIDC, FII, FIP, emissão de ações, etc. e revelou um caráter de subjugação deste setor aos movimentos do capital financeiro internacional no período contemplado por este estudo.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ASSAF NETO, A. (2006) Mercado Financeiro. *São Paulo: Atlas, 2006.*
- BELLATO, L. L. N. (2007) Efeitos da internacionalização de carteiras no mercado de capitais brasileiro. *São Paulo: Tese de Mestrado FEA/USP, 2007.*
- CARVALHAES, M. (2006). Análise de fundos de investimento em participações com aplicações em empreendimentos imobiliários. *São Paulo: Escola Politécnica / USP, 2006 (tese MBA).*
- CASAGRANDE NETO, H. (2000) Abertura do capital de empresas no Brasil: um enfoque prático. *São Paulo: Atlas, 2000.*
- CAVALCANTE, F.; MISUMI, J.; RUDGE, L. (2005) Mercado de Capitais: como é, como funciona. *Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.*
- CHAVES, M. (1985) A Indústria da Construção Civil no Brasil: Desenvolvimento, Estrutura e Dinâmica. *Rio de Janeiro: Instituto de Economia Industrial, UFRJ, 1985 (tese Mestrado).*
- DAVIDSON, P. (1986) Finance, funding, saving and investment. *Journal of Post Keynesian Economics, Fall 1986, vol. IX, n.º 1, 101-110.*
- FITCH RATINGS (2009) RMBS / Relatório preliminar: Gafisa Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Crédito Imobiliário. *Cotas seniores, emissão 2009-1.*
- FRANCO, E. (1995) A Ergonomia Na Construção Civil: Uma Análise Do Posto Do Mestre-de-obras. *Florianópolis: Tese de Mestrado em Engenharia de Produção PPGEP / UFSC, 1995.*
- FREDDI, M. (2007). Uma análise de desempenho das ofertas públicas iniciais (IPOs) no Brasil (1995-2006). *São Paulo: Faculdade de Economia e Administração / IBMEC São Paulo, 2007.*
- GEDDES, R. (2003) IPOs and Equity Offerings. *Burlington: Elsevier Butterworth-Heinemann.*
- GONÇALVES, R. R. (1998). O déficit habitacional brasileiro: um mapeamento por unidades da federação e por níveis de renda domiciliar. *Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada / IPEA, 1998.*
- GUTTMANN, R. (2008) Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. *In: CEBRAP – Novo Estudos, 82, novembro 2008, pp. 11-33.*
- KOTHARI, V. (1999) Securitization: the financial instrument of the new millennium. *Calcutta: Academy of Financial Services, 1999.*

- NOBREGA, M. *et alii*. (2000). O mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil. *São Paulo: Bovespa e Tendências Consultoria Integrada, 2000.*
- MEDONÇA DE BARROS, J. R. *et alii* (2000). Desafio e oportunidades para o Mercado de Capitais brasileiro. *São Paulo: Bovespa e MB Associados, 2000.*
- MEDONÇA DE BARROS, J. R. *et alii* (2002). O mercado de capitais brasileiro frente aos desafios impostos pelas negociações internacionais em serviços financeiros. *São Paulo: Bovespa, Câmara Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC) e MB Associados, 2002.*
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. (1958) The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review, sept. 1958, pp 655-69.*
- MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. (2000) Como a Indústria Financia Seu Crescimento: Uma Análise do Brasil Pós-Plano Real. *Rio de Janeiro: BNDES, 2000.*
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. (1998b) Corporate Ownership Around the World. *In: Journal of Finance 54, 717-738.*
- LA PORTA, R. *et alii*. (1998a) Law And Finance. *In: Journal of Political Economy 106, 1113-1155.*
- LA PORTA, R. *et alii*. (1997) Legal determinants of external finance. *In: Journal of Finance 52, 1131-1150.*
- LORENZETTI, M. (2001). A questão habitacional no Brasil. *Brasília: Consultoria Legislativa da Área XIII – Desenvolvimento Urbano, Trânsito e Transportes. Câmara dos Deputados, 2001.*
- MINSKY, H. P. (1986) Stabilizing an unstable economy. *New Haven, Yale University, 1986.*
- MOREIRA, M. M.; PUGA, F. P. (2000) Como a indústria financia o seu Crescimento: Uma análise do Brasil pós-Plano Real. *Rio de Janeiro: BNDES, 2000.*
- RESENDE, M. F. C.; AMADO, A. M. (2004) Liquidez internacional: algumas observações para América Latina. *Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2004.*
- ROCCA, C. A. (2007) Mercado de capitais, agenda de reformas e ajuste fiscal. *Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Ibmec, 2007 (Estudos Ibmec, 4).*
- ROCCA, C. A. (2008) Revolução no mercado de capitais no Brasil: O crescimento é sustentável? *Rio de Janeiro: Elsevier: Ibmec, 2008 (Estudos Ibmec, 5).*

SERRA, E. V. M. (1997) Uma proposta para o ensino de mercado de capitais na abordagem de jogos de empresas. *Florianópolis: Tese de mestrado PPGEP/UFSC, 1997.*

TEIXEIRA, L. P.; CARVALHO, F. M. A. de. (2005) A Construção Civil Como Instrumento do Desenvolvimento da Economia Brasileira. *In: Revista Paranaense de Desenvolvimento, Curitiba, n.º 109, p. 06-26, jul-dez 2005.*

TORRES FILHO, E. T.; PUGA, F. P.; FERREIRA, F. M. R. (2007) Visão do Desenvolvimento – 2007. *Rio de Janeiro: BNDES, 2007.*

TORRES FILHO, E. T.; PUGA, F. P.; FERREIRA, F. M. R. (2006) Visão do Desenvolvimento – 2006. *Rio de Janeiro: BNDES, 2006.*

VEDROSSI, A. O. (2002) A securitização de recebíveis imobiliários: uma alternativa de aporte para empreendimentos residenciais no Brasil. *São Paulo: Escola Politécnica / USP, 2002 (tese de mestrado).*

**Lei 4.357**, de 16 de julho de 1964. Presidência da República: H. Castello Branco.

**Lei 4.595**, de 31 de dezembro de 1964. Presidência da República. H. Castello Branco.

**Lei 4.728**, de 14 de julho de 1965. Presidência da República: H. Castello Branco.

**Lei 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Presidência da República: Ernesto Geisel.

**Lei 6.385**, de 7 de dezembro de 1976. Presidência da República: Ernesto Geisel.

**Lei 8.688**, de 25 de junho de 1993. Presidência da República: Itamar Franco.

**Lei 9.457**, de 5 de maio de 1997. Presidência da República: Fernando Henrique Cardoso.

**Lei 9.514**, de 20 de novembro de 1997. Presidência da República: Fernando Henrique Cardoso.

**Lei 10.303**, de 31 de outubro de 2001. Presidência da República: Marco Maciel (Vice-presidente no exercício do Presidente da República).

**Instrução CVM nº 209**, de 25 de março de 1994.

**Instrução CVM nº 356**, de 17 de fevereiro de 2001.

**Instrução CVM nº 391**, de 16 de julho de 2003.

**Instrução CVM nº 396**, de 22 de julho de 2003.

**Instrução CVM nº 472**, de 31 de outubro de 2008.

**Resolução BACEN nº 2907**, de 29 de novembro de 2001.

**Resolução BACEN nº 2922**, de 17 de janeiro de 2002.

*Análise Companhias Abertas*. São Paulo: Análise Editorial, anuário 2008.

*Global financial stability report*: april, 2009. Washington, DC: International Monetary Fund, 2002 – v.

*Janelas para expandir*. In: Revista Capital Aberto. São Paulo: Ano 5, nº. 061, setembro de 2008.

*O ano dos CRIs*. In: Revista Capital Aberto. São Paulo: Ano 5, nº. 060, agosto de 2008.

**Prospecto de distribuição pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários** (entre WT CRJ Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários e Carrefour Comércio e Indústria Ltda.). ISIN: BRWTCJCR1007, 15 de fevereiro de 2006.

*Valor Setorial*: Mercado Imobiliário. São Paulo: maio, 2008. Versão disponível para assinantes em <http://www.valoronline.com.br>