1. O panorama nacional;
2. Composição dos recursos;
3. Índices de resultado;
4. Lucratividade da empresa;
5. Diferimento de receitas;
6. Imposto de renda;
7. Assistência financeira.

*Sergio Del Porto Santos **
*Luiz Roberto Salgado Candiota ***

* Gerente do Departamento
 Econômico Financeiro da Tietê SA
 de Crédito Imobiliário.
 Graduado em Administração de
 Empresas pela EAESP, Fundação
 Getulio Vargas.

** Master in Business
 Administration pela Harvard
 University. Consultor
 de Empresas.

R. Adm. Emp., Rio de Janeiro,

SOCIEDADE DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO: O ÚNICO SETOR FINANCEIRO CUJA EXPANSÃO E RENTABILIDADE ESTÃO GARANTIDAS POR DÉCADAS

1. O PANORAMA NACIONAL

Como parte integrante do Mercado Financeiro Nacional, as sociedades de crédito imobiliário, no curto espaço de sete anos, passaram do anonimato a representar 1/8 do total de empréstimos para investimento existente no País em meados de 1973.

Num país como o Brasil, onde crescem a população, a renda real per capita, a poupança popular, a urbanização dessa população, e o nível de aspirações, nada mais lógico que a necessidade de recuperação do déficit habitacional existente até agora. Tal recuperação, envolvendo maciços recursos financeiros, com prazos de amortização muito longos, já poderia ser levada a cabo com a política de incentivos à poupança individual, assegurando-se a essa liquidez a rentabilidade condizente com o sacrifício voluntário de consumo imediato.

Os incentivos fiscais concedidos aos aplicadores em letras imobiliárias e depósitos de poupança, principais fontes de recursos das sociedades de crédito imobiliário, adicionados à renda real nesses investimentos pelo pagamento de juros de mercado e manutenção do valor pelo instrumento da correção monetária, representam a grande atratividade relativa desses produtos como fontes de poupança popular.

Por um lado, o crescente fluxo de recursos ao Sistema Financeiro da Habitação, ao qual pertencem as sociedades de crédito imobiliário, e, por outro, o despertar de uma indústria de construção civil voltada à produção econômica em massa, obtendo assim grandes vantagens de custos decrescentes, fazem com que o mercado de habitação possa desenvolver-se de forma espetacular, pois a grande novidade de financiamentos a prazos de 10, 15 e 20 anos tornou-se uma realidade ao alcance de qualquer brasileiro.

Assim é que, às sociedades de crédito imobiliário asseguram-se rendimentos reais de 10 a 12% ao ano, podendo com isto prometer pagar a seus depositantes 6 a 7% ao ano em juros reais, por prazos jamais vistos no Brasil, enquanto que outras entidades do Mercado Financeiro continuam operando com condições e prazos extremamente sensíveis à flutuação da conjuntura financeira de momento.

Se pudermos lembrar que, nos Estados Unidos, onde a poupança é extremamente difundida, os depósitos de poupança (*saving*) são três vezes maiores que os depósitos à vista nos bancos comerciais, e que hoje, no Brasil, os depósi-

tos de poupança não atingem ainda 30% do montante dos depósitos bancários, podemos facilmente verificar o potencial real de tal investimento de poupança, para as empresas autorizadas que operam nesse mercado: as sociedades de crédito imobiliário, as caixas econômicas e as associações de poupança e empréstimo.

Acreditamos que caberá às sociedades de crédito imobiliário, por sua configuração de entidades financeiras ligadas ao setor privado e por operar regionalmente, o grande papel de colher os frutos deste desenvolvimento, correndo com os riscos inerentes à organização e administração de uma atividade que é um desafio nacional: o crédito popular a longo prazo.

Por isso, propomo-nos ao preparo deste estudo, com o objetivo de tornar mais conhecidas de todos os administradores algumas das peculiaridades dessa empresa de crédito ainda tão pouco compreendida.

Assim, tentaremos demonstrar como é composto o lucro de uma sociedade de crédito imobiliário e quais os efeitos, nesse lucro, da variação de alguns fatores componentes do total de recursos nela existentes.

Para cada tipo de recurso aplicado ou captado, calculamos um índice de resultado (renda ou custo) que, ponderado pela sua participação no total da empresa, mostra o efeito específico desse recurso no seu lucro. Da soma desses efeitos individuais resulta o quadro de lucratividade potencial de cada empresa.

Tendo estabelecido os índices de resultado, que devem ser os mesmos para todas as sociedades de crédito imobiliário, podemos aplicar o sistema a qualquer uma delas, independente do volume e composição de recursos que ela apresente. Podemos também determinar a expectativa de lucros futuros, que variarão tanto com o crescimento do volume de recursos, como com a alteração de sua composição proveniente da política de desenvolvimento estabelecida pela administração.

Inicialmente mostraremos quais são os componentes do total de recursos de uma sociedade de crédito imobiliário. Em seguida, estabeleceremos os índices de resultado de cada um desses componentes, a fim de podermos determinar a lucratividade potencial da sociedade.

Apresentaremos, então, algumas considerações finais sobre os dados resultantes do estudo, procurando mostrar a variação do lucro resultante de políticas que afetem seus principais componentes.

2. COMPOSIÇÃO DOS RECURSOS

Uma sociedade de crédito imobiliário, basicamente, capta recursos através da colocação de letras imobiliárias e cadernetas de poupança, e aplica-os em financiamentos para construção, aquisição e melhoramentos de imóveis. É uma sociedade integrante do Sistema Financeiro da Habitação, que é controlado pelo Banco Nacional da Habitação. O controle das operações é feito pelo próprio Banco Nacional da Habitação, que regulamenta seus limites e forma.

Uma sociedade de crédito imobiliário terá o seu limite de operações em função dos seus recursos próprios, desde que atenda a determinadas condições mínimas também limitantes, inerentes a qualquer empresa que opere regularmente.

O limite para as operações de captação de recursos de terceiros será 15 vezes os recursos próprios (assim entendido o total do capital mais as reservas livres). A esse limite somam-se 50% das aplicações em financiamentos cobertas por seguro de crédito. Como todos os financiamentos de uma sociedade de crédito imobiliário são cobertos por seguro de crédito, podemos calcular o limite do saldo de captação de recursos de terceiros (C) de uma sociedade de crédito imobiliário pela seguinte fórmula (considerando-se toda a captação aplicada em financiamentos):

$$C = 15 RP + 0,5 C \text{ (para } F = C \text{); logo}$$

$$C = 30 RP \text{ (limite de captação = 30 vezes os recursos próprios)}$$

Como pretendemos, neste estudo, demonstrar a rentabilidade de uma SCI, trabalharemos com números-índices, partindo do total de recursos próprios investidos, para o qual convencionaremos determinar o índice 100 (100%).

Com base nesse fator limitante, montaremos um balanço hipotético de uma SCI e analisaremos os efeitos de rentabilidade dos diversos itens que o compõem.

Como o total de recursos próprios é 100, o limite de captação de recursos de terceiros (letras imobiliárias e cadernetas de poupança) será 3 000 ($C = 30 RP$).

Além dos recursos próprios e captados de terceiros e dos refinanciamentos, que analisaremos posteriormente, no passivo de uma SCI encontramos alguns itens diversos como provisões, credores diversos, etc. Esses itens variarão de

empresa a empresa, mas parece-nos razoável considerar um total de valor igual ao total de recursos próprios, ou seja, DP (diversos passivos) = 100. Como esse item não representará mais que 3% do total de recursos operados pela empresa, a diferença existente entre as empresas não afetará substancialmente as conclusões deste estudo.

Quanto ao ativo, o BNH exige que uma SCI mantenha disponível um mínimo de 7% em relação aos recursos captados de terceiros (letras imobiliárias e cadernetas de poupança), logo, D (disponível) = 210 ($3\ 000 \times 7\%$).

Para operar, uma sociedade de crédito imobiliário deverá imobilizar uma certa quantia em instalação e equipamentos. Esse valor dependerá do tipo de empresa (ligada a grupo financeiro ou não, edifício próprio ou alugado, etc.).

Também no ativo encontraremos itens diversos (devedores diversos, incentivos fiscais, etc.), e consideraremos razoável o mesmo montante dos diversos passivos (incluindo imobilizado), logo, DA = 100.

O restante dos recursos do ativo (2 890) deverá ser aplicado em financiamentos próprios, por ser mais lucrativo para a empresa.

Além das operações com financiamentos próprios, as SCI podem operar com refinanciamentos, cujos recursos são fornecidos pelo BNH (RECON e operações de agente). O limite para operações RECON é de 3,5 vezes o total de recursos próprios. As operações de agente não se desenvolveram no sistema, motivo pelo qual não a consideraremos. Logo, o item "refinanciamentos" apresentará um valor de RF = 350 (3,5 RP).

Além da assistência financeira, que analisaremos posteriormente, são estes os itens que compõem o balanço de uma SCI:

Quadro 1

Ativo		Passivo	
Disponível	210	Recursos próprios	100
Financiamentos	2 890	Recursos captados de terceiros	3 000*
Refinanciamentos	350	Refinanciamentos	350
Diversos ativos	100	Diversos passivos	100
Total	3 550	Total	3 550

* Obs.: Na realidade, para os números deste balanço o limite para recursos captados de terceiros seria 2 945 ($C = 15 \times RP + 0,5F$). Essa pequena diferença não afeta significativamente o estudo, e não foi considerada, por motivo de simplificação para as análises posteriores.

3. ÍNDICES DE RESULTADO

Passaremos agora a analisar o efeito de rentabilidade de cada um dos recursos componentes do balanço de uma SCI.

Para a determinação dos índices de resultado (renda ou custo), consideraremos uma correção monetária de 3% ao trimestre, valor compatível com os atuais objetivos do Governo.

O critério por nós adotado considera que uma operação hoje dá origem, após 12 meses, a uma obrigação ou a um direito que inclui o resultado do ano. Assim, por exemplo, no caso da aplicação de recursos, uma aplicação de 100%, hoje, no fim de 12 meses gera um direito (retorno) de 100% mais o índice de renda. No caso de obtenção de recursos, uma captação de 100% hoje, no fim de 12 meses gera um compromisso de resgate de 100% mais o índice de custo.

Quando uma aplicação ou captação envolver reembolsos ou desembolsos intermediários, eles serão capitalizados até o final dos 12 meses à taxa de juros da operação considerada. Por exemplo, em uma letra que pague rendimentos trimestralmente, consideraremos que eles sejam reaplicados, o que nos dará um índice de custo compatível com o de uma letra de renda final.

3.1 Renda do disponível

As alternativas de aplicação de disponível de uma SCI são: letras imobiliárias de outras sociedades, depósito em conta corrente remunerado pelo BNH ou aplicação em títulos com garantia federal. Das três, a mais rentável é a aquisição de letras imobiliárias. A de maior liquidez é a aquisição de LTN ou ORTN em operações de mercado aberto. A distribuição entre essas alternativas dependerá das necessidades e tipo de administração de cada empresa.

Consideraremos razoável a seguinte distribuição:

Letras imobiliárias	105,0	50%
Depósitos no BNH	52,5	25%
Mercado aberto	42,0	20%
Caixa e bancos	10,5	5%
	210,0	100%

Analisaremos o índice de renda de cada alternativa.

A) Letras imobiliárias de outras sociedades

As letras rendem 7% de juros ao ano (1,71% ao trimestre) mais correção monetária trimestral de 3%. Além disso, consegue-se um deságio de cerca de 2% ao ano equivalente a despesas de corretagem, normalmente pagas a terceiros pela colocação desses papéis.

Dessa forma, a aplicação de 98% hoje (100 — deságio) gera, no fim de 12 meses, um direito de 120,213% (100 + juros + CM). Logo, o índice de renda dessa operação será 22,666%.

$$i = 0,22666$$

B) Depósitos junto ao BNH

O BNH remunera os depósitos dos agentes com 1,71% de juros ao trimestre (7% a.a.) e mais correção monetária. Uma aplicação de 100% hoje dá origem a um direito de retorno de 120,213% no final de 12 meses. Logo, o índice de renda será 20,213%.

$$i = 0,20213$$

C) Operações de mercado aberto

Como o fator que leva à aplicação nesse mercado é a liquidez, consideraremos a aplicação em LTN. O índice de renda anual de 14,029% (1,1% ao mês) pode ser considerado razoável.

$$i = 0,14029$$

3.2 Renda de financiamentos

Os financiamentos imobiliários são classificados de acordo com seu valor em cinco faixas, sendo que, em quatro delas, o BNH estabelece as taxas de juros que podem ser cobradas. Também a distribuição das aplicações por faixas é regulamentada pelo BNH. Assim, por exemplo, em financiamentos classificados na faixa IV, só poderemos incluir no máximo 40% do total das aplicações, e a máxima taxa de juros permitida é 12% a.a.

Nos financiamentos de faixa V, a taxa de juros é livre; entretanto, as condições atuais de mercado têm mostrado que ela deverá manter-se entre 12 e 13% a.a.

Assim temos:

Quadro 2

Financ.	Valor*	Limite de aplicação	Taxa máxima de juros	Índice de renda trimestral	Índice de renda anual
Faixa I	Até 450 UPC	—	—	—	—
Faixa II	451 a 900 UPC	10% no mínimo	10% a.a.	5,59651%	0,24336
Faixa III	901 a 1 350 UPC	20% no mínimo	11% a.a.	5,85855%	0,25575
Faixa IV	1 351 a 1 800 UPC	40% no máximo	12% a.a.	6,12100%	0,26825
Faixa V	1 801 a 2 250 UPC	30% no máximo	a) 12% a.a. b) 13% a.a. c) 14% a.a.	6,12100% 6,38389% 6,64800%	0,26825 0,28087 0,29363

* 1 UPC = 1 ORTN — Valor de Cr\$ 77,87 em 01.10.1973.

3.3 Renda de refinanciamentos

Uma aplicação em RECON rende juros de 10% ao ano capitalizados trimestralmente (2,5% a.t.), mais correção monetária (3% a.t.).

Logo, $i = 5,5\% \text{ a.t.}$ ou $i = 23,882\% \text{ a.a.}$

Além disso, cobra-se uma taxa de abertura de crédito de 3%. Como essa taxa refere-se a três anos, que é o prazo de RECON, podemos considerar que isso aumente a taxa anual em aproximadamente 1,5% (3% divididos em três parcelas anuais a uma taxa de juros de 23,882% a.a.).

Adicionando-se aos juros e correção, temos:

$$i = 0,25382$$

3.4 Renda de diversos ativos

Analisando um balanço recente de uma SCI, verificamos que, do total dos diversos ativos, cerca de 17% rendiam correção monetária, sendo que os 83% restantes não apresentavam rentabilidade nenhuma. Como a correção monetária é 3% a.t. (12,551% a.a.), o item *diversos ativos* apresentaria um índice de renda anual de 2,134% ao ano.

$$i = 0,02134$$

3.5 Resumo dos índices de renda

Quadro 3

Aplicações	Índices de renda
Letras imobiliárias de outras sociedades	0,22666
Depósitos no BNH	0,20213
Operações de mercado aberto	0,14029
Financiamentos faixa II	0,24336
Financiamentos faixa III	0,25575
Financiamentos faixa IV	0,26825
Financiamentos faixa V (12%)	0,26825
Financiamentos faixa V (13%)	0,28087
Financiamentos faixa V (14%)	0,29363
Refinanciamentos	0,25382
Diversos ativos	0,02134

3.6 Custo de letras imobiliárias

Como no presente estudo consideraremos os rendimentos totais das letras (juros e correção), o efeito conseqüente de o pagamento da corretagem ser antecipado torna-se pouco significativo para o tipo de conclusões a que chegaremos. Isto permite que desprezemos tal efeito e consideremos o custo igual para letras de diferentes prazos. Assim, podemos dizer que uma letra tipo "D" colocada hoje produz uma entrada de recursos de 97,75% do valor da colocação (2,25% de despesa de colocação). Por essa entrada de recursos temos que pagar 4,5% ou 4,75% ao trimestre (juros de 6% ou 7% a.a. + correção monetária), além da taxa de garantia trimestral de 0,125% paga ao BNH. Como o dinheiro desembolsado trimestralmente para o pagamento dessa taxa poderia ser aplicado nas operações ativas da empresa, devemos, para efeito de custo, considerá-lo um fator capitalizável como o próprio rendimento trimestral. Dessa forma temos que, nos casos de letra tipo "D" de 6% de juros ao ano, uma entrada de 97,75% gera um compromisso de resgate de 110,82345% (0,4625 a.t.) em um prazo de 12 meses. Logo, seu índice de custo é 22,581% ou 0,22581 a.a.

No caso de juros de 7% ao ano, teremos um compromisso de 120,97283% e o índice de 0,23757 a.a.

A única diferença do custo da letra tipo "D" em relação ao tipo "C" é conseqüente do fato de que as parcelas trimestrais dos rendimentos são desembolsadas e não incorporadas ao compromisso de resgate. Entretanto, podemos considerar que tais rendimentos tendem a ser reaplicados, o que representaria o mesmo compro-

misso final de resgate obtido nos casos de letras tipo "D". Podemos, dessa forma, sem prejuízo para o estudo, considerar iguais os índices de custo. Logo,

Letras imobiliárias com juros de 6% —
0,22581 a.a.

Letras imobiliárias com juros de 7% —
0,23757 a.a.

3.7 Custo de cadernetas de poupança

A caderneta de poupança pode ser captada diretamente nas lojas da empresa, ou, eventualmente, através de agentes contratados, aos quais, em algumas empresas, é paga uma determinada corretagem.

Outro fato a considerar é o de que o pagamento de juros pelo menor saldo traz uma vantagem financeira. Assim, por exemplo, na empresa analisada, o último pagamento de juros e correção representou juros e correção equivalentes a 90% do saldo médio diário mantido no trimestre. Essa percentagem tende a ser maior, à medida que cresce o saldo das cadernetas, uma vez que o efeito conseqüente do pagamento pelo saldo mínimo afeta principalmente parte do crescimento do saldo no trimestre, que será proporcionalmente menor conforme cresça o saldo inicial de cada trimestre.

Partindo dessas considerações, verificamos que, em prazo relativamente curto, estaremos pagando um valor muito próximo do que seria pago se fossem tomados saldos médios. Além disso, a vantagem oferecida aos investidores de considerar todo depósito até o dia 15 de cada mês como vigente no mês todo encarece um pouco o custo da caderneta, o que reduz em parte o efeito do pagamento pelo saldo mínimo, que, por si só, tenderá a não ser significativo.

Assim, consideraremos nulo o efeito do pagamento pelo saldo mínimo.

Um depósito de 100%, hoje, dá origem a um compromisso de resgate de 119,25185% no final de 12 meses. Com a taxa de garantia de 0,125% a.t., o índice de custo eleva-se de 19,823% a.a. ou 0,19823.

Nos casos de depósitos por meio de agentes contratados, poderá existir um custo adicional pela colocação, digamos, por exemplo, de 0,5% a.t.

Considerando uma vez mais que tais desembolsos poderiam ser aplicados, para efeito de custo, temos uma taxa trimestral de 5,125% e um índice anual de 0,22130. Logo:

Índice de custo de poupança direta —
 $i = 0,19823$ a.a.

Índice de custo de poupança c/comissão —
 $i = 0,22130$ a.a.

3.8 Custo dos refinanciamentos

Pelo RECON paga-se ao BNH 8% de juros ao ano (2% a.t.), mais correção monetária, ou seja 5%, o que gera um custo anual de 21,55063. Além disso, paga-se uma taxa de 1% ao BNH, o que equivale a 0,48% a.a.

Índice de custo anual do RECON — $i = 0,22030$

3.9 Custo de diversos passivos

Pela análise de um balanço recente de uma SCI, verificamos que 7% do montante dos diversos passivos eram corrigidos monetariamente. Isso nos leva a um índice de custo de 0,879% a.a. ($7\% \times 12,551\%$).

Logo:

$$i = 0,00879$$

3.10 Custo dos recursos próprios

74

Como a finalidade do estudo é determinar a rentabilidade da empresa para os acionistas, consideraremos um índice de custo igual a zero, para o dinheiro investido por eles.

$$i = 0$$

3.11 Resumo dos custos de recursos

Considerando a idéia de índice de custo como o adicional gerado em uma captação durante 12 meses, isto é, se captarmos 100 hoje, deveremos captar 100 mais o índice no final de 12 meses, temos o quadro 4:

Quadro 4

Recursos	Índice de custo
Letras imobiliárias 6%	0,22581
Letras imobiliárias 7%	0,23757
Poupança direta	0,19823
Poupança c/comissão	0,22130
Refinanciamentos	0,22030
Diversos passivos	0,00879
Recursos próprios	0

4. LUCRATIVIDADE DA EMPRESA

Tendo a composição dos recursos captados e aplicados e seus índices de resultado, podemos estimar a lucratividade da empresa.

A composição do disponível já foi anteriormente estabelecida.

Letras de outras sociedades	105,0	50%
Depósitos no BNH	52,5	25%
Letras do Tesouro Nacional	42,0	20%
Caixa e bancos	10,5	5%
	210,0	100%

Quanto aos financiamentos, sabemos que o montante disponível é de 2 890, que idealmente deveriam ser distribuídos da seguinte maneira:

Faixa II	289	10%
Faixa III	578	20%
Faixa IV	1 156	40%
Faixa V	867	30%
	2 890	100%

Quanto à composição dos recursos captados de terceiros (letras imobiliárias e caderneta de poupança), seria ideal que sua totalidade fosse captada por meio de cadernetas, pois elas oferecem custo menor. Entretanto, só ultimamente esse tipo de captação tem-se desenvolvido satisfatoriamente. Em junho de 1973, as SCI da 7.^a região apresentavam seu saldo de recursos captados de terceiros composto de 24% de cadernetas de poupança e 76% de letras imobiliárias. A tendência é a decrescente substituição da parcela de letras imobiliárias por cadernetas de poupança. No presente estudo, consideraremos a composição de 30% em cadernetas e 70% em letras, e posteriormente analisaremos os efeitos financeiros de diferentes composições.

Assim, temos:

Letras imobiliárias	2 100	70%
Cadernetas de poupança	900	30%
Recursos captados de terceiros	3 000	100%

Desse total de letras imobiliárias consideraremos que os 70% sejam compostos de letras com juros de 7% ao ano, e os restantes 30% com juros de 6% ao ano.

Quanto às cadernetas, podemos estimar que a maior parcela será captada com custo de comissões. No caso de sociedades que montem uma grande rede de lojas próprias, o montante captado diretamente seria maior; em lugar, porém, do custo de comissões, teríamos a amortização dos custos de instalações e manutenção das lojas.

Como essa composição variará em cada empresa, consideraremos hipoteticamente que 80% das cadernetas de poupança apresentam um custo anual de colocação de 2%. Logo, teremos:

Letras imobiliárias com juros de 7%	1 470	49%
Letras imobiliárias com juros de 6%	630	21%
Cadernetas de poupança c/comissão	720	24%
Cadernetas de poupança diretas	180	6%
	3 000	100%

Com esses dados, e supondo que a aplicação em financiamentos da Faixa V seja realizada a uma taxa média efetiva de 13% de juros ao ano, poderemos montar o seguinte quadro de lucratividade:

Quadro 5

Ítems de balanço	Valor (1)	Composição (2)	Índices de resultado (3)	Lucrati- vidade (2 x 3)	Participação dos ítems (4)
Caixa e bancos	10,5	0,29	—	—	—
Operações de mercado aberto	42,0	1,18	0,14029	0,16554	0,65
Depósitos no BNH	52,5	1,48	0,20213	0,29915	1,18
Letras imobiliárias de terceiros	105,0	2,96	0,22666	0,67091	2,64 4,47
Financiamentos faixa II	289,0	8,14	0,24336	1,98095	7,79
Financiamentos faixa III	578,0	16,28	0,25575	4,16361	16,37
Financiamentos faixa IV	1 156,0	32,57	0,26825	8,73690	34,34
Financiamentos faixa V	867,0	24,42	0,28087	6,85885	26,96 85,46
Refinanciamentos	350,0	9,86	0,25382	2,50267	9,84
Diversos ativos	100,0	2,82	0,02134	0,06018	0,23
Ativo total	3 550,0	100,00%	—	25,43876	Renda 100%
Recursos próprios	100,0	2,82	—	—	—
Letras imobiliárias c/juros de 7% a.a.	1 470,0	41,41	0,23757	9,83777	45,69
Letras imobiliárias c/juros de 6% a.a.	630,0	17,74	0,22581	4,00587	18,60
Cadernetas de poupança c/comissão	720,0	20,28	0,22130	4,48796	20,84
Cadernetas de poupança diretas	180,0	5,07	0,19823	1,00503	4,67 89,80
Refinanciamentos	350,0	9,86	0,22030	2,17216	10,09
Diversos passivos	100,0	2,82	0,00879	0,02479	0,11
Passivo total	3 550,0	100,00%	—	21,53358	Custo 100%
Lucratividade total da sociedade de crédito imobiliário				3,90518	Lucro —

Como vemos, uma sociedade de crédito imobiliário, operando dentro dos limites estabelecidos pelo BNH, em conformidade com as condições hipotéticas de mercado e das condições operacionais consideradas no exemplo, apresentará um índice de rentabilidade de 3,905% ao ano sobre o total de recursos operados. Por

exemplo, no caso hipotético da SCI com 100 de recursos próprios que permitem a operação de 3 550 de recursos totais, temos um potencial de lucro anual de 138,6 (3 500 x 3,905%). Isso quer dizer que, se a empresa mantivesse durante 12 meses o montante de 3 550 de recursos distribuídos da forma considerada, apresentaria um lucro de 138,6.

Essa lucratividade não leva em consideração o custo operacional, aqui definido como o total das despesas necessárias para manter as empresas em funcionamento (remuneração, material, publicidade, depreciação, amortizações, etc.).

Esse custo variará muito de acordo com as características de cada empresa (ser ligada ou não a bancos, manter ou não rede de lojas próprias, etc.).

Apenas a título de ilustração, em um balanço recente de uma SCI, esse custo (semestral) representava 0,7% do total de recursos (média do semestre). Para uma empresa que apresentasse esse nível de custo operacional durante um ano (1,4% sobre o total de recursos), a lucratividade hipotética de 3,905% reduzir-se-ia para 2,505% ao ano sobre os recursos totais. Como os recursos próprios (100) representam 2,8% dos recursos próprios (3 550), essa lucratividade representaria um retorno sobre os recursos próprios investidos, da ordem de 89% ao ano.

Essa lucratividade variará de empresa para empresa em função de inúmeros fatores, conforme suas características de funcionamento, composição de recursos, nível de aproveitamento dos limites operacionais, taxas de aplicação conseguidas em financiamentos de faixa V, maior ou menor captação de cadernetas de poupança, etc. O objetivo principal deste estudo é criar um instrumento de análise a ser utilizado para determinar o efeito sobre a lucratividade da empresa de algumas políticas de desenvolvimento adotadas pela administração, que alterassem a composição dos recursos captados e aplicados por ela.

Antes de utilizarmos os dados do estudo para algumas análises ilustrativas, comentaremos alguns aspectos característicos das SCI, cuja compreensão julgamos importante para sua análise.

5. DIFERIMENTO DE RECEITAS

Uma característica dos financiamentos feitos por uma sociedade de crédito imobiliário é a de as taxas de juros contratadas não serem normalmente cobradas durante o prazo do contrato. Ocorre, em geral, cobrar-se mensalmente uma taxa de juros de 0,75% (taxa anual de 9%) e a diferença para atingir a taxa contratada (10, 11, 12 ou 13% ao ano) é cobrada de uma só vez na data de assinatura do contrato. Por exemplo: num financiamento de Cr\$ 100

mil a uma taxa de 12% (quer dizer, excluindo correção monetária), o financiado deverá pagar Cr\$ 112 mil no final de um ano. Ao invés de se cobrar 0,95% ao mês sobre o saldo devedor (12% a.a.), cobra-se mensalmente 0,75%, o que dá um saldo devedor final de Cr\$ 109 380,00, e cobra-se uma taxa de abertura de crédito de Cr\$ 2 395,00. Essa taxa, se fosse incorporada inicialmente ao saldo devedor, pagando os juros mensais de 0,75%, representaria Cr\$ 2 620,00, que, somados aos Cr\$ 109 380,00, dariam os Cr\$ 112 mil, estabelecidos contratualmente.

Nos casos de financiamentos por prazo longo (até 25 anos às vezes), a contabilização do total desta taxa como receita de uma só vez geraria uma distorção significativa, pois estaríamos considerando como receita do período um valor referente a uma operação que permanecerá vigente por vários outros.

Esta distorção foi atenuada pela regulamentação do BNH que não mais permite a apropriação da taxa de uma só vez. Essa política de diferimento, apesar de alterar os lucros que seriam apresentados em cada período, não altera em nada a lucratividade das operações da empresa, não afetando, conseqüentemente, os dados estabelecidos no presente estudo.

Ao diferimento das despesas de colocação de recursos são aplicáveis os mesmos conceitos.

6. IMPOSTO DE RENDA

A isenção de imposto de renda sobre os juros e comissões relativos a financiamentos imobiliários, assim como a isenção da parte de receita de correção monetária que se mantenha em reserva para aumento de capital, torna as sociedades de crédito imobiliário livres de tributação sobre seu lucro. Esse fato afeta em muitos aspectos as operações da empresa, e deve ser profundamente analisado. A título de ilustração, podemos mostrar, por exemplo, a vantagem de um grupo financeiro transferir a maior parte de seus lucros para a sociedade de crédito imobiliário. Outro exemplo interessante é o do fato de que as aplicações de disponível desse tipo de sociedade em mercado aberto, as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional, são muito mais vantajosas que as Letras do Tesouro Nacional, pois a vantagem que estas últimas oferecem de ter o rendimento não tributado perde o significado.

Concluindo, cabe notar que a possibilidade de passar a ser tributado o lucro das sociedades de crédito imobiliário deve ser considerada em todas as análises de política de desenvolvimento. Passaremos agora a analisar algumas dessas políticas.

7. ASSISTÊNCIA FINANCEIRA

Uma das políticas, a respeito da qual a administração de uma SCI tem de decidir, refere-se à forma de encarar a assistência financeira oferecida pelo BNH.

Essa assistência financeira é oferecida pelo BNH com um custo variável, de acordo com limites e exigências estabelecidos. Cabe à empresa planejar a utilização ou não desses recursos, e no caso afirmativo, dentro de quais volumes e prazos.

O custo desses recursos até determinados limites variará entre 6 e 8% de juros mais correção monetária, de acordo com o volume de renegociações de contratos antigos (exigidos pelo BNH) que a empresa consiga efetuar. Quando a empresa tiver realizado todas essas renegociações exigidas, o custo será 6% de juros mais correção monetária. Além disso, o BNH cobra uma taxa inicial de 2% sobre o montante da operação.

Esse custo prevalecerá até o limite de cinco vezes os recursos próprios da empresa. Por exemplo, na empresa hipotética com índice 100 de recursos próprios, o BNH forneceria até 500 a esse nível de custo. Acima desse limite, o auxílio do BNH apresentará custo elevadíssimo e progressivo. Nesse caso, por exemplo, um empréstimo para um ano, garantido por cédulas hipotecárias, apresentará um custo anual de 18,9% de juros mais correção monetária.

Nota-se claramente a impossibilidade de a empresa manter recursos a esse custo. Entretanto, desde que ela tenha efetuado o total das renegociações exigidas, a assistência financeira até o limite normal é muito vantajosa, pois além do seu custo menor (6% de juros + 2% de taxa + correção monetária), esse recurso não envolve custos de captação (corretagem, distribuição) nem custos operacionais para emissão, controle e resgates de títulos.

A título de ilustração, analisaremos a possibilidade de substituir recursos de terceiros pela assistência financeira. No exemplo citado anteriormente, tínhamos a seguinte composição:

Quadro 6

Recurso	Valor	%	Índice de custo	Lucratividade
Letras imobiliárias 7%	1 470	49%	0,23757	11 64093
Letras imobiliárias 6%	630	21%	0,22581	4 74201
Cad. de poupança c/comissão	720	24%	0,22130	5 31120
Cad. de poupança direta	180	6%	0,19823	1 18938
Total	3 000	100%	—	22 88352

Como vemos, o custo médio dos recursos captados de terceiros é de 22,88352% a.a. O custo da assistência financeira será de 21,68557% a.a. (4,5% ao trimestre mais taxa inicial), até o limite de 500 (16,6% do total de recursos de terceiros). A diferença entre os índices de rentabilidade é de 1,19795% ao ano. Podemos montar o seguinte gráfico, que mostra como a lucratividade total da empresa (3,905% ao ano) irá alterar-se com a substituição de diferentes parcelas de recursos de terceiros, pela assistência financeira; considerando:

$$X = \text{Lucro} = 0,03905 = 0,0119795 Y \quad (Y = \% \text{ de assistência financeira})$$

Essa equação vale até o limite de 16,6% de recursos de terceiros, ou 14% dos recursos totais.

Gráfico 1

A partir do limite de 14% dos recursos totais, o custo será variável e progressivo. Consideremos duas alternativas, com resgate em 1 e 12 meses.

Na primeira hipótese, o índice de custo será:
 $i = 25,776\%$

Na segunda hipótese, o índice de custo será:
 $i = 33,168\%$

Como podemos observar, a lucratividade elevar-se-á até o máximo de 4,073% sobre o total de recursos com a elevação da participação da assistência financeira na composição de recursos de terceiros, até o volume de 14%. A partir daí, seu custo passa a ser desvantajoso e a lucratividade reduzir-se-á tão mais rapidamente quanto maior o prazo médio de resgate da assistência que ultrapassar esse limite. □

A coleção que vale por uma biblioteca para o empresário brasileiro.

Aspectos Legais e Econômicos

Bouzan, Souza Prado, Angarita Silva - Problemas de direito do trabalho, direito comercial e tributário,

utilização de índices estatísticos, variações sazonais, assistência técnica, planos governamentais e inflação.

Administração de Vendas

Richers, Figueiredo, Hamburger - Análise qualitativa e quantitativa do mercado, avaliação das vias de distribuição, da organização e do corpo de vendas, determinação de preços e do esforço promocional.

Administração de Vendas

Administração da Produção

de trabalho mais produtivos, planejamento e controle da produção.

Administração Geral e Relações Industriais -

Leite Cordeiro, Ribeiro de Carvalho e Bresser Pereira - Panorama administrativo geral da pequena empresa brasileira e seus problemas de produção, vendas, distribuição, compras, contabilidade e organização.

Administração Geral e Relações Industriais

Administração Contábil e Financeira

crédito, cobrança e crediário, financiamento a curto, médio e longo prazo e contabilidade de custos. Publicações da FGV

Administração Contábil e Financeira -

Monte Carmello e Schoeps - Sistemas de escrituração, de controle interno e análise financeira,

A venda nas boas livrarias, ou pelo Reembolso Postal.