



Loteamento da Cipasa em Teresina (PI)

Passo-a-passo

A securitização, aos poucos, vai se consolidando como alternativa de financiamento a desenvolvedores urbanos

O processo, em tese, não parece complicado. O loteador entrega sua carteira de recebíveis e, em troca, recebe antecipadamente recursos que chegariam aos poucos com o pagamento de parcelas devidas pelos compradores dos terrenos. Com isso, passa a ter em mãos capital para empregar no andamento do próprio empreendimento ou investir em novos projetos. Essa é a síntese da securitização. Nada muito diferente de uma operação de desconto de cheques que tantos lojistas se acostumaram a fazer, claro que com processos mais elaborados e estruturados.

Simplificando um pouco menos, o que acontece é o seguinte: o loteador, durante o período de obras ou após o

Termo de Verificação de Obras (TVO), cede seus créditos imobiliários decorrentes de contratos de compra e venda de lotes para uma securitizadora; esta, após avaliar se a operação é elegível, emite Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), que são colocados no mercado para aquisição por investidores mediante remuneração; e, na sequência, os recursos obtidos junto aos investidores são transferidos aos loteadores.

Pois bem, considerando-se que o setor de loteamentos historicamente padece de falta de crédito e que seus *players* precisam recorrer no geral a dinheiro próprio para desenvolver os empreendimentos e financiar os compradores, seria de se esperar que a securitização es-

tivesse altamente disseminada no mercado.

“Mesmo quando havia abundância de crédito bancário para o mercado imobiliário, o setor de loteamentos tinha muito pouco desses recursos disponíveis. Agora que vivemos uma retração, cresce a importância da securitização. Ela acaba sendo uma das únicas opções para alavancagem”, avalia Frederico Porto, *senior managing director* da Brazilian Securities.

De fato, o uso da ferramenta vem crescendo. Levantamento da Associação das Empresas de Loteamento e Desenvolvimento Urbano (Aelo) realizado em 2014 mostrou que 34,5% das loteadoras consultadas já haviam recorrido a crédito para viabilizar suas atividades.

Na Paramis, por exemplo, as operações voltadas a loteadores saltaram de R\$ 30 milhões em 2010 para R\$ 200 milhões em 2014 e já representam metade da carteira da instituição. Já na Brazilian Securities, os loteamentos somam entre 10% e 15% da carteira.

No entanto, assim como existem os adeptos, ainda há um grupo que prefere não fazer uso do mecanismo, concentrado principalmente entre loteadores de menor porte. “Vemos um aumento, mas estamos muito distantes ainda do potencial do mercado. Há muito chão pela frente”, diz Danilo Ribeiro, sócio e diretor executivo da Paramis.

Experiência positiva

A Cipasa Urbanismo está entre os loteadores que adotaram a securitização e a aprovaram. Tanto que é empregada recorrentemente em seus empreendimentos desde 2008.

“Essas operações cumprem um papel importante no setor de desenvolvedores urbanos, uma vez que não temos *funding*. Não temos Sistema Financeiro de Habitação tanto para financiamento de produção quanto de cliente, diferente dos incorporadores”, afirma Pedro Lodovici, CEO da empresa.

Ele considera que securitizar se torna ainda mais relevante no caso de loteamentos voltados para média e baixa rendas, pois os compradores necessitam de prazos estendidos de financiamento. “Com clientes de alta renda, tem-se um cenário diferente, com prazo de pagamento muito menor. Isso possibilita não ficar tão dependente das operações de securitização.”



“Agora que vivemos uma retração do crédito, cresce a importância da securitização”

Frederico Porto

O CEO avalia sua experiência de securitizar como positiva, fundamental para atuar com escala, e pretende continuá-la. Contudo, reconhece que aderir à securitização exigiu uma lição de casa prévia bastante trabalhosa: adaptação da estrutura do modelo de negócio, desde a forma de negociação das áreas junto aos proprietários, passando pela incorporação da alienação fiduciária nos contratos de venda e por uma comercialização mais criteriosa, com análise rigorosa do crédito do cliente, tudo para dar mais garantia ao investidor.

“Hoje, todo projeto que lançamos já nasce com esse direcionamento”, conta. A preparação permite que, ao longo do caminho, a Cipasa decida se vai optar pela securitização ou não. Loteamentos em Macapá (AP), Canoas (RS), Teresina (PI) e outros já foram concebidos dentro desses padrões e ajudaram a construir um *track record* que aumentou a atratividade diante dos investidores. “É necessário demonstrar capacidade histórica de desenvolvimento”, confirma Danilo.

Lições

As experiências acumuladas pela Cipasa trouxeram aprendizados que podem ser úteis a outros loteadores. Frederico, da Brazilian Securities, reforça que é essencial um processo preparatório como esse para viabilizar a securitização. Ele aponta passos cruciais a serem seguidos pelo loteador:

- No acordo de parceria com o proprietário do terreno – prática comum a cerca de 90% dos loteamentos –, incluir a possibilidade de venda da carteira de recebíveis e securitização. “Às vezes, o loteador quer securitizar e não pode porque não tem autorização do dono da área. É importante já prever essa flexibilidade, deixar tudo bem amarrado antes do acordo, que normalmente é formalizado até quatro anos antes do lançamento do empreendimento”, considera.

- Quando for lançar o loteamento, inserir no contrato de compra e venda a previsão de alienação fiduciária, assim como cobrança de taxa de administração e seguro por morte e invalidez permanente.

- Previamente à concretização do empreendimento, contatar securitizadoras para trocar experiências e identificar os melhores caminhos a fim de que a operação seja o mais líquida possível no mercado de capitais. Isso inclui, por exemplo, a concepção do produto e a definição do sistema de amortização (no geral, tabela Price).

- Organizar os instrumentos de gestão. Este é um ponto que coloca loteadores listados em Bolsa em posição de vantagem, por já terem uma governança mais aderente aos requisitos do mercado de capitais.

- Assim que o empreendimento é lançado e se têm recebíveis, partir para análise e eventual negociação de venda da carteira ou securitização. Aqui existem dois gatilhos: ao lançar e vender o empreendimento, diante da necessidade de realizar a obra de infraestrutura, um momento um tanto complicado porque ainda há um risco de performance do empreendimento; e após a entrega do loteamento, depois do TVO.

Cumprindo essas etapas, a expectativa é que o processo seja relativamente simples. “As exigências são diretamente proporcionais ao grau de planejamento do loteador. Quanto mais ele se preparou para uma possível securitização, menos exigências vai haver. Esse é sempre o nosso grande dilema porque, quando recebemos as carteiras, normalmente não estão formalizadas da maneira adequada”, assinala Frederico.

Danilo, por outro lado, vê alguma melhora na preparação dos loteadores. “Ainda são poucos os que estão dispostos a investir na preparação e na transparência de que esse tipo de operação precisa, mas vejo que isso caminha a passos largos”, afirma.

“Os loteadores rumam para uma padronização, o que é fundamental para se vender um recebível a um investidor de longo prazo; porém, esse movimento vem acontecendo lentamente. Essa virada precisa se dar para que tenham mais acesso a recursos através do mercado financeiro e do mercado de capitais”, completa Vitor Bidetti, CEO da BREI – Brazilian Real Estate Investments.

Para todos?

Em meio a esse cenário evolutivo, Frederico faz uma ressalva: “A securitização não é uma panacéia para o mercado de loteamentos. Mas é, sim, uma boa alternativa”. Aí vem a pergunta: uma boa alternativa para todos? Não necessariamente.

Entra em cena então uma avaliação caso a caso, que vai depender da natureza do empreendimento, do custo de *funding* versus custo de oportunidade e assim por diante. “É uma análise muito individual de cada loteador. Tem de ser um estudo quantitativo e qualitativo,

e não há um receituário do tipo: aqui vale securitizar e aqui não.”

De toda forma, a preparação vale a pena para se ter uma carta na manga em caso de necessidade. “Se a alternativa vai fazer sentido em quatro, cinco ou seis anos é o mercado que vai dizer, assim como as condições do loteador. O ruim é ele só ter essa opção – e o setor de loteamentos tende a ter só essa –, mas não poder lançar mão dela pelo fato de não ter se preparado”, alerta o diretor da Brazilian Securities.

Aplicabilidade

Entre os loteadores de menor porte, a ressalva ao uso da securitização que ainda se vê é compreensível. Ocorre que as operações de mercado de capitais têm alguns custos fixos inerentes e, se o valor da carteira for baixo, a transação pode se revelar proibitiva.

De modo geral, é considerado pequeno um valor inferior a R\$ 10 bilhões. “Se a operação for de R\$ 3 milhões, R\$ 30 milhões ou R\$ 300 milhões, alguns custos fixos serão iguais”, pontua Danilo.

“Para pequenos, não necessariamente vai ser aplicável. Ou então acontece de, exatamente por não terem escala, entram numa situação de precisar negociar com potenciais investidores e instituições financeiras a um custo muito elevado. É um *funding* que acaba saindo mais caro do que poderia. É do jogo, faz parte”, pondera Lodovici.

Mas a questão do custo não significa que haja barreiras intransponíveis. É realmente imprescindível analisar caso a caso, reforça Frederico. Para os *players* de menor porte, por sinal a maioria, existem inclusive soluções mais simples no mercado. A ideia é oferecer a eles recursos de forma ágil e menos dependente de todos os processos preparatórios que a securitização exige.

Para se ter uma ideia, uma operação de securitização propriamente dita leva entre 45 e 90 dias para ser estruturada e colocada no mercado, dependendo do grau de preparação do loteador. É um prazo que muitos não têm como esperar.

Alternativas

Como alternativa à securitização, existe, por exemplo,



“Ainda são poucos os que estão dispostos a investir na preparação de que esse tipo de operação precisa, mas vejo que isso caminha a passos largos”

Danilo Ribeiro

a venda da carteira a instituições, sem precisar ir ao mercado de capitais. A aquisição, nesses casos, é feita através de linhas de *funding* – a exemplo do que faz a Brazilian Securities via BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento) – ou fundos de investimentos, como pratica a Finvest.

“Nossa ideia foi criar um produto para se massificar entre os loteadores, de pequeno a grande porte. Fazemos operações menores que não exigem a formalização da securitização”, explica Luiz Felipe Gerab, *associate* da Finvest.

Com uma proposta de aprovar operações em prazos de apenas dois dias, a companhia se propõe a atender loteadores que se encontram na etapa de infraestrutura dos projetos. “Normalmente, numa securitização, o investidor solicita do loteador que a obra esteja performada. Então, o loteador acaba tendo uma carência de financiamento durante a obra.”

Esse tipo de solução intermediária tem sido bem recebida. “Os loteadores estão interessados em conhecer o investidor. Antes, nos olhavam como se fôssemos inimigos. Hoje em dia, sentam-se conosco à mesa, querem entender o que precisamos para poder financiar seus projetos”, conta Luiz.

“Principalmente com a economia como está hoje, com todo mundo precisando de dinheiro, com fluxo de caixa estrangulado, nosso *pipeline* vem crescendo e, após oito meses de lançamento da modalidade, já somamos R\$ 120 milhões. O loteador muitas vezes acaba imobilizando muito patrimônio, e é aí que entramos para financiar”, completa ele.

O sucesso da iniciativa, para Luiz, significa que acertaram no modelo. “A securitização é uma alternativa para loteadores que estão prontos para o mercado de capitais e investidores profissionais; porém, muitos dos loteadores ainda não se profissionalizaram e precisam de alguma estrutura de alavancagem menos rígida e mais ágil para conseguir se financiar”, justifica.

Não, obrigado

Há, por certo, loteadores que preferem não usar ne-



“Ao securitizar, o loteador perde o lucro financeiro”

Raquel Dombroski

financeiro”, afirma.

Contudo, ainda que não pretenda usar a ferramenta, a Ábaco não a descarta por completo. “A securitização é necessária para o mercado. É importante para nós saber que, se houver um problema de caixa, teremos instrumentos para nos financiar. Dá uma segurança a mais. É uma carta na manga que não queremos usar.” Por isso, a empresa se preocupa em aperfeiçoar seus processos e adotar boas práticas, reconhecidas pelo mercado, cumprindo as recomendações preparatórias para um ainda que remoto processo de securitização.

Claudio Bernardes, presidente da Ingaí, tem opinião semelhante. “A securitização é uma ferramenta importante em determinados momentos”, reconhece. Entretanto, também não quer aplicá-la.

“Dependendo do pique e do porte da companhia, não é muito negócio. Nós, por exemplo, temos uma carteira que, para ser securitizada, seria preciso que nos oferecessem algo muito bom. Para as empresas menores, a securitização ainda não é algo que anime muito. Elas têm uma trajetória muito mais planejada, mantêm aquela batidinha de

‘x’ empreendimentos e muitas nem querem crescer, o que é o nosso caso”, aponta.



“Muitos dos loteadores ainda não se profissionalizaram e precisam de uma estrutura de alavancagem menos rígida e mais ágil para se financiar”

Luiz Gerab

Interesse dos investidores

Se o avanço do ponto de vista da adesão dos loteadores acontece aos poucos, olhando para a securitização sob a ótica dos investidores, é possível dizer que também há muito a caminhar. Um dos pontos críticos é que a atratividade dos CRIs é muito impactada pelo comportamento da taxa básica de juros, a Selic. Conforme ela sobe, os papéis perdem preferência para títulos públicos e também CDBs.

“Por isso, é fundamental uma política macroeconômica com uma taxa de juros relativamente comportada. A partir do momento em que a taxa começa a exceder 11% ou 12%, o papel perde competitividade”, diz Lodovici.

Mas o potencial é grande, visto que títulos atrelados a ativos imobiliários se pautam em fluxos estáveis, de longo prazo e com um lastro sólido, características que interessam a investidores à procura de aplicações conservadoras. E o interesse dos investidores parece estar crescendo.

“Tem aumentado o apetite para esse tipo de negócio. Os investidores começaram com um volume menor lá atrás para entender como funcionava esse mercado e foram ganhando confiança. Agora vêm ampliando o percentual das suas carteiras destinado a essa forma

de alocação”, afirma Danilo.



“O mercado de ativos imobiliários de forma geral ainda não desceu para o investidor não-especializado. É uma evolução que precisa acontecer”

Pedro Lodovici

“Ainda atingimos com esse tipo de título investidores qualificados. O mercado de ativos imobiliários de forma geral não desceu para o investidor não-especializado. É uma evolução que precisa acontecer, assim como a criação de um mercado secundário ativo desse papel para que amanhã se possa comprar um título, carregá-lo por determinado período dependendo da sua rentabilidade e vendê-lo antes da sua liquidação. Hoje não temos esse mercado secundário estruturado como outras economias desenvolvidas já possuem”, aponta Lodovici. ●

Pode-se dizer que o setor de loteamentos está entre os preferidos dos detentores do capital hoje? “Acho que sim. São empreendimentos que, como têm uma relação de VGV [Valor Geral de Vendas] versus custo de obra maior, podem ter um resultado maior também”, adiciona ele.

Um ponto importante de agora em diante para continuar a progredir é chegar a novos perfis de investidores. O caso da Cipasa é emblemático. Os investidores que compram seus títulos são fundos de pensão, *family offices* e pessoas físicas com grandes patrimônios – estas motivadas em boa parte pela isenção de Imposto de Renda oferecida por esses papéis.

“Ainda atingimos com esse tipo de título investidores qualificados. O mercado de ativos imobiliários de forma geral não desceu para o investidor não-especializado. É uma evolução que precisa acontecer, assim como a criação de um mercado secundário ativo desse papel para que amanhã se possa comprar um título, carregá-lo por determinado período dependendo da sua rentabilidade e vendê-lo antes da sua liquidação. Hoje não temos esse mercado secundário estruturado como outras economias desenvolvidas já possuem”, aponta Lodovici. ●

Loteamento da Cipasa em Vitória da Conquista (BA)



GRI Loteamentos

Em 19 e 20 de maio, o GRI Loteamentos & Comunidades Planejadas atraiu cerca de 250 dos principais *players* do segmento em São Paulo.

No primeiro dia, o evento foi aberto por Stephen Engblom, *senior vice president* e *global director* da AECOM. Ele falou sobre suas experiências em projetos internacionais, enfocando boas práticas e aprendizados que podem ser aplicados no mercado brasileiro.

No segundo dia, um *talk show* com Eduardo Scopel, diretor da Scopel Empreendimentos e Obras, Flávio Resende Oliveira, diretor da Granja Marileusa, e Ruy Rego, CEO da Iron House Real Estate, mediado por Engblom, debateu lições e expectativas quanto a grandes projetos de loteamentos e comunidades planejadas no País.

O encontro teve também muito espaço para relacionamento entre os participantes, 21 rodadas de discussão sobre as principais temáticas do setor e um jantar para membros do GRI, patrocinadores e *discussion co-chairs*.



Stephen Engblom



Eduardo Scopel



Flávio Resende Oliveira



Ruy Rego