

Mapeando o mundo da transparência

Incerteza e riscos no setor imobiliário



Um Índice de Transparência incrementado para 2010

O Índice de Transparência do Mercado Imobiliário Global da Jones Lang LaSalle quantifica a transparência do setor imobiliário em 81 mercados em todo o mundo. O Índice de Transparência é atualizado a cada dois anos e vem mapeando o contínuo avanço da transparência no setor imobiliário ao redor do mundo desde 1999. O Índice tem por objetivo ajudar investidores imobiliários, ocupantes corporativos e varejistas a entender diferenças importantes ao fazer negócios, fazer aquisições e operar em mercados estrangeiros. O Índice constitui também um útil termômetro para governos e para organizações do setor que estejam interessados em melhorar a transparência em seus mercados domésticos. A elevação dos níveis de transparência está associada ao aumento dos níveis de investimento direto estrangeiro – um poderoso incentivo para estimular o livre fluxo de informação e a aplicação correta e consistente da legislação imobiliária local.

O Índice de 2010 recebeu uma série de aprimoramentos em resposta ao *feedback* de clientes e às sempre dinâmicas necessidades de investidores internacionais, ocupantes corporativos e varejistas. Reconhecendo a crescente importância da transparência no que se refere à dívida imobiliária, introduzimos novos elementos relativos à disponibilidade de informações sobre dívida de imóveis comerciais e o papel dos órgãos reguladores bancários no monitoramento e na divulgação de dados sobre a dívida imobiliária. Acrescentamos também novos mercados do Norte da África e da região do Levante (Tunísia, Líbano e Jordânia) para refletir o universo em constante expansão do setor imobiliário, ora na mira de investidores, ocupantes corporativos e varejistas.

A exemplo de pesquisas anteriores, equipes de pesquisadores e líderes de negócios da Jones Lang LaSalle e da LaSalle Investment Management trabalharam em conjunto no sentido de avaliar a transparência em cada um dos 81 mercados. Especialistas em contabilidade, finanças e direito também foram consultados, especialmente em mercados emergentes, para suplementar nosso conhecimento coletivo do setor imobiliário.

O Índice de Transparência encontra-se agora disponível com mais recursos interativos na internet:

www.joneslanglasalle.com/Transparency
(em inglês)

No site você poderá explorar os diferentes componentes da transparência imobiliária em nível global, regional e nacional. Uma série de mapas interativos globais e regionais facilita a comparação da transparência entre mercados e ao longo do tempo. Identificamos os mercados que se movimentaram mais rapidamente nos últimos dois anos e apresentamos os mercados mais bem classificados em cada uma das cinco categorias de transparência – Medição do Desempenho, Dados do Mercado, Empresas e Fundos Listados, Ambiente Jurídico e Regulatório, e Processos de Transação.

Confiamos que o Índice de Transparência incrementado fornecerá valiosos *insights* das mudanças na transparência do setor imobiliário ao redor do mundo. A descrição completa da metodologia usada para gerar o Índice 2010 é apresentada na Nota Técnica da página 38.

Para obter mais informações sobre o Índice de Transparência do Mercado Imobiliário Global 2010 e sobre como podemos ajudá-lo em suas decisões imobiliárias, pedimos a gentileza de entrar em contato com um membro da nossa Equipe de Transparência do Mercado Imobiliário Global (ver contatos no final deste relatório).

Principais descobertas do índice 2010

O “Global Real Estate Transparency Index (GRETI)” ou Índice de Transparência do Mercado Imobiliário Global 2010 revela uma notável desaceleração no avanço da transparência do setor imobiliário nos últimos dois anos. Isso sugere que a recente turbulência dos mercados financeiro, econômico e imobiliário globais afetou o comportamento do mercado, com os players do setor imobiliário se concentrando mais na sobrevivência do que no desenvolvimento do mercado. Nos últimos dois anos, a melhora média da transparência imobiliária nos 81 mercados cobertos pelo GRETI caiu pela metade em comparação com os períodos de 2006 a 2008 e 2004 a 2006.

Dos principais componentes da transparência imobiliária, os processos de transação parecem ter sido os mais prejudicados pela conjuntura mais complicada dos últimos dois anos. Mais surpreendente é a evidência de uma desaceleração do avanço da transparência nos ambientes jurídico e regulatório do setor imobiliário. Não obstante, a qualidade e a profundidade das informações sobre os números do mercado continuam a melhorar, ajudando a impulsionar esta dimensão da transparência na maioria dos mercados de todo o mundo.

Em contraste com os Índices anteriores, vários mercados têm testemunhado níveis de transparência em queda ou estáticos, com um terço (27 de um total de 81 mercados) registrando piora ou nenhuma melhora entre 2008 e 2010. A piora foi registrada em mercados como Paquistão, Kuwait, Venezuela, Dubai e Bahrain. Embora os níveis de queda tenham sido moderados, a reversão de seus avanços passados é notável.

Contudo, há uma série de pontos positivos, e a transparência continua a melhorar, ainda que moderadamente, na maioria dos mercados. Dos 15 mercados que mais melhoraram, nove estão na Europa e seis no Pacífico Asiático. A Turquia encabeça o quadro da grupo de países que exibiram melhora, sendo que ocorreram avanços na China, Índia, Polônia, Portugal, Romênia, Grécia e Hungria. Vários mercados mais avançados, tais como Alemanha, Irlanda e Dinamarca, também subiram de posição no grupo de transparência.

A Austrália ocupa agora o primeiro lugar como o mercado mais transparente do mundo, empurrando o Canadá para o segundo lugar, enquanto o Reino Unido ocupa a terceira posição. O tradicional grupo de líderes – Austrália, Nova Zelândia, Reino Unido, EUA e Canadá – foi agora alcançado por vários mercados da Europa. Suécia, Irlanda e França passam a estar entre os mercados mais transparentes do mundo.

A região do Pacífico Asiático mostrou os mais amplos avanços dos últimos dois anos na questão da transparência. A Austrália e a Nova Zelândia são os mercados mais transparentes da região, seguidos de perto por Cingapura e Hong Kong. Todavia, foi na Índia e na China que os maiores avanços da região foram registrados, uma tendência que se disseminou para cada uma de suas cidades secundárias e terciárias. O Pacífico Asiático também continua a demonstrar algumas das maiores anomalias, com o Japão e a Coreia do Sul exibindo níveis baixos de transparência imobiliária relativamente a sua maturidade econômica.

A Europa tem um quadro de transparência misto. A Turquia e alguns Países da Europa Central e Oriental (PECO) mostraram bom avanço à medida que seus mercados passam a entrar mais no circuito dos negócios internacionais e seus ambientes regulatório e jurídico tornam-se mais

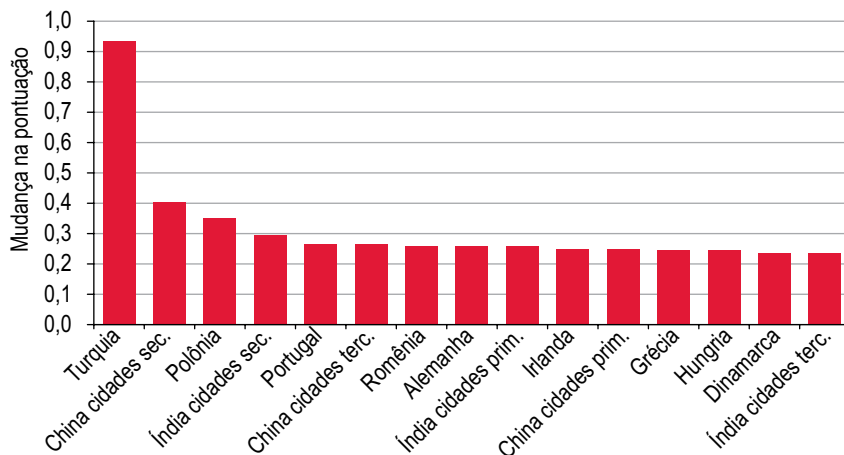
Quadro 1: Mercados Altamente Transparentes

Ranking composto 2010	Mercado	Pontuação composta 2010	Faixa composta 2010
1	Austrália	1,22	1
2	Canadá	1,23	1
3	Reino Unido	1,24	1
4	Nova Zelândia	1,25	1
4	Suécia	1,25	1
6	Estados Unidos	1,25	1
7	Irlanda	1,27	1
8	França	1,28	1
9	Holanda	1,38	1
10	Alemanha	1,38	1
11	Bélgica	1,46	1
12	Dinamarca	1,50	1

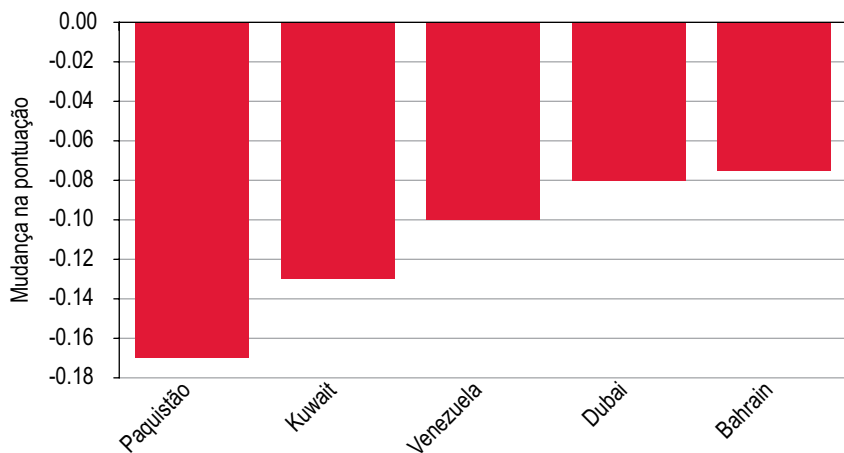
Nota: As pontuações foram arredondadas para duas casas decimais; a classificação foi baseada nas pontuações não arredondadas.

*Integrando os vários níveis de transparência. (N.T.)

Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

Quadro 2: Maiores avanços, 2008 a 2010

Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

Quadro 3: Maiores quedas, 2008 a 2010

Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

alinhados com as economias da União Europeia. Na verdade, os países PECO mais avançados (Polônia, República Tcheca e Hungria) alcançaram agora os mais retardatários da Europa Ocidental, como a Itália, que têm lutado para melhorar a transparência imobiliária. Todavia, na Rússia e na Ucrânia, os avanços na transparência tiveram uma parada em 2010, um reflexo da intensidade da retração imobiliária em ambos os mercados, demonstrando acentuado contraste com os sólidos avanços registrados em 2008.

Os mercados das Américas exibiram mudanças mais modestas na transparência. As melhoras permaneceram estacionárias nos dois mercados mais transparentes da região, os EUA e o

Canadá, assim como na maioria dos países latinoamericanos. Entre as maiores economias, apenas o Brasil registrou notável avanço, enquanto a Venezuela – que exibiu aguda piora entre 2006 e 2008 – piorou ainda mais em 2010.

Alguns dos mercados da região do Oriente Médio e do Norte da África (MENA, na abreviatura em inglês) que mereceram destaque em nosso Índice de 2008 por seu forte avanço na questão da transparência, experimentaram um retrocesso em 2010. Uma série de mercados MENA registrou ligeira piora na transparência, incluindo o Paquistão, o Kuwait, Dubai e o Bahrain. Dubai é emblemático da luta da região para conseguir maiores avanços nos níveis de transparência, mas Dubai assumiu também a liderança na introdução de importantes reformas na área de regulamentação, as quais têm potencial para melhorar a transparência do mercado nos próximos anos.

Em outras partes da região do MENA, a transparência está melhorando em alguns mercados do Norte da África, refletindo o crescente interesse internacional no mercado imobiliário norte-africano. Os países da região do Levante (como Líbano, Jordânia e Síria) estão aparecendo no radar imobiliário internacional e gradualmente fazendo subir a curva da transparência.

À luz da crise financeira que varreu o mundo nos últimos dois anos, o Índice 2010 avaliou especificamente a transparência dos mercados de dívida imobiliária em termos da extensão e profundidade dos dados disponíveis sobre a dívida de imóveis comerciais (originações, saldos em aberto, vencimentos e atrasos/inadimplência), como também até que ponto a dívida imobiliária é monitorada nos balanços dos bancos. Os níveis de transparência da dívida variam enormemente entre as regiões e entre países desenvolvidos e em desenvolvimento. Em muitos países desenvolvidos, o processo de fiscalização regulatória é relativamente bem desenvolvido, mas a disponibilidade de informações relativas aos mercados de dívida de imóveis comerciais, não. Os países com as mais altas pontuações na regulamentação consistente e ampla da dívida de imóveis comerciais são a Austrália, a Irlanda e o Canadá. Em países menos desenvolvidos, as pontuações em ambos os atributos situam-se na faixa de semitransparentes ou abaixo.

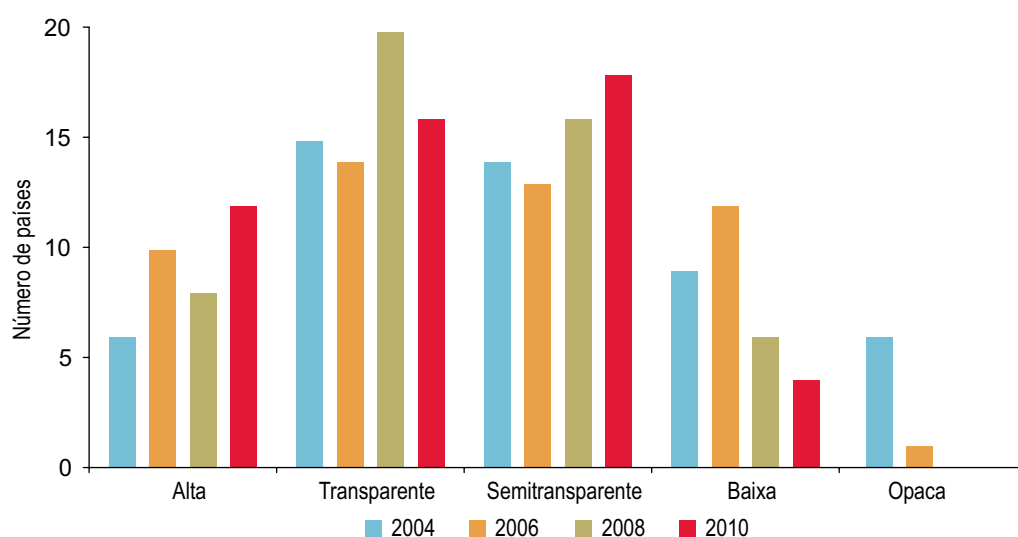
Olhando adiante

Os últimos dois anos certamente demonstraram que altos índices de transparência não eliminam os riscos para investidores ou ocupantes. O livre fluxo de informação e a consistente aplicação da legislação imobiliária local não impediram que os valores caíssem nem geraram maior acesso ao crédito num momento em que a liquidez secou. O real valor da transparência deveria, porém, mostrar-se evidente ao comparar a rapidez com que os mercados conseguem se abrir depois de uma crise financeira. Em muitos países, a recapitalização do setor imobiliário está sendo auxiliada pelo livre fluxo de informação e pela proteção dos direitos de propriedade. Todavia, tais direitos se aplicam tanto ao lado do patrimônio como ao lado da dívida na estrutura de capital de imóveis, sendo que separá-los numa estrutura de capital complexa e securitizada levará tempo. Os locatários se beneficiam quando a inadimplência de locadores é resolvida de forma rápida e eficiente. Os investidores se beneficiam quando leis de falência são aplicadas de forma justa, correta e eficiente. Esse processo está se desenrolando agora. Daqui a dois anos, quando publicarmos o nosso próximo Índice, teremos condição de falar sobre o papel da transparência no pós-crise financeira.

Nesse meio tempo, é nítido que os mercados com níveis de transparência altos ou em ascensão

estão passando mais rápido pelo processo de reestruturação do que aqueles que exibem níveis de transparência em queda. Se o aumento da transparência pode ter contribuído para uma maior volatilidade é uma pergunta que permanece em aberto. O capital financiado e próprio fluiu de forma indisciplinada tanto em mercados emergentes como em mercados desenvolvidos durante o período de 2006-2008. Conforme ilustram os mercados de ações, o crescente acesso a dados não elimina a volatilidade nem impede os investidores de cometer erros de julgamento. No futuro, os órgãos reguladores acertadamente enfatizarão a importância de uma maior divulgação de informações para que se possa aferir a capacidade de crédito de imóveis comerciais e avaliar a capacidade do setor de suportar dívida. Conforme essas medidas forem sendo implementadas, esperamos que a transparência da dívida imobiliária, e, por conseguinte, de todos os mercados de capitais do setor imobiliário, aumentará. Todavia, não esperamos que a inerente ciclicidade do setor imobiliário venha um dia a ser eliminada. A maior transparência leva os imóveis do mundo da incerteza (perigos e resultados desconhecidos) para mais perto do mundo do risco (perigos conhecidos, resultados probabilísticos).

Quadro 4: Mudança nos níveis de transparência, 2004–2010



Nota: Abrange somente os países incluídos no índice desde 2004.
Sources: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

Quadro 5: Índice Composto

Nível de transparência	Ranking composto 2010	Mercado	Pontuação composta 2010	Faixa composta 2010	Nível de transparência	Ranking composto 2010	Mercado	Pontuação composta 2010	Faixa composta 2010
Alta	1	Austrália	1,22	1	Semitransparente	42	Coréia do Sul	3,11	3
	2	Canadá	1,23	1		43	Rússia cid. terciárias	3,12	3
	3	Reino Unido	1,24	1		44	Macau	3,13	3
	4	Nova Zelândia	1,25	1		45	China cid. primárias	3,14	3
	4	Suécia	1,25	1		46	México	3,14	3
	6	Estados Unidos	1,25	1		46	Ucrânia	3,14	3
	7	Irlanda	1,27	1		48	Filipinas	3,15	3
	8	França	1,28	1		49	Índia cid. secundárias	3,17	3
	9	Holanda	1,38	1		50	Bahrain	3,28	3
	10	Alemanha	1,38	1		51	Argentina	3,30	3
	11	Bélgica	1,46	1		52	Costa Rica	3,32	3
	12	Dinamarca	1,50	1		53	Eslovênia*	3,33	3
Transparente	13	Finlândia	1,53	2	54	China cid. secundárias	3,38	3	
	14	Espanha	1,58	2	55	Índia cid. terciárias	3,39	3	
	15	Áustria	1,71	2	56	EAU – Abu Dhabi	3,45	3	
	16	Cingapura	1,73	2	57	Indonésia	3,46	3	
	17	Noruega	1,75	2	58	Jordânia*	3,46	3	
	18	Hong Kong	1,76	2	59	Omã	3,50	4	
	19	Portugal	1,82	2	60	Marrocos	3,58	4	
	20	Suíça	1,87	2	61	Croácia	3,59	4	
	21	Itália	1,89	2	62	Egito	3,62	4	
	22	Polônia	1,99	2	63	Arábia Saudita	3,66	4	
	23	África do Sul	2,09	2	64	Catar	3,70	4	
	24	República Tcheca	2,15	2	65	China cid. terciárias	3,73	4	
	25	Malásia	2,30	2	66	Líbano*	3,78	4	
	26	Japão	2,30	2	67	Panamá	3,85	4	
	27	Hungria	2,33	2	68	Kuwait	3,90	4	
	28	Israel	2,38	2	69	Uruguai	3,92	4	
	Semitransparente	29	Grécia	2,60	3	70	Cazaquistão	3,93	4
30		Eslováquia	2,61	3	71	Colômbia	3,96	4	
31		Rússia cid. primárias	2,64	3	72	Peru	4,00	4	
32		Romênia	2,68	3	73	Paquistão	4,18	4	
33		Taiwan	2,71	3	74	Venezuela	4,18	4	
34		Chile	2,72	3	75	Tunísia*	4,24	4	
35		Rússia cid. secundárias	2,86	3	76	Vietnã	4,25	4	
36		Turquia	2,90	3	77	República Dominicana	4,28	4	
37		EAU – Dubai	2,93	3	78	Belarus	4,48	4	
38		Brasil	2,95	3	79	Síria	4,65	5	
39		Tailândia	3,02	3	80	Sudão	4,68	5	
40		Bulgária	3,03	3	81	Argélia	4,74	5	
41		Índia cid. primárias	3,11	3					

* Denota novo mercado adicionado em 2010.

Nota: As pontuações foram arredondadas para duas casas decimais; a classificação foi baseada nas pontuações não arredondadas.

Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

Transparência dos mercados de dívida de imóveis comerciais

A imensa crise financeira que atingiu a economia mundial em 2008 afetou profundamente os mercados de dívida imobiliária. A dívida de imóveis comerciais foi ao mesmo tempo um fator que contribuiu para a crise e um alvo da crise. Por exemplo, a quebra do Lehman Brothers foi, em parte, devida a seu considerável e altamente alavancado portfólio de títulos de dívida de imóveis comerciais. Esses títulos perderam boa parte do seu valor, levando outros bancos a questionar a solvência do Lehman – culminando em sua falência. Mais recentemente, o Banco da Espanha anunciou que terá de usar aproximadamente €100 bilhões para injetar capital – e reestruturar – 45 ‘cajas’, um setor bancário que financiou fortemente a compra de imóveis residenciais e comerciais durante a bolha de crédito. A exemplo de muitos outros anúncios relativos a financiamentos imobiliários problemáticos que tiveram lugar nos últimos dois anos, essa notícia causou ondas de choque que reverberaram em todos os mercados financeiros do mundo.

Em um esforço para entender como dois dos principais temas da transparência – fluxos de informação e fiscalização regulatória consistente – aplicam-se aos mercados de títulos de dívida de imóveis comerciais, a Jones Lang LaSalle acrescentou duas pontuações no Índice 2010. Uma pergunta avalia a extensão e profundidade dos dados disponíveis sobre a dívida de imóveis comerciais, incluindo quantidade e tipos de financiamento feitos a cada ano, vencimentos da dívida, perfil de empréstimos herdados, índices de atraso e inadimplência, e tipos de garantias. A outra examina em que grau os riscos de financiamentos de imóveis comerciais são monitorados pelos reguladores de instituições financeiras, inclusive bancos e companhias de seguro de vida. Cabe salientar que essas novas perguntas não tratam diretamente da transparência do processo maior de securitização de dívidas, que ficou praticamente suspenso por cerca de dois anos em muitos países. Tampouco abordam a regulamentação e a transparência da negociação de títulos próprios por instituições financeiras (como o Lehman) e fundos de *hedge*, os quais têm instrumentos de dívida de imóveis comerciais altamente estruturados, tais como empréstimos de mezanino ou tranches subordinadas de títulos lastreados em hipotecas comerciais, para fins de investimento. Sem dúvida, essas forças estavam em ação durante a crise financeira. Por outro

lado, porém, essas novas pontuações abordam aspectos básicos da transparência da dívida imobiliária, os quais seriam presumivelmente de utilidade tanto para firmas de investimento como para órgãos reguladores. As pontuações de perguntas relativas a dívida revelam as seguintes tendências amplas:

- A pontuação média de transparência da atuação dos órgãos reguladores de empréstimos imobiliários é mais alta do que a pontuação média de disponibilidade de dados relativos a dívida de imóveis comerciais. Em outras palavras, os órgãos reguladores de muitos países estão/estavam fazendo um trabalho relativamente bom de monitoramento de valores de garantias e de variações de fluxo de caixa no tocante à qualidade de empréstimos de imóveis comerciais. Numa retrospectiva, grande parte da crise de crédito de imóveis comerciais parece estar ligada ao fato de que órgãos reguladores de muitos países não tinham autoridade de supervisão no tocante a empréstimos securitizados. Ademais, em muitos países, informações sobre a dívida de imóveis comerciais não estão amplamente disponíveis para o mercado em geral.
- Numa tendência paralela revelada pelas pontuações gerais de transparência, os níveis de transparência da dívida variam enormemente entre as regiões, bem como entre países desenvolvidos e em desenvolvimento. Em muitos países desenvolvidos, o processo de fiscalização regulatória obteve pontuações razoavelmente altas, mas o mesmo não ocorreu nas pontuações relativas a disponibilidade de informações sobre os mercados de títulos de dívida de imóveis comerciais. Em países menos desenvolvidos, as pontuações em ambos os atributos estão na faixa de semitransparentes ou abaixo.

Disponibilidade de informações sobre mercados de títulos de dívida de imóveis comerciais

As pontuações relativas a regras para empréstimos imobiliários são em geral mais altas que as pontuações relativas a disponibilidade de dados sobre os mercados de títulos de dívida imobiliária, uma vez que o desenvolvimento da coleta de dados tem sido mais lento que o da regulamentação financeira. O Basileia II foi implementado em 1989 e, embora não tenha imposto regras aos bancos de todo o mundo, forneceu aos reguladores bancários um modelo de estrutura que poderia ser implementado se os órgãos reguladores do país assim o desejassem. Em contraste, a coleta e disseminação de dados relativos à dívida imobiliária têm se revelado lentas. Muitos dos países que não dispõem de dados de séries temporais da dívida imobiliária também não têm dados de séries temporais dos números do mercado imobiliário nem de referenciais de desempenho. Em muitas economias em desenvolvimento, a coleta de dados é uma prioridade menor comparativamente a questões de transparência mais básicas, tais como estabelecer direitos de propriedade e fazer cumprir contratos. Além disso, na ausência de mercados secundários bem desenvolvidos, muitos países não têm porque coletar e divulgar dados sobre a dívida de imóveis comerciais, uma vez que tais empréstimos não são negociados, sendo em geral mantidos até o vencimento. Em outros mercados, a exemplo de muitos mercados da América Latina, informações sobre a dívida de empréstimos de imóveis comerciais não estão amplamente disponíveis, de modo que naturalmente existe muito pouca informação sobre o setor.

Embora existam amplas informações relativas aos mercados de títulos de dívida imobiliária nos EUA, no Canadá e na Irlanda (todos pontuando como '1'), o mesmo não se aplica a outros países Altamente Transparentes. Apenas pouco mais de 89% dos países receberam a classificação de semitransparentes ou abaixo, nessa pergunta. Até mesmo países classificados nos primeiros lugares como Altamente Transparentes, tais como França, Nova Zelândia e Alemanha, têm dificuldade de fornecer aos participantes do mercado séries temporais de dados sobre saldos em aberto, vencimentos e originações da dívida imobiliária. Talvez essa falta de dados em alguns dos países mais transparentes tenha contribuído para uma

falta de entendimento do mercado de dívida imobiliária. Em palavras simples, fica difícil para os participantes do mercado considerar nos preços informações não disponíveis.

Apesar de dispor de muita informação sobre seu mercado de títulos de dívida de imóveis comerciais, tanto os EUA como o Reino Unido estiveram no centro da crise financeira. Esse fato suscita perguntas sobre a ligação entre transparência da dívida imobiliária e disponibilidade de dados dos mercados de títulos de dívida imobiliária. Os dados sobre a dívida imobiliária informam os participantes do mercado sobre os fluxos de capital (originações, saldos em aberto, vencimentos) e sobre as características do crédito (índice de cobertura da dívida, índice 'loan-to-value'¹ e índices de atraso e inadimplência). Embora muito desses dados tenham sido usados para entender as correlações, bem como as probabilidades de inadimplência ao estruturar títulos lastreados em hipotecas comerciais, eles não foram usados para impedir a subscrição leniente nem para se ajustar a períodos de grave recessão econômica, quando os retornos sobre ativos ficam mais próximos um do outro, fazendo aumentar as correlações. A profusão de dados não elimina o risco. A experiência anglo-americana mostra que, no mundo da dívida, a profusão de dados pode ter estimulado a engenharia financeira, como a securitização de dívidas, na verdade aumentando a volatilidade nos mercados imobiliários. A natureza autorreguladora de dados da dívida plenamente divulgados e acessíveis foi rompida quando estruturas altamente complexas mascararam as características dos empréstimos subjacentes.

Regulamentação financeira relativa a empréstimos

Os países com as mais altas pontuações na regulamentação consistente e ampla da dívida de imóveis comerciais são a Austrália, a Irlanda e o Canadá. Essa pergunta seguiu uma distribuição mais normal que a da pergunta sobre disponibilidade de dados – 57% dos países atingiram a pontuação '2' ou '3'. Todavia, com apenas quatro países atingindo a pontuação '1' na classificação, fica evidente que muitos países bem desenvolvidos estão com dificuldade de conseguir ter regras altamente transparentes para empréstimos imobiliários. Os EUA e o Reino Unido não conseguiram um '1' na pergunta relativa a regras para empréstimos. Em contraste, países que passaram relativamente ilesos à crise, tais como Austrália e Canadá, pontuaram muito bem. Contudo, o monitoramento das práticas de concessão de empréstimos não é o único aspecto importante da transparência da dívida de imóveis comerciais de um país. A dívida securitizada traz novos desafios no tocante a divulgação e regras. Se a SEC (Comissão de Valores Mobiliários e Câmbio dos EUA) estivesse monitorando devidamente a considerável concentração de empréstimos de mezanino e "B-notes" (tranches subordinadas de dívida securitizada) do Lehman Brothers, talvez tivesse identificado os problemas do banco antes de ele chegar à situação de crise.

Crises bancárias e transparência das regras financeiras

Durante a bolha de crédito de 2005-2007, novas fontes de títulos de dívida imobiliária foram disponibilizadas em ampla variedade de instituições de crédito – bancos, seguradoras de vida, cooperativas de crédito e outros financiadores não bancários. Contudo, os muitos trabalhos acadêmicos realizados sobre crises bancárias mostram que há forte relação entre as crises bancárias e a qualidade das regras para empréstimos existentes no país. Por vezes, essa relação parece ser contraintuitiva em países que recentemente vivenciaram uma crise bancária e que tinham, em média, mais regras para empréstimos do que aqueles que não a vivenciaram. Crises bancárias acontecem tanto em países em desenvolvimento como em países desenvolvidos, porém um número desproporcionado de crises bancárias ocorre em países em desenvolvimento². Analistas de títulos de dívida imobiliária terão de observar como o Basileia II se revelará em ajudar a regular o financiamento de imóveis comerciais em todo o mundo. As últimas propostas do Comitê da Basileia (conhecidas como Basileia III) exigirão que os bancos mantenham um coeficiente de capital de no mínimo 6%, sejam rigorosos em sua definição de 'capital principal da instituição', atendam aos índices de cobertura de liquidez e reduzam os riscos de contrapartes associados a derivativos e acordos de recompra. Se qualquer dessas propostas for implementada em todas as instituições de crédito do mundo durante os próximos anos, a transparência das normas bancárias relativas a imóveis comerciais certamente mudará.

¹ Índice 'loan-to-value' (LTV) é a razão entre o valor financiado e o valor total do ativo. (N.T.)

² Reuven Glick & Michael Hutchison, "Banking and currency crises: How Common are Twins?", Pacific Basin Working Paper Series 99-07, 1999, Federal Reserve Bank of San Francisco.

Países desenvolvidos versus países em desenvolvimento

Países desenvolvidos obtêm pontuações melhores no quesito de regras para empréstimos e disponibilidade de dados do que os países em desenvolvimento. No entanto, isoladamente, esta descoberta não é especialmente reveladora. A maior disparidade entre países desenvolvidos e em desenvolvimento está no quesito de regras para empréstimos. Conforme Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff observam em seu livro *Oito séculos de delírios financeiros*, países desenvolvidos enfrentaram desafios bancários muitos séculos atrás, durante seu estágio de desenvolvimento econômico. Após séculos de aprendizado, os países desenvolvidos implementaram normas bancárias mais severas³. No quesito de disponibilidade de dados, muitos países desenvolvidos não têm uma organização definida que seja responsável por coletar dados de séries temporais de saldos em aberto, originações e vencimentos de hipotecas.

Descobertas regionais

Há também diferenças regionais no que se refere à transparência de mercados de dívida. A região do Oriente Médio e do Norte da África tem a menor média de pontuação na disponibilidade de dados. Em Dubai, o Nakheel Group, subsidiária da Dubai World, não fez os pagamentos da dívida em 2009 e, desde então, a região vem repensando como imóveis deveriam ser financiados. Foi anunciada uma proposta de reestruturação da dívida da Dubai World, proposta essa que aborda a questão de como o governo irá lidar com as dívidas excessivas e com o excesso de oferta imobiliária resultante da imensa quantidade de novas edificações erguidas nos últimos oito anos. Embora essa proposta represente um avanço, a maior parte da dívida imobiliária da região teve sua classificação rebaixada, especialmente em Dubai.

A Europa tem a maior média de pontuação em ambos os quesitos, regras para empréstimos e disponibilidade de dados. Os países desenvolvidos da Europa têm séculos de prática no aprimoramento dessas regras. Na União Europeia, a Irlanda tem sido a líder na abordagem de seus problemas na área da dívida imobiliária, principalmente através da agência NAMA (National Asset Management Agency), criada pelo governo. Esse veículo de renegociação de dívida foi projetado para adquirir empréstimos bons e ruins das instituições participantes e, com a sua implementação, há agora total divulgação dos dados sobre empréstimos imobiliários e relatórios regulares sobre o desempenho desses empréstimos. Também bem pontuada na transparência da dívida está a Suécia, país onde, após a crise de seu sistema bancário na década de 1990, os controles sobre empréstimos tornaram-se mais rigorosos e cujo governo monitora sistematicamente os empréstimos imobiliários.

A América Latina tem o pior desempenho no quesito de regras para empréstimos, uma vez que a maioria dos países não tem um mercado de títulos de dívida competitivo para financiar imóveis comerciais. A dívida, na América Latina, costuma ser onerosamente cara ou sem direito de regresso. Por exemplo, no Brasil, os bancos

³ Kenneth Rogoff e Carmen Reinhart, *Oito séculos de delírios financeiros* (Editora Campus, 2010).

raramente fazem empréstimos sem direito de regresso para imóveis. No México, os bancos comerciais começaram agora a financiar imóveis comerciais; historicamente, grande parte dos financiamentos tem provindo de grandes financiadores não bancários como a GE Capital. Na Argentina, a dívida imobiliária é quase inexistente. No livro de Reinhart e Rogoff, é interessante observar que os países latinoamericanos passaram muito tempo em atraso no pagamento de suas dívidas soberanas desde sua independência. Embora não completamente conclusivo, esse fato ajuda a lançar alguma luz sobre por que a América Latina não tem um mercado de títulos de dívida operante e mais sofisticado. Talvez os investidores achem muito arriscado emprestar dinheiro na região, dado o seu histórico de calote.

Na Ásia, a transparência da dívida de imóveis comerciais obteve pontuações mais altas que as da América Latina e da região do Oriente Médio e Norte da África, porém mais baixas que as da Europa ou da América do Norte. O Banco do Povo da China (banco central chinês) anunciou nos últimos meses várias e diferentes rodadas de novas regras relativas à dívida de imóveis comerciais e residenciais. Essas novas regras são exemplos do importante papel que o governo desempenha no monitoramento do fluxo da dívida imobiliária por toda a Ásia. Japão, Coreia do Sul e muitos outros países asiáticos também tornaram mais rigorosas as regras para financiamento de imóveis comerciais, resultado de crises anteriores deflagradas por práticas lenientes na concessão de empréstimos para a compra de imóveis comerciais e residenciais.

A transparência da dívida é uma questão complexa

Conforme descobrimos quando decidimos incluir a transparência da dívida em nosso Índice de Transparência do Mercado Imobiliário Global 2010 (GRETI 2010), há muitas formas diferentes de se avaliar a transparência da dívida imobiliária. As novas pontuações dos países visam a abordar alguns dos aspectos mais básicos da transparência de empréstimos como um todo em um mercado complexo que agora inclui dívida securitizada e altamente estruturada. Na esteira da crise financeira, tornou-se clara a importância de se entender os mercados de títulos de dívida de imóveis comerciais e como eles são regulados. O GRETI 2010 descobriu que o montante de dados disponíveis sobre os mercados de títulos de dívida imobiliária é limitado em praticamente todos os países, mas que, ainda assim, tais dados têm sido usados por agências de classificação e bancos de investimento para estruturar títulos lastreados em hipotecas comerciais e para avaliar a qualidade de empréstimos. Isso pode explicar por que tantos empréstimos imobiliários acabaram se tornando problemáticos. Em contraste, muitos países desenvolvidos pontuaram razoavelmente bem em termos de regras para a concessão de empréstimos, embora haja pouca regulamentação do processo de securitização e pouco gerenciamento holístico do risco no sistema financeiro.

Comparação de subíndices

Quadro 6: Vinte primeiros colocados em cada subíndice

Medição do Desempenho				Dados do Mercado				Empresas e Fundos Listados			
Class. no subíndice	Mercado	Pontuação no subíndice 2010	Pontuação composta 2010	Class. no subíndice	Mercado	Pontuação no subíndice 2010	Pontuação composta 2010	Class. no subíndice	Mercado	Pontuação no subíndice 2010	Pontuação composta 2010
1	Austrália	1,00	1,22	1	Austrália	1,00	1,22	1	Austrália	1,00	1,22
1	Irlanda	1,00	1,27	1	Alemanha	1,00	1,38	1	Canadá	1,00	1,23
1	Nova Zelândia	1,00	1,25	1	Estados Unidos	1,00	1,25	1	Dinamarca	1,00	1,50
1	Reino Unido	1,00	1,24	4	Bélgica	1,20	1,46	1	Finlândia	1,00	1,53
5	Estados Unidos	1,07	1,25	4	França	1,20	1,28	1	Irlanda	1,00	1,27
6	Canadá	1,14	1,23	4	Nova Zelândia	1,20	1,25	1	Holanda	1,00	1,38
6	França	1,14	1,28	7	Canadá	1,40	1,23	1	África do Sul	1,00	2,09
6	Suécia	1,14	1,25	7	República Tcheca	1,40	2,15	1	Suécia	1,00	1,25
9	Portugal	1,29	1,82	7	Polônia	1,40	1,99	1	Suíça	1,00	1,87
10	Bélgica	1,43	1,46	7	Suécia	1,40	1,25	1	Reino Unido	1,00	1,24
10	Holanda	1,43	1,38	11	Hong Kong	1,60	1,76	11	Estados Unidos	1,17	1,25
10	Espanha	1,43	1,58	11	Cingapura	1,60	1,73	12	Alemanha	1,33	1,38
13	Áustria	1,57	1,71	11	Espanha	1,60	1,58	12	Hong Kong	1,33	1,76
13	Finlândia	1,57	1,53	11	Reino Unido	1,60	1,24	12	Macau	1,33	3,13
13	Alemanha	1,57	1,38	15	Áustria	1,80	1,71	12	Nova Zelândia	1,33	1,25
13	Itália	1,57	1,89	15	Irlanda	1,80	1,27	12	Cingapura	1,33	1,73
13	Noruega	1,57	1,75	15	Holanda	1,80	1,38	17	Áustria	1,67	1,71
13	África do Sul	1,57	2,09	18	Hungria	2,00	2,33	17	Bahrain	1,67	3,28
19	Dinamarca	1,71	1,50	18	Itália	2,00	1,89	17	Bélgica	1,67	1,46
19	Japão	1,71	2,30	18	Eslováquia	2,00	2,61	17	Itália	1,67	1,89

Ambiente Jurídico e Regulatório				Processos de Transação			
Class. no subíndice	Mercado	Pontuação no subíndice 2010	Pontuação composta 2010	Class. no subíndice	Mercado	Pontuação no subíndice 2010	Pontuação composta 2010
1	Dinamarca	1,00	1,50	1	Irlanda	1,00	1,27
1	Finlândia	1,00	1,53	2	Canadá	1,14	1,23
1	Hong Kong	1,00	1,76	3	Dinamarca	1,43	1,50
1	Cingapura	1,00	1,73	3	França	1,43	1,28
1	Suécia	1,00	1,25	3	Holanda	1,43	1,38
1	Reino Unido	1,00	1,24	3	Nova Zelândia	1,43	1,25
7	França	1,18	1,28	7	Estados Unidos	1,50	1,25
7	África do Sul	1,18	2,09	8	Austrália	1,57	1,22
9	Taiwan	1,27	2,71	8	Finlândia	1,57	1,53
10	Austrália	1,36	1,22	8	Suécia	1,57	1,25
10	Áustria	1,36	1,71	8	Reino Unido	1,57	1,24
10	Canadá	1,36	1,23	12	Bélgica	1,86	1,46
10	Alemanha	1,36	1,38	12	Alemanha	1,86	1,38
10	Malásia	1,36	2,30	12	Noruega	1,86	1,75
10	Holanda	1,36	1,38	12	Portugal	1,86	1,82
10	Nova Zelândia	1,36	1,25	12	Espanha	1,86	1,58
10	Suíça	1,36	1,87	17	República Tcheca	2,00	2,15
10	Estados Unidos	1,36	1,25	17	Hungria	2,00	2,33
19	Bélgica	1,45	1,46	17	Polônia	2,00	1,99
19	Irlanda	1,45	1,27	17	Suíça	2,00	1,87

Nota: As pontuações foram arredondadas para duas casas decimais; a classificação foi baseada nas pontuações não arredondadas.

Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

Quadro 7: Subíndices globais e regionais, Índice composto

	Global	Américas	Europa	Região do Pacífico Asiático	Região do Or. Médio e Norte da África
Medição do desempenho	3,12	3,66	2,47	2,99	4,20
Dados do mercado	3,23	3,58	2,57	3,23	4,29
Empresas e fundos listados	2,60	3,60	2,15	2,19	3,21
Ambiente jurídico e regulatório	2,52	2,69	2,05	2,44	3,47
Processos de transação	2,82	3,01	2,24	2,89	3,78

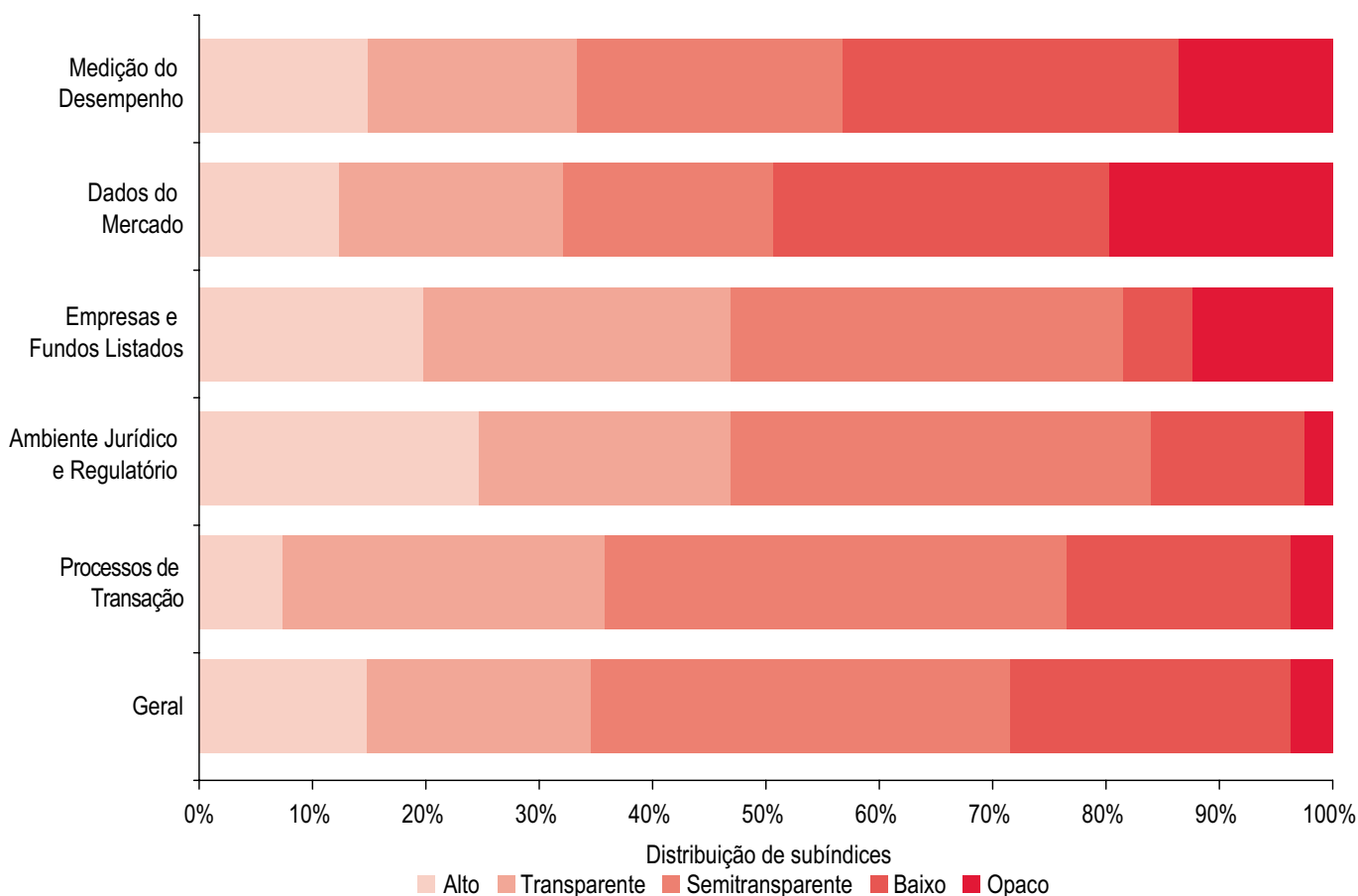
Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

Quadro 8: Índice padronizado – Variação por região, 2008–10

Região	Pontuação média 2008	Pontuação média 2010	Mudança
Pacífico Asiático	2,91	2,78	0,13
Oriente Médio e Norte da África	3,80	3,81	-0,01
Europa	2,35	2,20	0,15
Américas	3,19	3,16	0,03
Global	2,87	2,77	0,10

* Baseado no Índice Padronizado, o qual exclui pontuações relativas a transparência da dívida. Ver Nota Técnica.

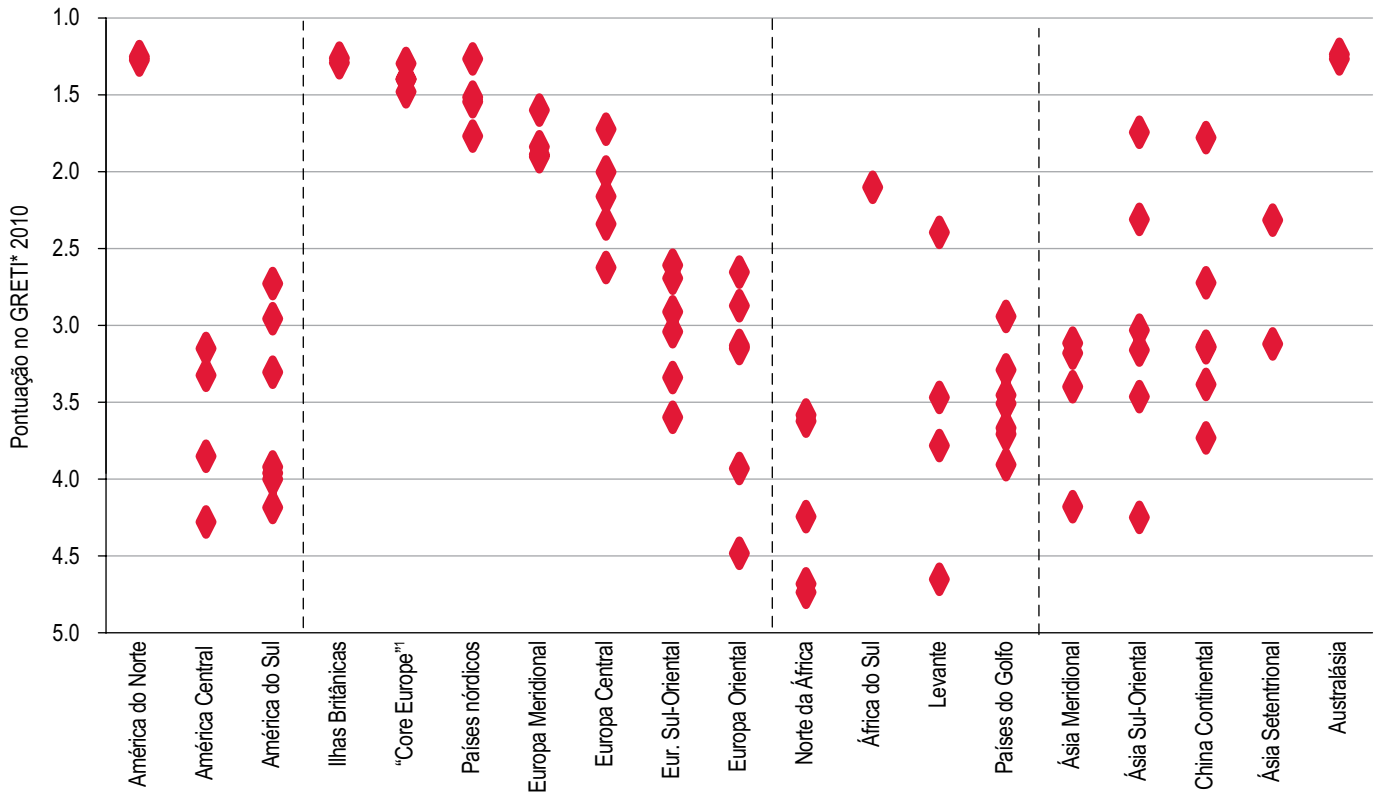
Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

Quadro 9: Subíndices – Categorias de transparência do setor imobiliário

Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

Comparações regionais

Quadro 10: Índice composto por sub-região



* Índice de Transparência do Mercado Imobiliário Global

¹ França, Alemanha e Benelux (N. da T.)

Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

Foco no Pacífico Asiático

Quinze economias da região do Pacífico Asiático estão incluídas no Índice de Transparência do Mercado Imobiliário Global (GRETÍ) 2010. Além disso, fornecemos uma análise desagregada dos mercados da China e da Índia, avaliando a transparência dos mercados por cidades.

Os níveis de transparência imobiliária variam muito na região, que tem os dois mercados mais transparentes do mundo – Austrália e Nova Zelândia –, os quais ocupam o primeiro e o quarto lugares, respectivamente, no GRETÍ 2010⁴. Cingapura e Hong Kong, duas outras economias maduras, também ocupam posições relativamente altas, ao lado da maioria dos países europeus. Todavia, na outra ponta do espectro, o Pacífico Asiático tem também alguns dos mercados menos transparentes do mundo, tais como as cidades terciárias da China (classificadas em 65º lugar) e o Vietnã (classificado em 76º lugar).

Os que mais melhoraram em termos de classificação mundial foram a China e a Índia, que mostraram os maiores saltos na escala da transparência entre os países do Pacífico Asiático. Numa comparação ao longo do tempo, a maioria dos países registrou melhora nos índices gerais de transparência, embora tais mudanças, com exceção da China e da Índia, tenham sido relativamente modestas de uma maneira geral. Três mercados da região mudaram para uma faixa de transparência mais alta: as cidades secundárias da China, as cidades terciárias da Índia e a Indonésia, todas as quais subiram do nível de Baixa Transparência (Faixa 4) para o nível de semitransparente (Faixa 3).

A retração econômica e a difícil conjuntura do mercado financeiro provavelmente contribuíram para a melhora dos níveis de transparência registrada na maioria dos mercados entre 2008 e 2010. Por exemplo, o crescimento contínuo do setor de fundos de investimento imobiliário na Ásia observado nos últimos anos contribuiu para as primeiras melhoras da transparência, porém o mercado mostra-se estagnado desde 2008, com poucas ofertas públicas iniciais nos principais mercados. Nos últimos dois anos houve também

significativo declínio nas transações de investimento imobiliário em toda a região.

Por outro lado, a grande melhora observada na China e na Índia deveu-se principalmente à maior disponibilidade de dados, bem como às mudanças regulatórias em curso. Em cada país, o grande crescimento dos mercados imobiliários contribuiu em muito para a melhora, uma vez que players tanto do setor público como do setor privado deram importantes passos no sentido de promover níveis de transparência mais altos. Ocupantes corporativos e investidores internacionais estão cada vez mais exigindo informações melhores sobre o mercado, enquanto agências governamentais e órgãos reguladores do mercado têm feito progressos contínuos, embora lentos, no *front* regulatório e jurídico. As cidades

Quadro 11: Índice composto – Pacífico Asiático

Nível de transparência	Ranking composto 2010	Mercado	Pontuação composta 2010	Faixa composta 2010
Alta	1	Austrália	1,22	1
	4	Nova Zelândia	1,25	1
Transparente	16	Cingapura	1,73	2
	18	Hong Kong	1,76	2
	25	Malásia	2,30	2
	26	Japão	2,30	2
	33	Taiwan	2,71	3
Semitransparente	39	Tailândia	3,02	3
	41	Índia cid. primárias	3,11	3
	42	Coreia do Sul	3,11	3
	44	Macau	3,13	3
	45	China cid. primárias	3,14	3
	48	Filipinas	3,15	3
	49	Índia cid. secundárias	3,17	3
	54	China cid. secundárias	3,38	3
	55	Índia cid. terciárias	3,39	3
	57	Indonésia	3,46	3
Baixa	65	China cid. terciárias	3,73	4
	76	Vietnã	4,25	4

*Integrando os vários níveis de transparência. (N.T.)

Nota: As pontuações foram arredondadas para duas casas decimais; a classificação foi baseada nas pontuações não arredondadas.

Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

⁴ Austrália, China, Hong Kong, Índia, Indonésia, Japão, Macau, Malásia, Nova Zelândia, Filipinas, Cingapura, Coreia do Sul, Taiwan, Tailândia e Vietnã.

da Índia, em cada nível de cidades, são agora consideradas ligeiramente mais transparentes que suas contrapartes chinesas. Todavia, os dois gigantes emergentes da região permanecem muito próximos em termos de transparência imobiliária geral.

Uma interessante anomalia é observada no Japão e na Coreia do Sul. Não obstante seus níveis de desenvolvimento econômico relativamente altos, ambos os países apresentam níveis surpreendentemente baixos de transparência imobiliária. O Japão está classificado em 26º lugar no *ranking* mundial, significativamente abaixo de outras importantes economias mais avançadas. A Coreia do Sul classifica-se em 41º lugar no mundo, próximo das cidades primárias da China e da Índia, no nível semitransparente. Ambos os países têm em comum uma relativa falta de informação sobre os dados básicos do mercado e nível baixo de transparência no que se refere a taxas de serviços.

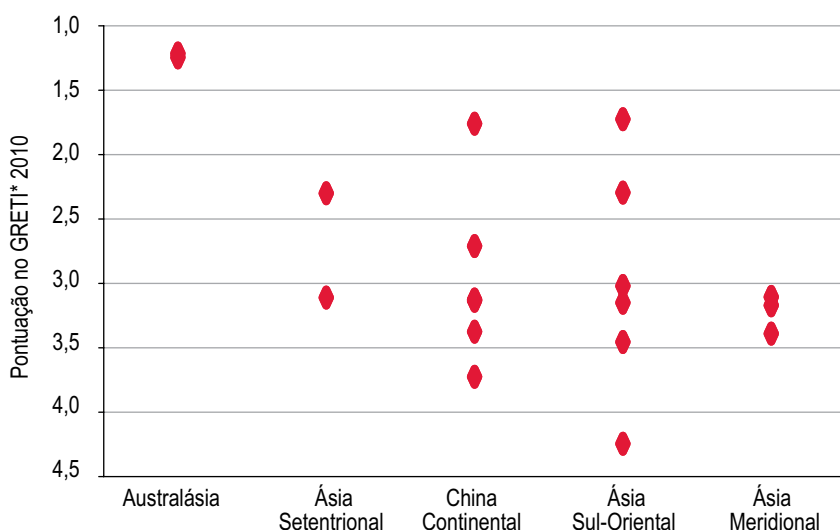
Análise de subíndices

Em termos de categorias de subíndices, o Pacífico Asiático continuou a registrar constante progresso em relação a dados do mercado, principalmente em função das melhorias introduzidas pela China e pela Índia, bem como por Macau. Os dados do mercado na região são mais abrangentes no tocante ao setor de escritórios, embora significativo progresso tenha ocorrido nos últimos dois anos no acompanhamento dos mercados varejista e residencial da região. Em contraste, a disponibilidade de dados relativos aos setores industrial e hoteleiro é ainda relativamente esparsa.

O Pacífico Asiático continuou também a avançar no *front* regulatório e jurídico não apenas na China e na Índia, mas em toda a Ásia Sul-Oriental. Na China, por exemplo, há agora uma aplicação muito maior de impostos prediais e territoriais, embora principalmente nas cidades primárias. Tem havido uma implementação mais consistente e aberta das regras após a introdução da Lei Imobiliária de 2007, especialmente no que se refere ao mercado de terras chinês. A China passou para um sistema de leilão público de direitos de uso da terra, o que aumentou a transparência de uma situação que era antes altamente incerta. Na Índia, houve progresso em áreas tais como de códigos de planejamento e de edificações e disponibilidade de registros públicos. Todavia, os registros de títulos de imóveis ainda são incompletos e não são facilmente disponíveis, embora a situação esteja melhorando. Vários mercados da Ásia Sul-Oriental exibiram progressos em fatores regulatórios, inclusive a consistente aplicação dos códigos de planejamento e de edificações e a aplicabilidade e cumprimento de contratos.

A transparência dos processos de transação está decididamente melhorando, com corretores e imobiliárias, bem como gestores de instalações e de projetos em mercados como China, Índia, Japão e Filipinas adotando altos padrões profissionais. Em alguns países, porém, alguns aspectos dos processos de transação permanecem deficientes, resultado da inconsistência dos padrões profissionais na região, com as práticas locais dominando em muitos casos. Considerável percentual das transações de venda nas cidades terciárias da China e da Índia, em Taiwan e na maioria dos mercados da Ásia Sul-Oriental sofre com a falta

Quadro 12: Índice Composto, Sub-regiões do Pacífico Asiático



*Índice de Transparência do Mercado Imobiliário Global
Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

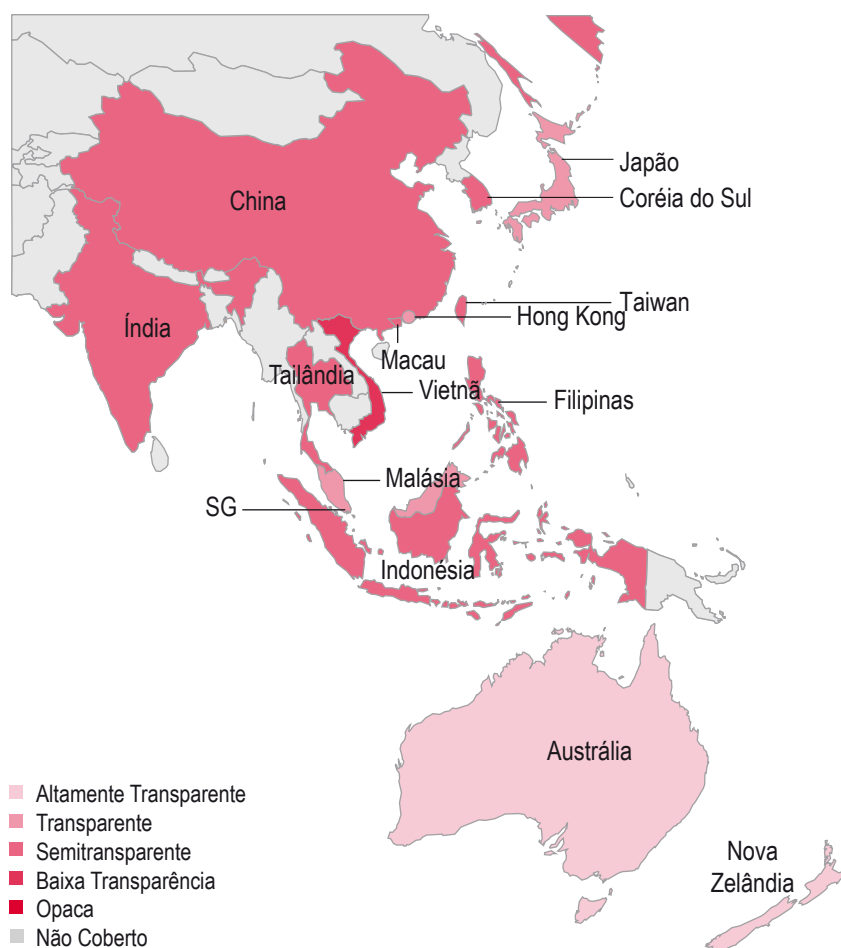
de informações pré-venda confiáveis, abrangentes e de qualidade da parte vendedora, e os processos de oferta de propostas e negociação nem sempre são considerados justos e transparentes fora dos mercados maduros.

Poucos progressos foram observados na categoria de Empresas e Fundos Listados nos últimos dois anos, em parte devido à difícil conjuntura dos mercados financeiros nesse período. Uma exceção digna de nota é a Índia, que viu forte crescimento do setor de imóveis comerciais nos últimos anos, com as empresas imobiliárias locais tentando captar recursos (de financiamento e investimento) nos mercados estrangeiros. Essa evolução, ao lado do crescente número de fundos imobiliários no país, elevou os níveis de governança corporativa na Índia.

De todas as categorias de subíndices, o Pacífico Asiático foi o que fez menos progressos na medição de desempenho desde 2008. Existe ainda muito espaço para melhorias na disponibilidade de índices relativos ao desempenho de investimento em ativos imobiliários e daqueles baseados em empresas e fundos imobiliários não listados.

Finalmente, com relação à transparência dos mercados de títulos de dívida imobiliária, em grande parte do Pacífico Asiático existe ainda uma falta de clareza quanto ao tamanho do total da dívida em aberto, sendo que dados mais detalhados não estão, em geral, facilmente disponíveis. Até mesmo na Austrália não existe uma fonte central de informações (isto é, as informações provêm de várias fontes, tais como de FIs, de bancos comerciais, do banco central e de agências de classificação de crédito). Todavia, a pouca disponibilidade de informações sobre a dívida de imóveis comerciais tende a ser menos problemática na região do que o seria na Europa ou nas Américas porque os participantes do setor imobiliário do Pacífico Asiático costumam recorrer aos empréstimos bancários tradicionais e não ao mercado de dívida securitizada. Da mesma forma, a fiscalização menos rigorosa de financiamentos de imóveis comerciais pelos reguladores bancários não resultou em problemas graves, tendo a região saído relativamente incólume da crise financeira global.

Transparência da Região do Pacífico Asiático



China: Sólida melhora, especialmente nas cidades secundárias

A transparência imobiliária na China mostrou sólida melhora desde o nosso último Índice, especialmente em cidades secundárias, tais como Chengdu e Tianjin, e em cidades terciárias, tais como Zhengzhou e Changsha.

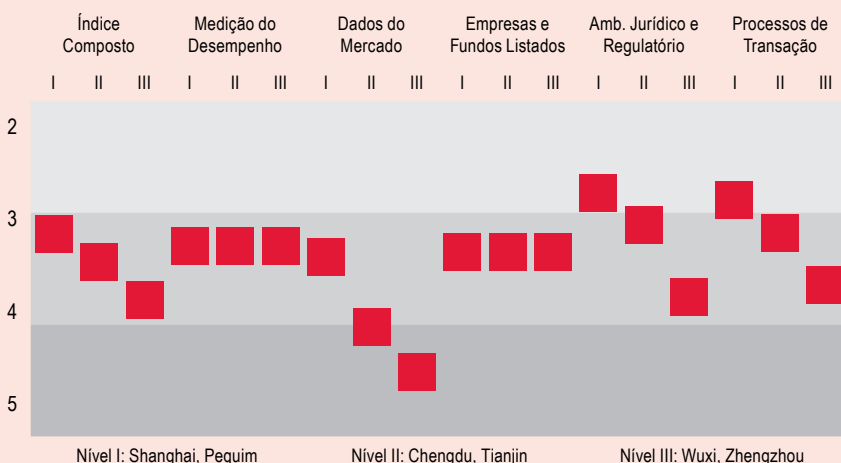
Uma área que teve notável avanço foi a de disponibilidade de dados do mercado. Séries de dados mais longas e mais abrangentes estão agora disponíveis nos mercados secundário e terciário, especialmente nos setores comercial, residencial e de logística, em parte devido aos serviços fornecidos pela Jones Lang LaSalle (incluindo seu Serviço de Inteligência Imobiliária) e pela China Real Estate Information Corporation (CRIC).

No *front* regulatório, foram feitos avanços no sentido da implementação mais consistente e aberta de regras imobiliárias em toda a China. Por exemplo, os impostos relativos a imóveis (imposto de renda, imposto de selo, imposto sobre a valorização da terra e imposto sobre ganhos de capital, entre outros) são agora mais amplamente aplicados. A conformidade fiscal é semelhante nas cidades secundárias e terciárias, embora em grau menor que nas cidades primárias.

O ambiente de negócios para investidores melhorou, com melhor acesso a informações relativas a registros de títulos de imóveis e de terras, como também maior previsibilidade no cumprimento de contratos. Os investidores têm demonstrado mais confiança na proteção que lhes é disponibilizada em cidades de nível II. Ficou mais fácil de localizar os registros de títulos, embora possam não estar disponíveis para o público em geral em cidades secundárias. Profissionais da área jurídica e bancos podem acessar informações detalhadas sobre registros de títulos de terras e sobre empréstimos a compradores.

Os padrões profissionais não são uniformes nos diferentes níveis de cidades. Nas cidades terciárias da China, apenas um número limitado de transações de venda dispõe de um conjunto de informações pré-venda confiáveis, abrangentes e de qualidade fornecido pela parte vendedora, e os processos de oferta de propostas e negociação raramente são considerados justos e transparentes. As cidades terciárias, no entanto, já melhoraram muito nessas áreas. Há agora maior cumprimento das regras e também do licenciamento de profissionais para atuar no setor de imóveis residenciais como corretores credenciados, resultado de exigências de credenciamento mais rigorosas nas cidades primárias e secundárias, mas não ainda nas terciárias. Além disso, há maior clareza daquilo que está abrangido sob a denominação de serviços de gerenciamento de infraestrutura, ao menos nos mercados primários.

Quadro 13: China, transparência por faixa de níveis de cidades



Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

No futuro, novas leis e um maior cumprimento das regras melhorarão ainda mais a transparência. Por exemplo, a China introduzirá uma lei federal relativa a desapropriação e indenização que abordará questões de domínio eminente, sendo que o sistema de transmissão de terras deverá testemunhar ajustes adicionais. Todavia, a mudança mais importante será o grau de uniformidade com que as novas regras serão aplicadas em cidades de níveis inferiores. Até lá, para os participantes do mercado imobiliário, o ambiente operacional permanecerá estratificado entre os Níveis I / II / III, nos quais os negócios são imensamente mais descomplicados nas cidades primárias.

Índia: Melhora contínua em todo o país

A transparência dos mercados imobiliários da Índia continuou a melhorar a índices semelhantes desde 2008 em cidades de todos os níveis, impelida principalmente por avanços na disponibilidade de informações básicas do mercado, no ambiente regulatório e jurídico e também na governança das empresas e fundos listados.

A crescente presença de construtoras e incorporadoras, investidores e ocupantes internacionais nas cidades secundárias e terciárias teve o efeito de um catalisador do avanço da transparência fora dos principais centros metropolitanos. Muitas cidades secundárias, incluindo Hyderabad, Pune e Chennai, já contam com ampla presença de ocupantes e empresas construtoras multinacionais, competindo agora com cidades primárias em termos de qualidade de empreendimentos imobiliários.

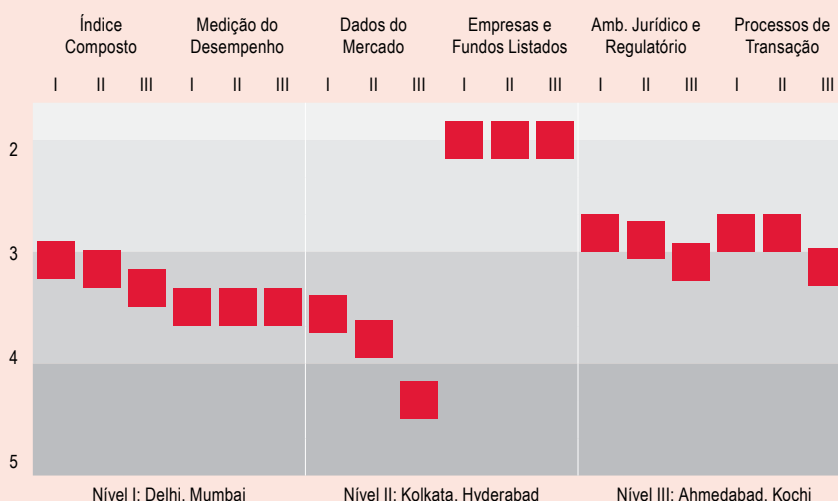
A disponibilidade de dados continuou a melhorar desde 2008. Dados básicos do mercado imobiliário de escritórios estão agora mais abrangentes nas cidades secundárias indianas, à medida que Hyderabad, Pune e Chennai transformam-se em centros de desenvolvimento de TI/serviços baseados em TI e em centros de produção industrial. A disponibilidade de dados relativos aos setores varejista e residencial melhorou em todos os níveis em função do rápido desenvolvimento do setor residencial e de formatos modernos de varejo.

Um importante fator que ajuda a limitar a diferença de transparência entre os níveis de cidades da Índia é que a maioria das questões de

âmbito jurídico e regulatório é decidida em nível nacional ou estadual. Questões tais como de tributação, cumprimento de contratos e informações sobre registro de imóveis/terras mostram uniformidade nos diferentes níveis de cidades. A disponibilidade de registros de títulos de imóveis e a consistente aplicação do código de edificações vigente melhoraram de modo geral na Índia, embora em níveis mais altos nas cidades primárias e secundárias. O nível de governança corporativa torna-se semelhante entre as cidades de diferentes níveis conforme mais empresas imobiliárias passam a ser listadas.

Em termos de processos de transação, as cidades primárias e, em menor grau, as cidades secundárias viram um aumento no número de empresas de gerenciamento de infraestrutura e de gestão de projetos à medida que ocupantes e investidores mais sofisticados exigem níveis mais altos de serviço, qualidade e confiabilidade.

Quadro 14: Índia, transparência por faixa de níveis de cidades



Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

No futuro, a transparência deve melhorar ainda mais, conforme os setores IT/ITES (os setores de tecnologia de informação/de serviços baseados na tecnologia de informação) e ocupantes e investidores internacionais olharem para além das cidades primárias e secundárias da Índia, ou seja, olharem para o grande número de cidades terciárias. Ademais, o governo parece estar gradualmente se encaminhando para permitir a entrada de mais varejistas estrangeiros no país, o que acelerará o desenvolvimento de formatos de varejo modernos e melhorará a disponibilidade de dados no setor.

Japão e Coreia do Sul: Transparência do setor imobiliário não acompanha o desenvolvimento econômico

Japão e Coreia do Sul apresentam níveis de transparência no setor imobiliário que são inesperadamente baixos para países com níveis relativamente altos de desenvolvimento econômico. No GRETI 2010, o Japão ocupa o 26º lugar na classificação global, com a pontuação de 2,3 ante a pontuação média de 1,5 das 'Principais Economias Avançadas'⁵. A Coreia do Sul ocupa o 42º lugar na classificação global, posicionando-se no nível de semitransparente, com a pontuação de 3,1 ante a média de 1,8 das 'Economias Avançadas'.

Ao analisar os fatores que estão por trás de seus índices de transparência abaixo da média em comparação com os outros membros dos seus grupos, identificamos pontos em comum e diferenças entre o Japão e a Coreia do Sul. Ambos os países apresentam uma falta de informações de mercado relativas a aluguéis, rentabilidade e oferta e procura. Essa escassez de dados é particularmente aguda nos segmentos industriais e de varejo, e resulta da concentração de imóveis nas mãos de um punhado de grandes

proprietários. Em ambos os mercados há também uma falta de transparência nas taxas de condomínio e de serviços pagas pelos locatários, cujos detalhes raramente são discutidos, auditados ou revistos com o locador. Embora a menor transparência dessas taxas favoreça, em geral, os locadores, as cláusulas de redução nas locações japonesas e sul-coreanas tradicionais costumam favorecer os locatários. Essa combinação de termos e condições de locação tradicionais e pouca transparência nas taxas de condomínio e de serviços pode tornar difícil transitar por esses mercados imobiliários.

Na Coreia do Sul, a ausência de índices de desempenho de títulos imobiliários listados também compromete a transparência – uma situação causada pelo número relativamente pequeno de empresas imobiliárias coreanas que abriram seu capital e pela adoção lenta da estrutura de fundos de investimento imobiliário.

As condições para uma maior transparência em ambos os países residem no desenvolvimento maior de seus mercados de investimento imobiliário e, conseqüentemente, numa base mais diversificada de proprietários, que, combinados, devem contribuir para aumentar a disponibilidade de informações relativas ao mercado.

⁵ Conforme definidas pelo FMI.

Foco na Europa

Em um contexto global, a Europa (abrangendo 31 países) caracteriza-se por níveis relativamente altos de transparência de mercado, que, combinados, obtêm o melhor índice geral de transparência, bem como as melhores pontuações em cada um dos cinco subíndices. Os pontos fortes da região são principalmente a transparência do ambiente regulatório e jurídico e da governança de empresas e fundos listados.

A Europa tem boas pontuações também na transparência dos processos de transação, refletindo os altos e continuados índices de negócios transnacionais na região, bem como a presença bem estabelecida de muitas consultorias imobiliárias multinacionais que têm ajudado a garantir padrões profissionais uniformes em toda a região, muitas vezes independentemente das práticas locais. Todavia, os progressos nos processos de transação desaceleraram em 2010, especialmente em termos da transparência dos processos de oferta de propostas e negociação e das práticas de avaliação. Em alguns mercados europeus, a queda nos volumes de transações e a falta de elementos de comparação têm causado problemas no que se refere a avaliações baseadas no mercado.

A região da Europa continuou a avançar bastante nas questões de medição do desempenho e dados do mercado. Metade dos mercados europeus abrangidos pelo GRETI 2010 tem agora índices confiáveis de desempenho imobiliário, baseados em dados concretos, enquanto os índices que abrangem títulos imobiliários listados e imóveis particulares não listados continuam a avançar em toda a região. Desde 2008, por exemplo, a IPD (Investment Property Databank) introduziu novos índices relativos à Polônia e a áreas especializadas como a da saúde, bem como um índice agregado pan-europeu de fundos. A empresa aumentou também a frequência com que produz índices relativos à Itália, França e Noruega. Além disso, a INREV (European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles), que estabeleceu diretrizes para o setor, relatou uma melhora nos padrões dos relatórios anuais.

Na Europa, os dados de mercado mais abrangentes são os relativos ao setor de escritórios, mas é no monitoramento dos mercados industrial e de varejo da região que progressos significativos foram obtidos nos últimos dois anos. A disponibilidade de dados relativos aos setores menos visados pelos investidores institucionais, como o residencial e de hotéis, ainda precisa melhorar.

No tocante à transparência dos mercados de títulos de dívida imobiliária, existe ainda, na maior parte da Europa, uma falta de clareza quanto ao tamanho do total da dívida de imóveis comerciais em aberto. A disponibilidade de informações sobre a dívida de imóveis comerciais é, em geral, baixa, embora isso represente um problema maior em alguns mercados do que em outros. A Irlanda tem sido elogiada por sua transparência no tratamento da crise da dívida; o governo foi obrigado a tomar medidas importantes e contundentes para tratar de seus problemas ligados à questão da dívida imobiliária, inclusive criando a agência NAMA (National Asset Management Agency). A Suécia também pontua bem na questão da transparência da dívida, país em que, logo após a crise de seu sistema bancário, ocorrida na década de 1990, os controles sobre a concessão de empréstimos têm sido rigorosos, com o governo monitorando sistematicamente os empréstimos imobiliários. No Reino Unido, o Banco da Inglaterra publica trimestralmente os números do total da dívida em aberto, garantida por imóveis comerciais, havendo inclusive uma pesquisa já consolidada de agentes financiadores imobiliários que é feita pela De Montfort University.

Em termos gerais, o Reino Unido manteve sua posição como o mercado mais transparente da Europa. Com seus mercados imobiliários amplos e líquidos, o Reino Unido tem sido tradicionalmente o referencial de transparência com o qual outros mercados europeus são comparados. Todavia, essa posição passa a estar ameaçada conforme outros mercados europeus forem subindo no *ranking* da transparência. Digno de nota é o fato de a Suécia ter subido para o

⁶ Alemanha, Áustria, Belarus, Bélgica, Bulgária, Cazaquistão, Croácia, Dinamarca, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Hungria, Irlanda, Itália, Noruega, Polônia, Portugal, Reino Unido, República Tcheca, Romênia, Rússia, Suécia, Suíça, Turquia e Ucrânia. África do Sul e Israel também estão incluídos nesse grupo.

⁷ A INREV foi estabelecida em 2002 com o objetivo de melhorar a acessibilidade de fundos imobiliários não listados por meio da promoção de níveis mais altos de transparência, acessibilidade, profissionalismo e padrões relativos a melhores práticas.

⁸ INREV – Review of Reporting Best Practice, October 2009

Quadro 15: Índice Composto – Europa

Nível de transparência	Ranking composto 2010	Mercado	Pontuação composta 2010	Faixa composta 2010
Alta	3	Reino Unido	1,24	1
	4	Suécia	1,25	1
	7	Irlanda	1,27	1
	8	França	1,28	1
	9	Holanda	1,38	1
	10	Alemanha	1,38	1
	11	Bélgica	1,46	1
Transparente	12	Dinamarca	1,50	1
	13	Finlândia	1,53	2
	14	Espanha	1,58	2
	15	Áustria	1,71	2
	17	Noruega	1,75	2
	19	Portugal	1,82	2
	20	Suíça	1,87	2
	21	Itália	1,89	2
	22	Polônia	1,99	2
	23	África do Sul	2,09	2
	24	República Tcheca	2,15	2
Semitransparente	27	Hungria	2,33	2
	28	Israel	2,38	2
	29	Grécia	2,60	3
	30	Eslováquia	2,61	3
	31	Rússia cid. primárias	2,64	3
	32	Romênia	2,68	3
	35	Rússia cid. secundárias	2,86	3
	36	Turquia	2,90	3
	40	Bulgária	3,03	3
Baixa	43	Rússia cid. terciárias	3,12	3
	46	Ucrânia	3,14	3
	53	Eslovênia*	3,33	3
	61	Croácia	3,59	4
	70	Cazaquistão	3,93	4
	78	Belarus	4,48	4

* Denota novo mercado adicionado em 2010.

Nota: As pontuações foram arredondadas para duas casas decimais; a classificação foi baseada nas pontuações não arredondadas.

Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

segundo lugar na Europa, refletindo maiores avanços no quesito de dados do mercado e também os efeitos da legislação que limita a capacidade de reduzir os impostos a pagar mediante o uso de “special purpose vehicles” ou entidades financeiras de objeto social exclusivo. A França também continuou a avançar, mas foi na Alemanha que os maiores progressos foram obtidos, resultado da melhora no quesito de dados do mercado, melhora essa não restrita ao setor de imóveis de escritório, e também do desenvolvimento de seu mercado de fundos de investimento imobiliário. Irlanda, Dinamarca e Bélgica subiram para o nível de alta transparência pela primeira vez em 2010, embora, na Bélgica, os altos impostos de transmissão, os quais levam à venda de ações/cotas e aumentam a complexidade dos negócios, continuem a comprometer a transparência.

Em toda a Europa continua a haver diferenças significativas entre os mercados, embora as diferenças históricas entre a Europa Ocidental e a região dos países da Europa Central e Oriental (PECO) estejam se tornando cada vez mais indistintas e certamente menos relevantes para investidores imobiliários e ocupantes corporativos. Os três mercados PECO mais avançados – Polônia, República Tcheca e Hungria – têm agora níveis de transparência semelhantes a, ou melhores que, os de mercados mais opacos da Europa Ocidental, como, por exemplo, a Itália, que vem lutando para melhorar sua transparência. Polônia, República Tcheca, Hungria, Eslováquia e Romênia registraram melhora da transparência em comparação com as últimas pesquisas. Tanto seus setores públicos como privados tomaram medidas importantes para se alinhar com outros países da UE, sendo que, ao mesmo tempo, a participação de investidores estrangeiros continua a impelir a convergência com padrões internacionais.

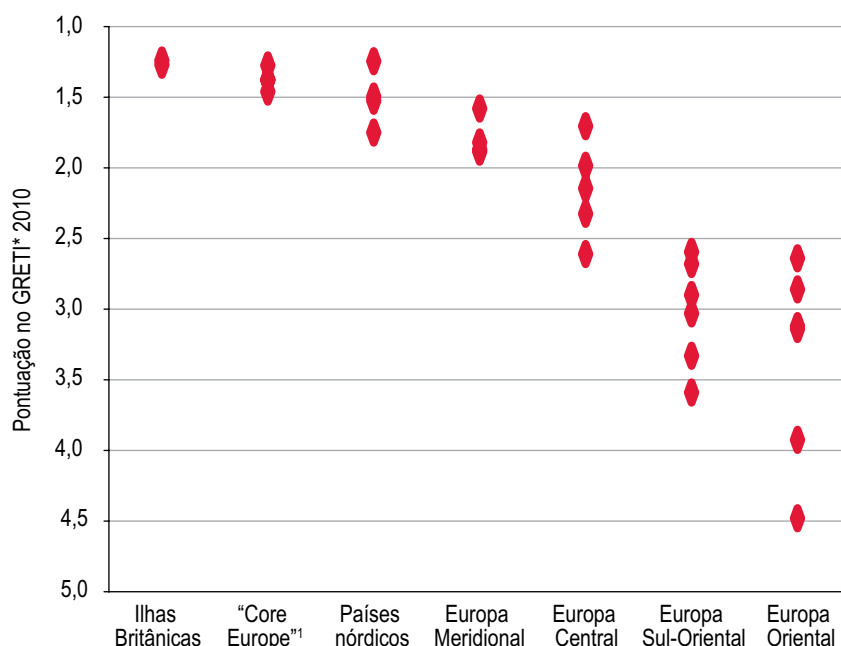
No entanto, nem todos os mercados da Europa Central e Oriental estão fazendo progressos. A Bulgária continua lutando pela transparência, sendo que muitos dos seus problemas nessa área ainda estão por ser efetivamente abordados. A Croácia também tem baixa transparência, cuja melhora significativa permanece improvável até que o país ingresse na União Europeia. Mais para o leste, na Rússia e na Ucrânia, as melhoras nos níveis de transparência estacionaram em 2010,

reflexo da gravidade da retração imobiliária em ambos os mercados e em agudo contraste com os sólidos avanços registrados em 2008. Na Rússia, a retração colocou as mudanças legislativas e regulatórias e os avanços do mercado em compasso de espera, com todos os participantes se concentrando mais na sobrevivência do que nas melhorias.

Em contraste, a Turquia tirou o atraso nos últimos dois anos e registrou a mais forte melhora na transparência de todos os mercados do mundo. Sua baixa pontuação em 2008 refletiu, em parte, as percepções negativas dos investidores depois da decisão de um Tribunal Constitucional que suspendeu temporariamente o investimento estrangeiro em imóveis, medida essa que foi agora revista por nova legislação. A Turquia, no contexto do processo de adesão à UE, tem também trabalhado muito no sentido de alinhar seus sistemas jurídico e regulatório com os dos países desenvolvidos. Uma série de iniciativas privadas voltadas para melhorar os dados do setor imobiliário também elevou os níveis de transparência.

Paradoxalmente, dois mercados europeus que recentemente enfrentaram dificuldades econômicas significativas – Portugal e Grécia – exibiram um bom avanço na transparência imobiliária. Em Portugal, o avanço reflete o crescente profissionalismo e uma maior adesão por parte do setor imobiliário à estrutura normativa e legal. Tanto a qualidade dos dados do setor imobiliário como o acesso a eles também melhoraram em Portugal com o crescente papel de organizações como a IPD e o Lisbon Prime Index. A Grécia fez progressos em muitas categorias desde 2008, especialmente em termos da profundidade e qualidade das informações de mercado. A área de planejamento é a única exceção, onde um caso muito noticiado envolvendo um grande shopping center continua a lançar sombras sobre a confiabilidade e a consistência dos processos de planejamento do país.

Quadro 16: Índice composto, Sub-regiões da Europa



Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

Alemanha: Sólidos avanços na transparência

A Alemanha viu uma melhora na sua pontuação de transparência, grande parte da qual reflete os continuados avanços na disponibilidade de informações do mercado imobiliário. Além disso, a estrutura de fundos de investimento imobiliário [FIIs] está em operação há três anos no país e a governança continua a melhorar, e, embora o número de conversões seja limitado, uma quarta empresa imobiliária poderá passar para o *status* de FII em 2010. Em outros setores, o impacto da crise de crédito afetou os processos de transação imobiliária, em relação aos quais, como reação a algumas das mais inadequadas atitudes na área de gestão de risco durante os anos de *boom*, tem havido crescente pressão por maior qualidade nas informações pré-venda. Muito dessa pressão, como era de se esperar, tem vindo dos bancos.

Grécia: Medidas positivas na questão da transparência imobiliária

A transparência geral da economia grega fez pouco ou nenhum progresso (conforme medida pela Transparência Internacional). No entanto, algumas medidas positivas foram registradas no *front* imobiliário, onde houve certas evoluções dignas de nota. Dados e informações gerais sobre o mercado e sobre transações estão se tornando mais consistentes e disponíveis, quer publicados ou simplesmente trocados entre um conjunto de profissionais cada vez mais informado e amplamente qualificado. Ademais, fóruns e organismos do setor imobiliário estão sendo formados (por exemplo, o estabelecimento do braço grego do ICSC - International Council of Shopping Centers - em 2007) e o cadastro territorial está melhorando sua funcionalidade. Do lado negativo está o retrocesso de um grande projeto imobiliário, o que revela fraquezas na área de planejamento e tende a representar um sinal negativo para o investimento estrangeiro.

Irlanda: Foco renovado na transparência

A transparência imobiliária melhorou no mercado irlandês desde 2008, principalmente em função das recentes iniciativas do governo no sentido de resolver a crise bancária do país. O resultado disso é que a Irlanda subiu agora da 10ª posição que ocupava em 2008 para a 7ª posição no GRETI 2010.

A transparência aumentou na Irlanda durante a retomada a partir do último ciclo imobiliário (2002-2007), quando o mercado de investimento tornou-se mais sofisticado em termos de práticas. Ao longo da última década, os investidores imobiliários irlandeses, conforme foram se tornando reais participantes em nível internacional, começaram a esperar em seu mercado doméstico o mesmo nível de transparência que encontravam lá fora. Paralelamente, o influxo de ocupantes corporativos com sede no exterior ajudou em termos de melhoria das práticas de locação.

A presença de dois antigos índices de desempenho de imóveis comerciais combinada com a ampla disponibilidade de dados relativos a títulos de dívida e financiamentos, preços e análises também contribuíram muito para os altos níveis de transparência. Além disso, o país sempre teve padrões internacionais no que se refere a práticas jurídicas, fiscais e contábeis. Reportagens e análises detalhadas da área de investimento presentes na mídia na última década também ajudaram na transparência.

Como resultado das indiscutíveis ligações e correlações entre a retração econômica na Irlanda e o desempenho de imóveis e terrenos comerciais, houve, por parte do governo, uma ênfase renovada na questão da transparência do mercado na tentativa de ajudar a resolver a crise bancária. Em abril de 2010, o órgão regulador da área financeira anunciou a proposta de um novo regime de padrões de governança corporativa para bancos e seguradoras atuando na Irlanda, declarando que "é importante implantar padrões rigorosos".

O aumento da transparência imobiliária na Irlanda está sendo impelido por seu governo. As iniciativas implementadas pelo setor público que estão promovendo a transparência são a criação

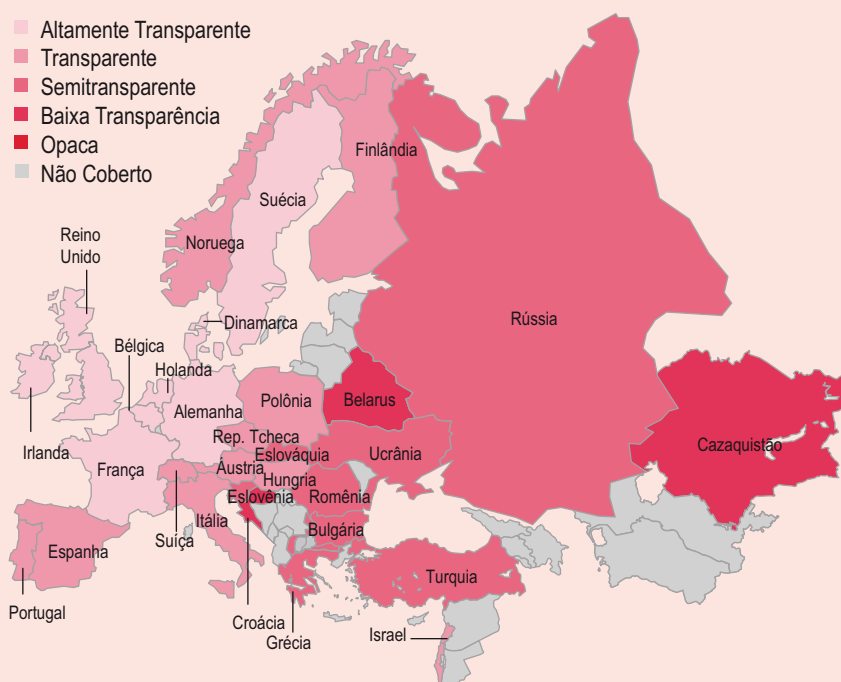
da NAMA (National Asset Management Agency) e de um 'Grupo de Trabalho' do Ministério da Justiça, o qual está cuidando da questão da transparência em revisões de aluguéis comerciais. Embora a possibilidade de um banco de dados nacional de transações imobiliárias tenha sido historicamente impraticável devido às Leis de Proteção de Dados do país, o governo irlandês está também examinando formas de armazenar dados de transações imobiliárias.

A recapitalização dos bancos irlandeses pelo Estado e a criação da NAMA têm sido propulsores fundamentais da transparência imobiliária. Essas iniciativas resultaram na completa divulgação dos níveis de deterioração bancária no tocante a empréstimos imobiliários, ao volume de empréstimos imobiliários inadimplentes na Irlanda e também à extensão da queda de valor dos imóveis vinculados a esses empréstimos. Como parte do plano de negócios ora implementado, a NAMA deve fornecer regularmente ao governo relatórios de seu desempenho, o que, por si só, deve aumentar ainda mais a transparência imobiliária.

Portugal: Desafiando a conjuntura econômica para melhorar a transparência

A melhora da transparência em Portugal reflete todo um período em que o país procurou se colocar em pé de igualdade com o restante da Europa Ocidental, sendo ilustrada por melhores pontuações nos cinco subíndices. Dados do mercado e séries temporais de índices de desempenho continuam a avançar, com o Índice IPD [Investment Property Databank] português completando agora dez anos. Embora não seja fácil de quantificar, o crescente profissionalismo no mercado também aumentou a percepção de transparência. Pontuações melhores em gerenciamento de infraestrutura e de projetos e na administração de taxas de condomínio e de serviços apontam para uma maior implementação de práticas de gestão convencionais. A maior transparência de Portugal também se deu *pari passu* com uma maior proporção de negócios de investimento transnacionais. Em 2007, estes responderam por apenas 24% das transações, bem abaixo da média da região. Nos últimos dois anos, todavia, investidores estrangeiros estiveram envolvidos em aproximadamente 70% dos negócios.

Transparência na Europa



Suécia: Lições da década de 1990

A Suécia é quase excepcional entre seus pares da Europa Ocidental no sentido de que passou por uma crise bancária no início da década de 1990, cujos efeitos mostram-se evidentes na atual transparência do mercado imobiliário. Depois da crise, apertaram-se substancialmente os controles sobre o crédito imobiliário, com os bancos assumindo uma atitude proativa e responsável com relação a quem e o que emprestar. O importante é que o sólido gerenciamento de risco tornou-se parte fundamental dos processos bancários suecos e por consequência eles ficaram menos expostos ao mercado *subprime* na recente crise de crédito, com menos financiamentos fora de balanço e menos problemas de recursos. É amplamente sabido que o governo agiu com rapidez e transparência, fornecendo avaliações realistas da extensão dos prejuízos e assim evitando um processo prolongado de divulgação de informações. Isso foi imperativo na manutenção da confiança do mercado e se revelou um fator central na resolução da crise. Embora suas recentes experiências com empréstimos ruins, feitos a alguns países do Báltico enquanto estes expandiam seus negócios na região, tenham tirado parte do brilho de sua fama de prudência, o fato de que o país já tinha passado recentemente pela experiência de uma crise bancária colocou-o em boa posição para resistir ao pior da crise de crédito mais recente.

Turquia: Registrando os mais fortes avanços do mundo

A Turquia registrou os progressos mais vigorosos na transparência que qualquer outro mercado do mundo, passando do nível de Baixa Transparência em 2008 para o nível de Semitransparente no GRETI 2010. O precário desempenho do país em 2008 refletiu, em parte, as percepções negativas entre os investidores depois de um Tribunal Constitucional ter decidido suspender temporariamente – por seis meses – o investimento imobiliário por organizações estrangeiras naquele ano. Isso prejudicou imensamente a confiança do investidor em 2008, mas a medida foi agora revertida por nova legislação. Todavia, o significativo avanço ao longo dos últimos dois anos é também reflexo da forte determinação do governo turco de melhorar o ambiente de negócios e criar uma condição de igualdade para investidores estrangeiros e domésticos. A Turquia, no contexto do processo de adesão à UE, tem também trabalhado muito no sentido de alinhar seus sistemas jurídico e regulatório com os dos países desenvolvidos.

Uma série de iniciativas privadas voltadas para melhorar os dados do setor imobiliário também elevou os níveis de transparência, especialmente no setor de varejo, o qual tem sido o foco da atividade dos investidores. Por exemplo, o Conselho de Shopping Centers e Varejistas e a Associação de Investidores em Shopping Centers da Turquia agora publicam regularmente dados básicos sobre rotatividade e movimentos do mercado. A maior participação de investidores estrangeiros e de empresas internacionais de serviços imobiliários tem ajudado a liberar a troca e a disseminação de informações do mercado imobiliário.

Nos próximos anos, o crescimento esperado na área de fundos de investimento imobiliário e o aumento da entrada de investimento estrangeiro, conforme os investidores procurarem aproveitar a expansão dos mercados turcos, deverão elevar ainda mais os níveis de transparência.

Foco no Oriente Médio e no Norte da África

A crise financeira global impactou severamente os mercados imobiliários de toda a região do Oriente Médio e do Norte da África (MENA) nos últimos dois anos. Embora a magnitude do impacto tenha sido variada (sendo mais severo em Dubai, onde os preços dos imóveis comerciais caíram entre 50% e 60% ante seu pico em meados de 2008), todos os mercados da região do MENA foram afetados em algum grau. Diante disso, a atenção vem se concentrando mais nas prioridades urgentes de gestão de fluxo de caixa e consolidação de projetos do que em questões estruturais de transparência do setor imobiliário.

Essa mudança de prioridade significou que os avanços na questão da transparência que foram observados no Índice de 2008 estacionaram enormemente em 2010. Oito mercados registraram queda, embora ligeira, na transparência; o Marrocos não exibiu nenhuma mudança, enquanto Omã, Síria, Argélia e Abu Dhabi continuaram a avançar. Reconhecendo o crescente interesse dos investidores na região, o Índice foi agora ampliado para incluir três novos mercados – Jordânia, Tunísia e Líbano.

Nos últimos anos, certamente houve um maior reconhecimento da importância da transparência imobiliária, mas muitas das medidas necessárias para se aumentar a transparência não foram ainda plenamente implantadas. O setor imobiliário da região do MENA está passando por um processo de redefinição de seu modelo de negócios (que anteriormente era baseado na pré-venda na planta para investidores) e conforme os mercados evoluírem da fase de ‘desenvolvimento’ para uma fase de ‘gestão de ativos’, o setor voltará a focar-se nas melhoras estruturais de mais longo prazo, tais como a transparência.

A região do MENA obteve pontuações baixas na transparência dos seus mercados de títulos de dívida imobiliária. Tal fato veio recentemente mais à luz em Dubai com a muito noticiada reestruturação da Dubai World. Essa reestruturação aumentou a liquidez e amainou o nervosismo do mercado com as obrigações de dívida. O problema da dívida de Dubai tem duas dimensões – uma é o tamanho da dívida em si e a outra é a falta de clareza com relação à escala e ao *timing* (vencimentos) dessas obrigações, o que é evidenciado pelo grande número de estimativas do montante da dívida que foi acumulada pelas

entidades da área imobiliária de Dubai, estimativas essas que variam entre US\$25 bilhões e US\$40 bilhões.

Os níveis de transparência imobiliária na região do MENA permanecem abaixo dos registrados nas Américas, na Europa e no Pacífico Asiático. Não há na região nenhum mercado que se enquadre nas categorias de Altamente Transparente ou Transparente, sendo que apenas quatro estão no nível de Semitransparente – Dubai, Bahrain, Abu Dhabi e Jordânia. Não obstante as recentes dificuldades, Dubai manteve sua posição de mercado mais transparente da região, classificando-se em 37º lugar no mundo. A vizinha Abu Dhabi teve um dos maiores avanços da região. Como parte de seu esforço no sentido de aumentar a transparência, Abu Dhabi anunciou a introdução de várias leis e outras reformas relativas ao setor imobiliário, a saber:

- Lei relativa a estratos: Visa a destacar os papéis e direitos de proprietários de imóveis em empreendimentos de ocupação mista e esclarecer os direitos de propriedade.

Quadro 17: Índice Composto – Região do Or. Médio e do Norte da África (MENA)

Nível de transparência	Ranking composto 2010	Mercado	Pontuação composta 2010	Faixa composta 2010
Semitransparente	37	EAU – Dubai	2,93	3
	50	Bahrain	3,28	3
	56	EAU – Abu Dhabi	3,45	3
	58	Jordânia*	3,46	3
	59	Omã	3,50	4
Baixa	60	Marrocos	3,58	4
	62	Egito	3,62	4
	63	Arábia Saudita	3,66	4
	64	Catar	3,70	4
	66	Líbano*	3,78	4
	68	Kuwait	3,90	4
	73	Paquistão	4,18	4
	75	Tunísia*	4,24	4
Opaca	79	Síria	4,65	5
	80	Sudão	4,68	5
	81	Argélia	4,74	5

* Denota novo mercado adicionado em 2010.

Nota: Pedimos notar que outros mercados opacos do mundo não foram incluídos no GRETI 2010 porque a Jones Lang LaSalle não opera nesses mercados.

Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

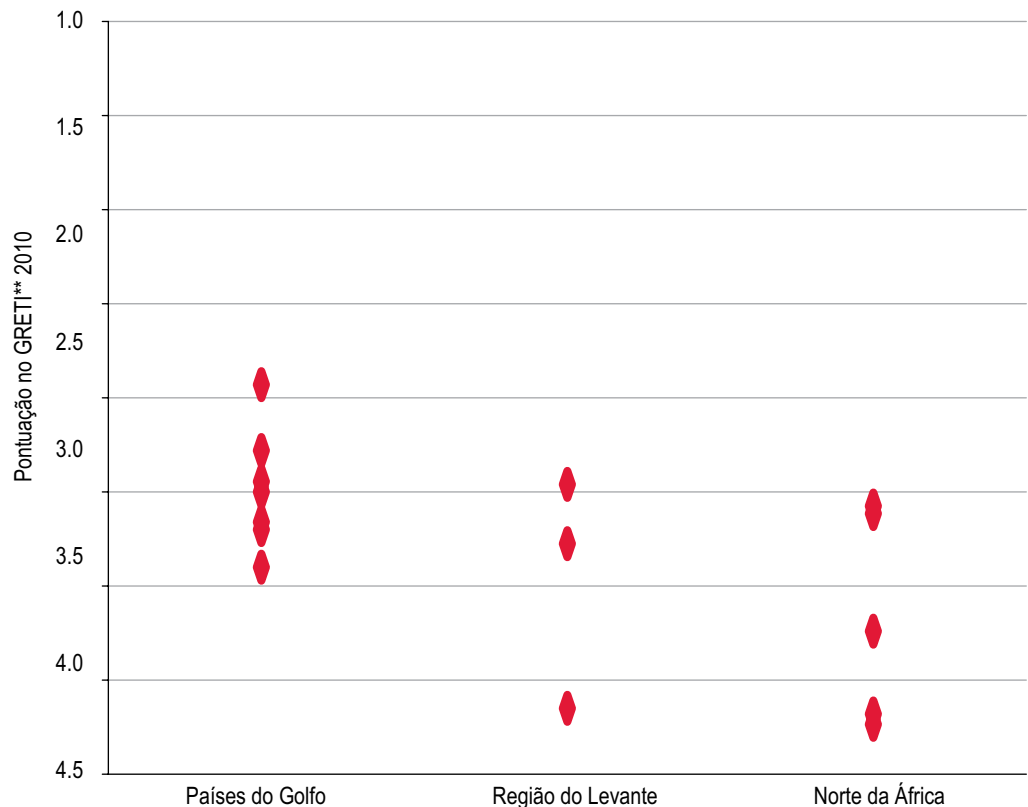
- Lei relativa a contas fiduciárias: Visa a possibilitar e regular contas de caução, garantindo que o dinheiro oriundo de pré-vendas a investidores fique protegido e seja usado de forma específica pelos empreendedores.
- Reguladores de mercado: Foram anunciados planos no sentido de se estabelecer um órgão regulador para o mercado imobiliário de Abu Dhabi, semelhante à RERA (a autoridade reguladora do setor imobiliário) de Dubai.
- Lei relativa a hipotecas: Visa a proteger as entidades financiadoras.
- Reformas na área de títulos de propriedade de terras: Visa a garantir que os empreendedores obtenham o título e as licenças e alvarás necessários antes de lançar suas pré-vendas.

Embora essas leis tenham sido anunciadas, ainda estão por ser plenamente implantadas. O êxito em

sua implementação contribuirá para melhorar a transparência em Abu Dhabi, quando então o mercado terá a estrutura necessária para que tais regras possam funcionar.

O Bahrain continua a se promover como um centro 'amigo dos negócios', tendo parte essencial de sua mensagem de Marketing focada na disponibilidade de uma força de trabalho local relativamente grande e bem qualificada. A natureza aberta e transparente do seu mercado também faz parte do seu mote promocional de 'amigo dos negócios'. De fato, o Bahrain classificou-se em 20º lugar no Índice de Facilidade de Fazer Negócios do Banco Mundial. As leis imobiliárias claramente definidas e as regras governamentais flexíveis no tocante ao investimento estrangeiro o posicionaram na segunda mais alta posição entre os mercados da região do Oriente Médio e do Norte da África no GRETI 2010.

Quadro 18: Índice Composto, Sub-regiões do MENA*



*Região do Oriente Médio e do Norte da África

**Índice de Transparência do Mercado Imobiliário Global

Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

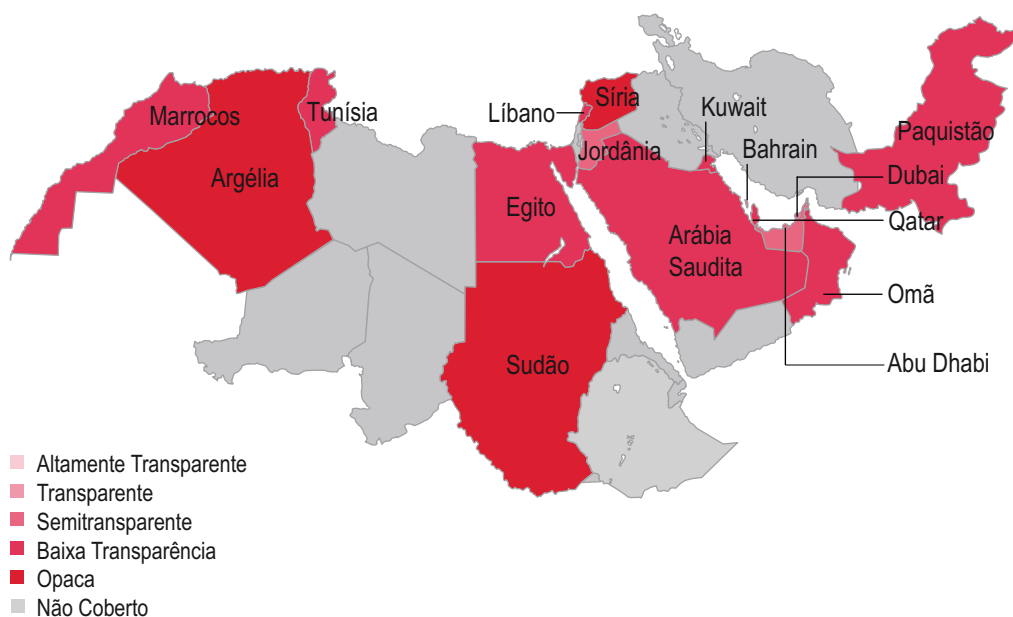
Mais da metade dos mercados da região do MENA estão na faixa de Baixa Transparência, incluindo Omã, Marrocos, Egito, Arábia Saudita, Catar, Líbano, Kuwait, Paquistão e Tunísia. Com a exceção digna de nota de Omã, a maioria desses países exibiu moderada queda na transparência. A Arábia Saudita e o Egito, dois dos maiores mercados da região, têm forte demanda imobiliária interna e, ao contrário de outros mercados da região, são menos dependentes da atração de demanda externa. Todavia, é evidente que ambos os países têm baixos níveis de transparência em função de um ambiente de negócios rígido e complicado e também do excesso de burocracia. Eles sofrem também de uma falta fundamental de dados e informações do setor imobiliário, os quais são de difícil acesso. Contudo, ambos pontuam mais favoravelmente em alguns mecanismos financeiros, inclusive regras bancárias, informações relativas a transações e normas contábeis.

Omã exibiu, nos últimos dois anos, a maior melhora da transparência na região do MENA, obtendo boa pontuação em serviços de gerenciamento de infraestrutura, bem como em taxas de

condomínio/administração e serviços cobradas de locatários, as quais estão agora mais simplificadas. O ritmo constante de desenvolvimento do setor imobiliário do país e seus esforços rumo a uma ecoturismo mais sustentável também ajudaram a elevar o perfil do setor.

Síria, Sudão e Argélia estão classificados como Opacos (Faixa de Transparência 5), situando-se entre os mercados menos transparentes (dos avaliados pelo GRETI 2010). Uma linha comum que perpassa esses países é a instabilidade política e econômica que tem comprometido o ambiente de negócios. Questões de segurança também têm inibido o investimento estrangeiro. Além disso, os negócios são quase sempre feitos por meio de contatos pessoais e requerem meios que não seriam normalmente aceitáveis em mercados mais transparentes.

Transparência na região do Oriente Médio e do Norte da África (MENA)



Dubai: Implementando a estrutura normativa

Dubai manteve sua posição como o mercado mais transparente da região do Oriente Médio e do Norte da África (MENA). Nos últimos dois anos, sua autoridade reguladora do setor imobiliário (RERA) implantou medidas que devem consolidar ainda mais essa posição. Tais medidas incluem a colaboração com organismos internacionais, certificação de corretores, processos de reclamação e queixa, workshops de avaliação, dados do mercado, comitês de mediação e ferramentas de revisão de projetos. Apesar dessas iniciativas, o último Índice mostra que Dubai teve um ligeiro declínio na transparência devido ao fato de o mercado ainda estar na fase inicial de adoção de uma série de leis e regras, proporção substancial das quais ainda está por ser totalmente definida ou plenamente entendida. Permanece um alto grau de incerteza e inércia, o que impede o setor de responder a essas iniciativas, as quais requerem ainda uma maior implementação. Todavia, por meio de uma combinação de educação/informação e aplicação/execução, Dubai deve fazer mais progressos em futuras edições do GRETI.

Marrocos: Uma mudança de mentalidade

Embora o Marrocos tenha exibido pouca mudança em sua pontuação de transparência imobiliária, há uma confiança renovada no mercado e uma notável mudança de mentalidade entre seus principais participantes. Exemplo disso é o aumento do número de empresas imobiliárias listadas.

O governo está trabalhando ativamente para aumentar a disponibilidade de habitação de baixa renda por meio de uma série de programas sociais de habitação que visam a sanar o desequilíbrio entre oferta e demanda atualmente experimentado no país, além de estar também estabelecendo contatos com uma série de bancos locais no sentido de prover os mecanismos de financiamento necessários. Através da Lei Financeira de 2010, o governo está oferecendo isenções do IVA (imposto sobre valor agregado) a compradores de sua primeira casa própria e impondo aos empreendedores um teto de preço na venda de unidades habitacionais de programas sociais. O governo está também estabelecendo padrões mais altos de qualidade aos quais

empreendedores e construtores precisam atender para poder participar dos programas.

Arábia Saudita: Administrando as altas expectativas

Os progressos da Arábia Saudita na área de transparência não corresponderam às expectativas otimistas de dois anos atrás. Os desafios trazidos pela crise financeira global fizeram com que um governo que já era cauteloso se tornasse ainda mais comedido.

A 'Lei da Hipoteca' do país, que vem sendo estudada pelos altos conselhos da Arábia Saudita, ainda não foi finalizada, e muitos investidores a veem como um elemento essencial na criação de maior acesso de jovens famílias sauditas ao mercado da habitação. Embora o programa 'Cidades Econômicas' tenha sido lançado há três anos, a SAGIA (órgão responsável pelo programa) ainda não apresentou uma legislação detalhada confirmando os direitos, as limitações e as regras de licenciamento de investidores nessas zonas especiais.

Por outro lado, a Capital Market Authority (CMA), organização governamental constituída para regular os mercados de capitais, fez bons progressos. Mais investimentos imobiliários estão sendo feitos através de entidades regulamentadas, com a CMA sendo muito exigente em seus requisitos de apresentação de planos de negócios e estudos de viabilidade detalhados e opinião de consultores independentes.

Na Arábia Saudita, a falta de informações sobre o mercado continua sendo um grande entrave à transparência. Todavia, está sendo realizado um censo em 2010 (o primeiro desde 2004), o qual deve fornecer dados mais atuais sobre os lares e os níveis de renda, dados esses que ajudarão o investidor em sua tomada de decisões num mercado altamente dinâmico.

Foco nas Américas

O Índice de Transparência do Mercado Imobiliário Global (GRETl) 2010 inclui os EUA, o Canadá e o México, além de dez países das Américas Central e do Sul e o Caribe. O movimento da transparência no setor imobiliário da região exibiu uma nítida desaceleração entre 2008 e 2010, com pontuação apenas ligeiramente melhor que em 2008. As Américas registraram menos melhora que a Europa e o Pacífico Asiático, com todos os países permanecendo nas mesmas faixas de transparência de 2008. O Canadá e os EUA continuam sendo os dois únicos países Altamente Transparentes (Faixa 1), classificando-se entre os mercados mais transparentes do mundo. A República Dominicana obteve a menor pontuação de transparência da região, classificando-se em 77º lugar entre os 81 mercados avaliados no mundo.

Continua a existir uma enorme distância entre Canadá e EUA e os outros países da região, uma vez que nenhum país das Américas classifica-se como Transparente (Faixa de Transparência de nível 2). Depois dos EUA (que ocupa o 6º lugar no mundo), o Chile ocupa o 34º lugar, classificando-se como Semitransparente (Faixa 3 de Transparência) – nível em que estão também Brasil, México, Argentina e Costa Rica.

Panamá, Uruguai, Colômbia, Peru, Venezuela e República Dominicana são caracterizados por Baixa Transparência (Faixa 4). A Venezuela registrou o maior declínio na área de transparência desde 2008, uma vez que mudanças nas áreas normativa e jurídica, incluindo o menor cumprimento de contratos, afetaram negativamente o seu perfil de transparência.

No Canadá e nos EUA, poucas mudanças afetaram seus níveis de transparência nos últimos dois anos. A recessão global que se iniciou nos EUA manteve estagnados os níveis de transparência em função da queda do fluxo de informações, negócios e capital. O Canadá ocupa a 2ª posição entre os países mais transparentes do mundo, perdendo apenas para a Austrália, com bom desempenho em todas as principais categorias de transparência.

Os EUA tiveram a maior pontuação em âmbito global na categoria de dados do mercado, pontuando muito alto também na categoria de medição do desempenho. Os dados de mercado

dos quatro tipos principais de imóveis remontam ao final da década de 1980, e desde 1978 o National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF) divulga o índice de retorno total de imóveis institucionais de propriedade privada. No que se refere a medição de desempenho e subíndices de dados do mercado, os EUA pontuam menos bem nas categorias de ambiente jurídico e regulatório e de processos de transação. Embora haja um alinhamento de interesses entre gestores e cotistas na maioria dos REITs (fundos de investimento imobiliário), há ocasiões em que eles não estão alinhados, o que compromete a pontuação do país na categoria de ambiente jurídico e regulatório. A pontuação no subíndice de processos de transação caiu por conta da questão de disponibilidade de informações relativas a pré-vendas, não tendo o país conseguido obter a classificação de Altamente Transparente no quesito de regras para a concessão de empréstimos.

O Índice de Transparência do Mercado Imobiliário Global (GRETl) 2010 inclui os EUA, o Canadá e o México, além de dez países das Américas Central e do Sul e o Caribe. O movimento da transparência no setor imobiliário da região exibiu uma nítida desaceleração entre 2008 e 2010, com pontuação apenas ligeiramente melhor que em 2008. As Américas registraram menos melhora que a Europa e o Pacífico Asiático, com todos os países permanecendo nas

Quadro 19: Índice Composto, Américas

Nível de transparência	Ranking composto 2010	Mercado	Pontuação composta 2010	Faixa composta 2010
Alta	2	Canadá	1,23	1
	6	Estados Unidos	1,25	1
Semitransparente	34	Chile	2,72	3
	38	Brasil	2,95	3
	46	México	3,14	3
	51	Argentina	3,30	3
	52	Costa Rica	3,32	3
	67	Panamá	3,85	4
Baixa	69	Uruguai	3,92	4
	71	Colômbia	3,96	4
	72	Peru	4,00	4
	74	Venezuela	4,18	4
	77	Rep. Dominicana	4,28	4

Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

mesmas faixas de transparência de 2008. O Canadá e os EUA continuam sendo os dois únicos países Altamente Transparentes (Faixa 1), classificando-se entre os mercados mais transparentes do mundo. A República Dominicana obteve a menor pontuação de transparência da região, classificando-se em 77º lugar entre os 81 mercados avaliados no mundo.

Continua a existir uma enorme distância entre Canadá e EUA e os outros países da região, uma vez que nenhum país das Américas classifica-se como Transparente (Faixa de Transparência de nível 2). Depois dos EUA (que ocupa o 6º lugar no mundo), o Chile ocupa o 34º lugar, classificando-se como Semitransparente (Faixa 3 de Transparência) – nível em que estão também Brasil, México, Argentina e Costa Rica.

Panamá, Uruguai, Colômbia, Peru, Venezuela e República Dominicana são caracterizados por Baixa Transparência (Faixa 4). A Venezuela registrou o maior declínio na área de transparência desde 2008, uma vez que mudanças nas áreas normativa e jurídica, incluindo o menor cumprimento de contratos, afetaram negativamente o seu perfil de transparência.

No Canadá e nos EUA, poucas mudanças afetaram seus níveis de transparência nos últimos dois anos. A recessão global que se iniciou nos EUA manteve estagnados os níveis de transparência em função da queda do fluxo de informações, negócios e capital. O Canadá ocupa a 2ª

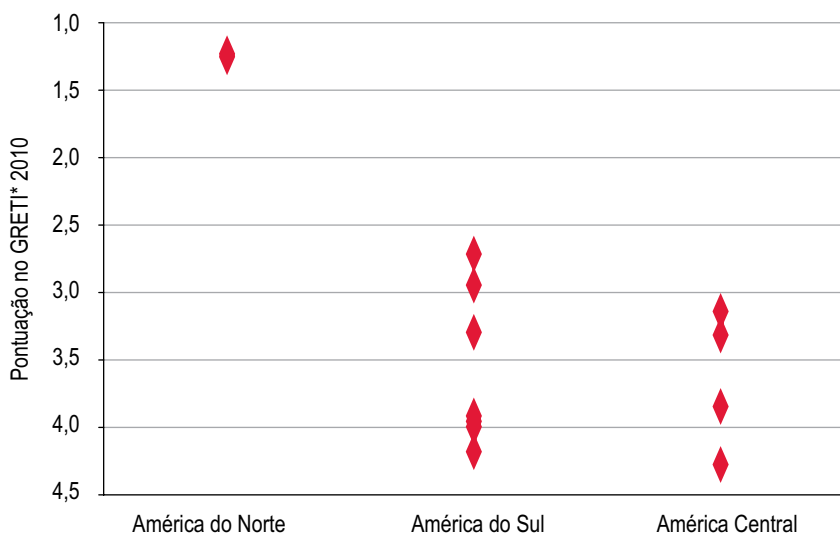
posição entre os países mais transparentes do mundo, perdendo apenas para a Austrália, com bom desempenho em todas as principais categorias de transparência.

Os EUA tiveram a maior pontuação em âmbito global na categoria de dados do mercado, pontuando muito alto também na categoria de medição do desempenho. Os dados de mercado dos quatro tipos principais de imóveis remontam ao final da década de 1980, e desde 1978 o National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF) divulga o índice de retorno total de imóveis institucionais de propriedade privada. No que se refere a medição de desempenho e subíndices de dados do mercado, os EUA pontuam menos bem nas categorias de ambiente jurídico e regulatório e de processos de transação. Embora haja um alinhamento de interesses entre gestores e cotistas na maioria dos REITs (fundos de investimento imobiliário), há ocasiões em que eles não estão alinhados, o que compromete a pontuação do país na categoria de ambiente jurídico e regulatório. A pontuação no subíndice de processos de transação caiu por conta da questão de disponibilidade de informações relativas a pré-vendas, não tendo o país conseguido obter a classificação de Altamente Transparente no quesito de regras para a concessão de empréstimos.

Os países das Américas tiveram as pontuações mais altas na categoria de ambiente regulatório e jurídico, seguida da categoria de processos de transação. O fato de terem uma sólida estrutura regulatória e jurídica coloca a maioria dos países latinoamericanos no rumo do sucesso futuro em outras métricas de transparência do setor imobiliário. No entanto, muitos países da região carecem ainda, em alto grau, da ampla disponibilidade de dados do mercado imobiliário e de desempenho de investimentos no setor, problema esse que continua a obstar a transparência na maioria dos países da América Central e da América do Sul. A coleta de dados, porém, não é, de modo geral, uma alta prioridade nesses mercados, onde o desenvolvimento de direitos legais e de propriedade sólidos é visto como sendo de mais alta prioridade.

Os países da América Latina continuam com as pontuações mais baixas na categoria de medição do desempenho. Todavia, as evoluções positivas registradas nos últimos dois anos, tais como a

Quadro 20: Índice composto, sub-regiões das Américas



*Índice de Transparência do Mercado Imobiliário Global
Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

introdução de índices de títulos imobiliários no Brasil e o desenvolvimento de um novo veículo de investimento no México, sugerem que as pontuações latinoamericanas no quesito de medição do desempenho melhorarão com o tempo. Esses novos índices e títulos são absolutamente necessários para o desenvolvimento de referenciais de desempenho de imóveis públicos e privados. Tais fatores de medição são uma das marcas do alto nível de transparência no setor imobiliário.

O Chile se destaca por sua alta pontuação de transparência, particularmente nos subíndices de ambiente regulatório e jurídico e processos de transação. O Brasil continua em sua melhora de mais longo prazo na questão da transparência, embora, à semelhança de muitos outros países, seu ritmo de avanço tenha desacelerado nos últimos dois anos. O Brasil em especial registrou progressos na categoria de medição do desempenho devido à recente introdução de índices relativos a títulos imobiliários. A segunda maior economia da região, o México, experimentou pouquíssima mudança na transparência desde 2008, apresentando ínfima variação em sua pontuação total – foi uma das economias mais fortemente atingidas das Américas durante a recessão global. A Argentina classificou-se novamente como o 4º país mais transparente da América Latina, porém continua tendo baixas pontuações nas categorias de medição do desempenho e dados do mercado.

As perspectivas de transparência imobiliária nas Américas devem melhorar com os contínuos progressos em curso nas conjunturas econômica e de negócios de algumas das maiores economias latinoamericanas. Em especial, algumas das primeiras incursões nos índices (de imóveis) públicos e privados para medir o desempenho de investimentos devem preparar o terreno para futuros avanços na transparência em toda a região das Américas. A transparência dos dados do mercado é outra área na qual existe significativo espaço para melhoras na região. A exemplo de outras regiões continentais, um item fundamental a se observar no curto prazo, na esteira da crise financeira global e da recessão, serão os impactos potenciais sobre a transparência decorrentes de eventuais grandes mudanças regulatórias.

Argentina: continuam os resultados conflitantes

O complexo cenário político e econômico da Argentina fornece um interessante pano de fundo para se examinar a transparência do setor imobiliário. O país continua a pontuar como mercado Semitransparente, no terço inferior da Faixa 3, com sua transparência permanecendo ligeiramente menor que a de seus pares sulamericanos Chile e Brasil.

Uma área na qual a Argentina fica atrás de outros destacados mercados latinoamericanos é a de cumprimento de contratos. Especificamente no que tange ao setor imobiliário, o sistema jurídico nem sempre oferece igual proteção às duas partes contratadas, uma vez que, em geral, isso é visto como a concessão de tratamento preferencial a locatários em detrimento dos locadores. Outra categoria em que o mercado do país poderia melhorar refere-se aos padrões profissionais de empresas imobiliárias e corretores de imóveis, padrões esses que existem, porém num ambiente ainda carente no que se refere a questões de conformidade/observância e cumprimento.

Contudo, o país exibe desempenho significativamente melhor em outras áreas, relativas às categorias de ambiente regulatório e jurídico e processos de transação. Por exemplo, os códigos de planejamento urbano e de edificações e a disponibilidade e acurácia de informações dos registros de imóveis são considerados muito transparentes. Da mesma forma, os processos de transação usuais envolvendo gerenciamento de instalações e taxas de condomínio e/ou de serviços de responsabilidade dos ocupantes são considerados expressivamente mais transparentes que os processos de proposta e negociação em aquisições imobiliárias. Além disso, a Argentina começou a avançar na transparência de dados do mercado relativos ao setor residencial, potencialmente preparando o terreno para que avanços semelhantes nos outros setores imobiliários ocorram nos próximos anos.

Brasil: registros de melhora no ambiente regulatório e jurídico

Nenhum país da América Latina está chamando tanta atenção quanto o Brasil e sua economia em rápido crescimento. Embora o país tenha sido claramente atingido pela recessão global, a crise financeira que chegou até o Brasil foi muito menos severa que na maioria das economias europeias e norte-americanas. Isso se deve em parte a seus mercados de crédito ainda imaturos e a uma profunda interconexão com os mercados de capitais do mundo. Seus mercados de crédito também estão ainda por se desenvolver muito em termos de empréstimos para imóveis comerciais e, por conta disso, o país obteve baixa pontuação no quesito de transparência da dívida imobiliária. Os bancos brasileiros não fazem empréstimos sem direito de regresso ao setor, sendo que o limitadíssimo mercado 'com direito de regresso' que existe é tratado pelo Banco Central como empréstimos comerciais.

Desde 2008, o Brasil vem prosseguindo em sua marcha rumo a uma maior transparência imobiliária. Todavia, como boa parte do restante do mundo, seus progressos desaceleraram consideravelmente nos últimos dois anos. No âmbito regulatório e jurídico, a transparência melhorou especificamente no tocante a impostos locais para investidores nacionais e estrangeiros. Além disso, foi promulgada uma lei que exige que todos os municípios adotem o plano diretor urbano aprovado e divulguem uma tabela geral de alíquotas de imposto. O país fez também algumas incursões na categoria de transparência da medição do desempenho com a criação de um segundo índice do mercado imobiliário baseado em empresas abertas de construção/incorporação e de investimento imobiliário. No médio prazo, o Brasil está bem posicionado para fazer progressos ainda maiores na transparência do setor imobiliário à medida que o interesse dos investidores internacionais continuar a crescer.

Canadá: um líder da transparência no mundo

Desde que a Jones Lang LaSalle começou a compilar o Índice de Transparência do Mercado Imobiliário Global (GRETÍ) em 1999, o Canadá vem sistematicamente se classificando nas melhores posições de desempenho na área da transparência, sendo que sua capacidade de evitar o pior da recessão global torna o país um estudo de caso interessante. Posicionando-se entre os mercados imobiliários mais transparentes do mundo, o Canadá se diferencia por ter uma combinação de sistema bancário sólido, padrões bem desenvolvidos de crédito para imóveis comerciais e mercados imobiliários estáveis, com taxas relativamente baixas de vacância e de volatilidade de aluguéis.

Historicamente, o crédito, no Canadá, tem sido dominado por grandes instituições financeiras nacionais, com padrões de subscrição conservadores. De fato, os fluxos de caixa e os valores das garantias de empréstimos para imóveis comerciais são monitorados regularmente. Ao contrário de muitas outras economias avançadas, os principais 'chartered banks', ou bancos comerciais autorizados, do Canadá são instituições depositárias reguladas que tinham sólidas bases de depósitos e altos índices de reserva de capital quando começou a recessão global. No Canadá, as maiores operações bancárias de investimento estão concentradas nos principais bancos comerciais autorizados, o que torna o sistema inerentemente menos propenso a corridas bancárias, uma vez que esses bancos têm acesso a dinheiro na forma de depósitos. Em ambientes de liquidez restrita, o acesso a dinheiro via depósitos é crucial para a saúde dos bancos. Na realidade, o Relatório de Competitividade Global 2009-2010 do Fórum Econômico Mundial identificou o Canadá como detentor de vantagem competitiva em termos de 'solidez dos bancos' e 'força da proteção ao investidor'.

Transparência nas Américas



Chile: o mercado mais transparente da América Latina

O Chile manteve sua posição de mercado imobiliário mais transparente da América Latina, tendo exibido alguns progressos, embora modestos, desde 2008. Apesar de ser uma economia relativamente pequena, é o país mais competitivo da região segundo o Fórum Econômico Mundial, tendo servido de modelo de estabilidade política bem como de política econômica sólida dentro da América Latina. O Chile é também alvo preferencial dos investidores na região porque as leis relativas a investimento estrangeiro são bem definidas e transparentes e a postura do governo em relação ao investimento não doméstico costuma destacar-se como das mais abertas da América Latina. Seu desempenho superior na questão da transparência em comparação com os de seus vizinhos da América do Sul e da América Central fica bastante evidente no setor imobiliário, no qual o Chile classifica-se como mercado transparente na categoria de ambiente regulatório e jurídico, resultado de atributos tais como fortes salvaguardas institucionais para direitos de propriedade e tratamento jurídico idêntico para entidades nacionais e estrangeiras. Os avanços na transparência chegaram também até a ampla disponibilidade, profundidade e acurácia das informações nos registros de imóveis locais, nos quais a introdução de melhorias tecnológicas tornou o acesso ainda maior.

Os processos de transação são outra categoria de transparência imobiliária na qual o Chile está à frente de seus pares latinoamericanos. A disponibilidade e a qualidade de informações pré-venda no processo de oferta de propostas e negociação em si são, de modo geral, consideradas transparentes e apenas ligeiramente menos transparentes que nos EUA. Os mercados de dívida no Chile são também expressivamente mais transparentes que nos países vizinhos. O Chile tem regras rigorosas e consistentes que são aplicadas a seu mercado de dívida por meio de sua Superintendência de Bancos e Instituições Financeiras. O país tem também prosseguido em seu movimento rumo a uma maior transparência na categoria de empresas e fundos listados. Desde 2008, as empresas de capital aberto vêm aplicando as Normas Internacionais de Relato Financeiro (normas IFRS), melhorando a transparência para investidores globais nos mercados de investimento do país, inclusive para empresas imobiliárias. Olhando mais adiante, os robustos alicerces que o Chile construiu nos últimos 20 anos em termos de estabilidade, crescimento contínuo, mercados relativamente livres, administração fiscal sólida, regras claras e proteções jurídicas em profusão possibilitarão ao país superar com facilidade os desafios de curto prazo, tais como a reconstrução das áreas atingidas pelo recente terremoto e a transição política, e se tornar cada vez mais transparente e servir de potente norte para os investidores globais dentro da América Latina.

México: novo veículo de investimento deve aumentar a transparência

Embora a pontuação de transparência do México não tenha melhorado em 2010, houve significativa melhora nas regras de 'private equity'⁹ doméstico em 2009, o que possibilitou a investidores institucionais, e em especial a fundos de pensão locais (Afores -Administradoras de Fondos para el Retiro), investir em participações domésticas, inclusive imobiliárias, pela primeira vez. Embora os fundos de pensão locais ainda estejam impedidos de fazer investimento direto em participações ('private equity') e capital de risco ('venture capital'), a possibilidade de investir nessas classes de ativos por meio da emissão de 'Certificados de Capital de Desarrollo (CKD)', ou Certificados de Capital de Desenvolvimento, é uma realidade. Ao final do primeiro trimestre de 2010, os fundos de pensão tinham sob sua gestão ativos no montante equivalente a US\$97 bilhões, dos quais apenas 1,1% alocados para CKDs. Estes compunham-se de quatro emissões em circulação abrangendo infraestrutura e financiamento para pequenas e médias empresas. Os Afores podem agora investir até 8% de seus ativos em produtos estruturados, categoria de investimento que inclui os CKDs.

Com o tempo, à medida que forem coletados mais dados e aumentar o número de CKDs, em especial os relacionados com imóveis, informações mais detalhadas para a geração de índices de preços e de métricas de retorno certamente virão. Nos próximos anos, as pontuações de transparência do México nas categorias de medição do desempenho e empresas e fundos listados deverão melhorar consideravelmente.

⁹ (Fundos de) participação acionária em empresas fechadas; capital empreendedor. (N.T.)

Análise do Índice

Quadro 21: Índice Padronizado, Mudanças 2008–2010

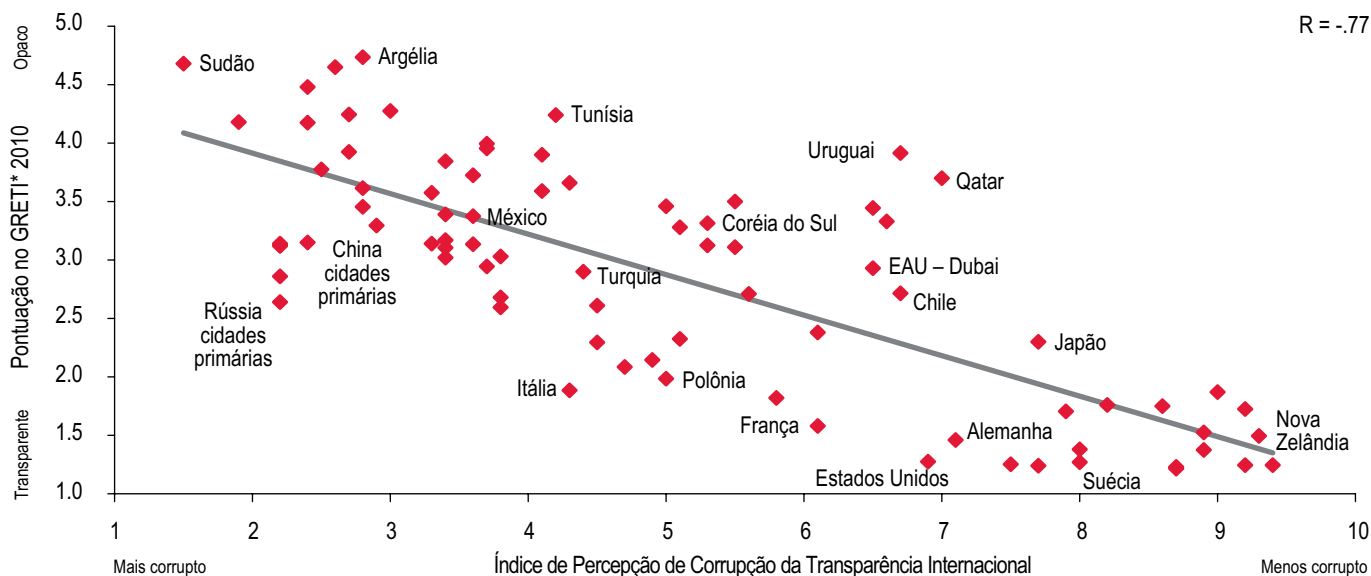
	Mercado	Mudança na pontuação 2008-2010	Mudança na classificação 2008-2010		Mercado	Mudança na pontuação 2008-2010	Mudança na classificação 2008-2010	
Os que mais melhoraram	Turquia	0,94	27	Melhoraram	Noruega	0,06	0	
	Polônia	0,41	4		Ucrânia	0,06	-2	
	China cid. secundárias	0,35	8		Austrália	0,05	1	
	Portugal	0,30	3		Taiwan	0,05	-2	
	China cid. terciárias	0,27	5		Argélia	0,04	0	
	Índia cid. secundárias	0,27	0		Costa Rica	0,04	-4	
	Alemanha	0,26	3		Nova Zelândia	0,04	0	
	Irlanda	0,26	2		Rússia cid. primárias	0,04	-1	
	Romênia	0,26	5		Síria	0,04	1	
	Grécia	0,25	4		Rússia cid. secundárias	0,02	-1	
	Índia cid. primárias	0,25	3		Rússia cid. terciárias	0,02	-5	
	China cid. primárias	0,25	5		Nenhuma mudança	Belarus	0,00	0
	Hungria	0,25	0			Colômbia	0,00	-1
	Dinamarca	0,24	3			Croácia	0,00	-5
	Índia cid. terciárias	0,24	3			Hong Kong	0,00	-1
	Israel	0,22	0			Malásia	0,00	-3
	Espanha	0,21	3			Marrocos	0,00	-5
	República Tcheca	0,20	0			Holanda	0,00	-4
	Cazaquistão	0,19	2			Panamá	0,00	-1
	Omã	0,19	2			Peru	0,00	-2
Suécia	0,18	3	Cingapura	0,00		-2		
Macau	0,17	3	África do Sul	0,00		-2		
Indonésia	0,15	-1	Estados Unidos	0,00		-4		
Melhoraram	Argentina	0,14	-2	Pioraram		Catar	-0,02	-2
	Bélgica	0,14	-2			Canadá	-0,02	-4
	França	0,14	4			Egito	-0,02	-5
	Filipinas	0,14	-1			Coréia do Sul	-0,02	-2
	Tailândia	0,14	3			Áustria	-0,03	-3
	EAU – Abu Dhabi	0,14	-2			Sudão	-0,03	-1
	Reino Unido	0,12	3			Itália	-0,04	-2
	Uruguai	0,12	2			Bulgária	-0,05	-2
	Brasil	0,11	1		México	-0,05	-2	
	Eslováquia	0,11	-1		Arábia Saudita	-0,05	-3	
	Suíça	0,11	0		Bahrain	-0,07	-8	
	Finlândia	0,11	-1		EAU – Dubai	-0,08	-4	
	Vietnã	0,09	0		Venezuela	-0,10	0	
	Chile	0,08	-2		Kuwait	-0,13	-4	
	República Dominicana	0,07	0		Paquistão	-0,17	-3	
	Japão	0,07	0					

O Índice Padronizado exclui pontuações relativas a transparência da dívida. Ver Nota Técnica.

Nota: As pontuações foram arredondadas para duas casas decimais; a classificação foi baseada nas pontuações não arredondadas.

Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

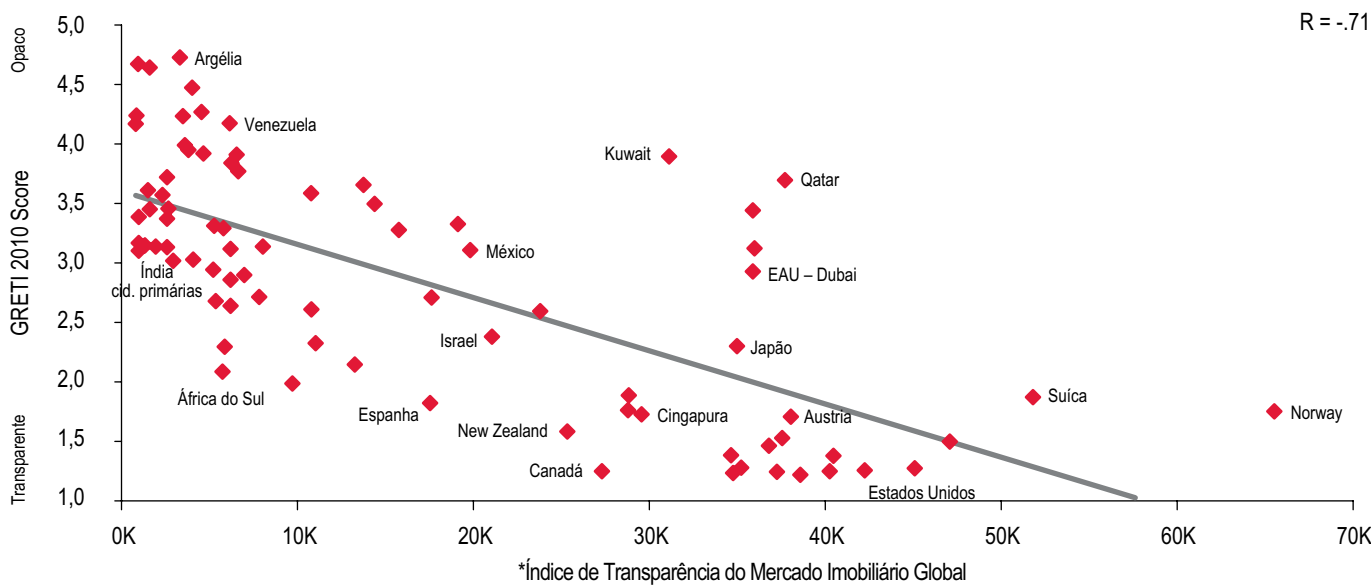
Quadro 22: Índice de Transparência do Mercado Imobiliário 2010 versus Índice de Percepção de Corrupção



Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

A transparência imobiliária está estreitamente correlacionada com a corrupção, conforme medida pelo Índice de Percepção de Corrupção da Transparência Internacional.

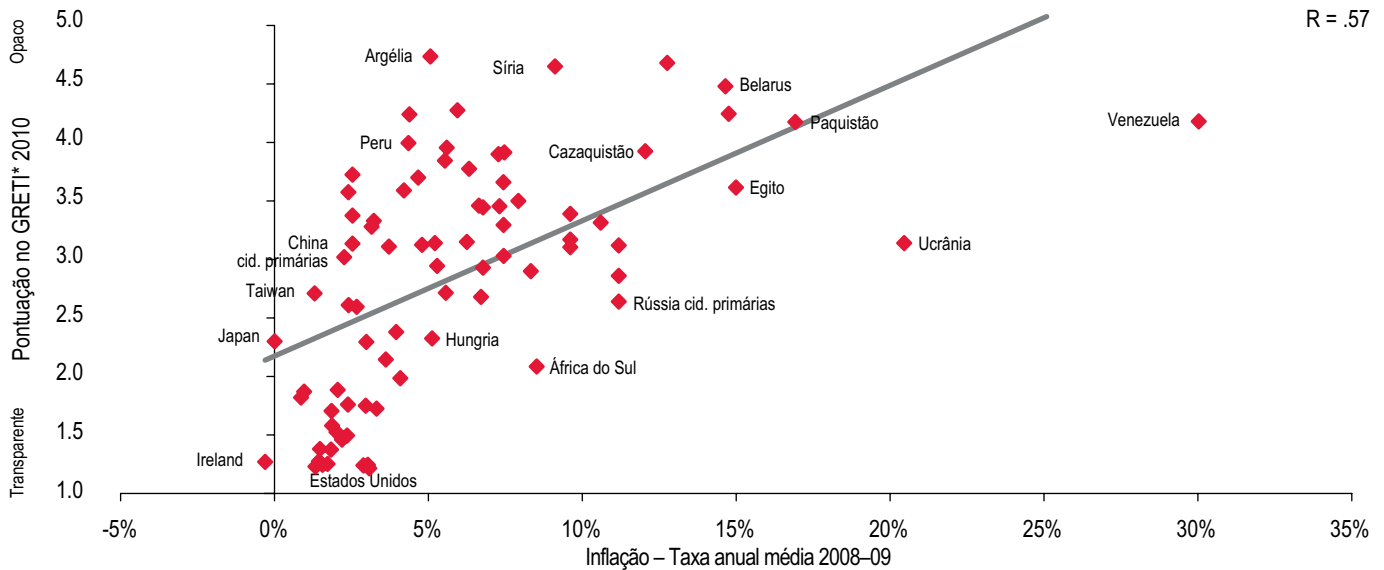
Quadro 23: Índice de Transparência do Mercado Imobiliário 2010 versus PIB per capita



Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

A alta transparência imobiliária está associada a economias com alta renda per capita. As exceções estão no Golfo, região que exhibe mercados semitransparentes e de baixa transparência.

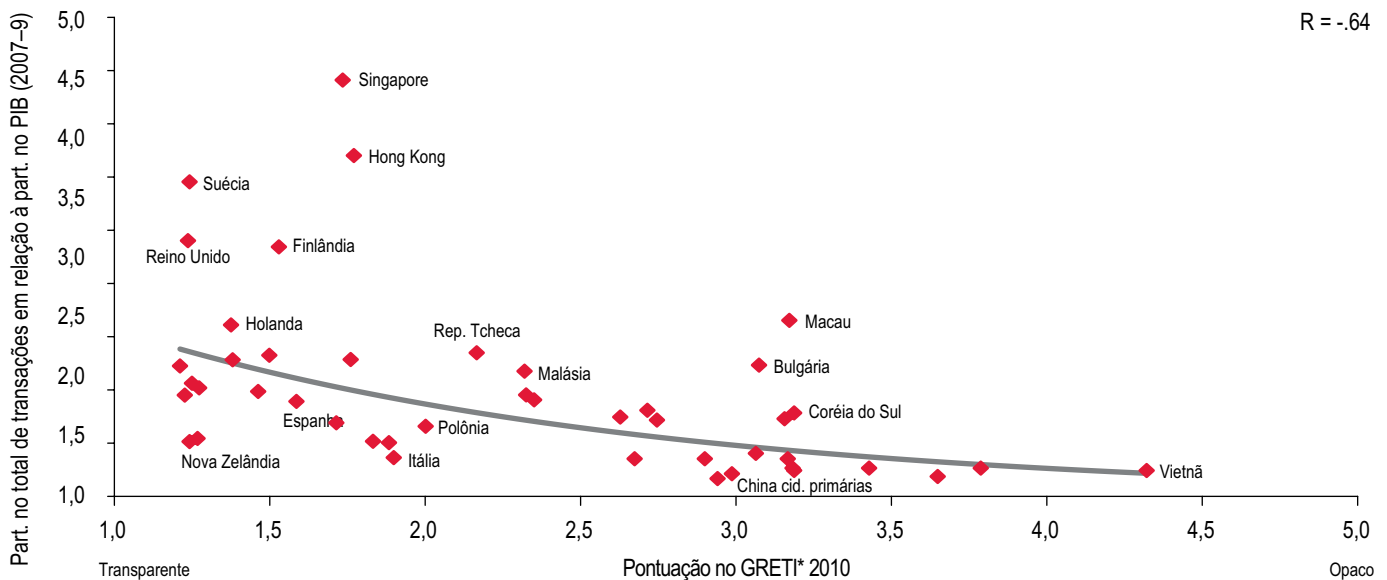
Quadro 24: Índice de Transparência do Mercado Imobiliário 2010 versus Inflação



*Índice de Transparência do Mercado Imobiliário Global
 Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management

A alta transparência imobiliária está geralmente associada a países com estabilidade macroeconômica, conforme medida pela taxa média de inflação.

Quadro 25: Índice de Transparência do Mercado Imobiliário 2010 versus Volumes de investimento imobiliário, 2007–2009



Fontes: Jones Lang LaSalle, LaSalle Investment Management, Transparency International, Global Insight

Níveis crescentes de transparência imobiliária estão associados a níveis crescentes de investimento estrangeiro direto – um poderoso incentivo ao livre fluxo de informações e à aplicação justa e consistente da legislação imobiliária local.

Nota técnica

A pesquisa de transparência

O Índice de Transparência do Mercado Imobiliário Global (GRETÍ) é compilado a partir de uma Pesquisa da rede global de negócios da Jones Lang LaSalle e da LaSalle Investment Management. Essa Pesquisa é realizada desde 1999, sendo atualizada a cada dois anos. O GRETÍ 2010 representa a sexta atualização.

A Pesquisa de 2010 consiste em 20 perguntas principais que têm por propósito determinar objetivamente a transparência relativa do setor imobiliário em todo o mundo. A Pesquisa é distribuída entre os líderes e pesquisadores da rede global de negócios da Jones Lang LaSalle e da LaSalle Investment Management, os quais trabalham em conjunto no sentido de responder a pesquisa relativa a seus respectivos países. Coordenadores regionais atuam como elementos centralizadores para garantir objetividade e rigor. A isso acrescenta-se um processo de benchmarking para assegurar que as perguntas estejam sendo interpretadas da mesma forma por todos os participantes. Especialistas das áreas de contabilidade, finanças e direito são consultados com relação a algumas perguntas técnicas para suplementar o conhecimento coletivo do setor imobiliário.

A Pesquisa é subdividida em cinco categorias principais que tratam de fatores únicos e independentes que afetam a transparência imobiliária em todo o mundo. São elas:

- Medição do Desempenho
- Dados do Mercado
- Empresas e Fundos Listados
- Ambiente Jurídico e Regulatório
- Processos de Transação

Foram formuladas perguntas para cada categoria da Pesquisa de modo a captar a experiência e as percepções dos líderes e do pessoal mais categorizado da Jones Lang LaSalle ou da LaSalle Investment Management que trabalham em cada país. As 20 perguntas são de múltipla escolha, com cinco opções de resposta (1-5); responder '1' a uma pergunta significa que o mercado é Altamente Transparente no que se refere àquela pergunta; uma resposta '5' corresponde a um mercado Opaco. Salvo quando especificado em contrário, a Pesquisa é baseada na conjuntura da principal cidade de cada país. As exceções são Índia, China e Rússia, onde a Pesquisa faz uma diferenciação entre cidades primárias, secundárias e terciárias.

Metodologia de cálculo do Índice de Transparência

O Índice de Transparência Composto é compilado a partir das pontuações ponderadas

das 20 perguntas principais. Dez das 20 perguntas têm mais de uma parte. Dessas dez, cinco perguntas fazem a mesma pergunta a partir de duas perspectivas: de proprietários nacionais e estrangeiros e de ocupantes corporativos. Nenhuma pergunta principal recebe peso maior que 5,0% no Índice de Transparência Composto. As pontuações nos subíndices de cada uma das cinco categorias de transparência são calculadas com base nas pontuações médias das perguntas pertinentes.

As pontuações do Índice de Transparência Composto variam numa escala de 1,00 a 5,00. Um país ou mercado com pontuação perfeita de 1,00 tem total transparência imobiliária; um país ou mercado com pontuação 5,00 tem total opacidade imobiliária. Os países/mercados são classificados em uma de cinco faixas de transparência, a saber:

- **Faixa 1: Altamente Transparente**
Pontuação Composta Total: 1,00–1,49
- **Faixa 2: Transparente**
Pontuação Composta Total: 1,50–2,49
- **Faixa 3: Semitransparente**
Pontuação Composta Total: 2,50–3,49
- **Faixa 4: Baixa Transparência**
Pontuação Composta Total: 3,50–4,49
- **Faixa 5: Opaco**
Pontuação Composta Total: 4,50–5,00

Séries temporais do GRETÍ

Desde sua instituição em 1999, o Índice de Transparência evoluiu, tendo sido aprimorado para refletir as necessidades dinâmicas de investidores e ocupantes corporativos transnacionais. Especificamente:

- Em 2008, novas perguntas foram acrescentadas para incluir a perspectiva de ocupantes corporativos no que se refere a taxas de condomínio, administração e serviços pagas pelos ocupantes. Foram também adicionadas perguntas relativas a financiamento de dívida e frequência e credibilidade de avaliações imobiliárias.
- Em 2010, as perguntas existentes relativas a financiamento de dívida foram substancialmente revistas de modo a refletir mais adequadamente as questões fundamentais de transparência da dívida no que se refere a disponibilidade de informações sobre a dívida de imóveis comerciais e o papel de órgãos reguladores bancários no monitoramento de empréstimos para imóveis comerciais. Foram também revistas as perguntas relativas a processos de transação de modo a abranger informações pré-venda e o processo de oferta de propostas e negociação.

Na apresentação e no mapeamento das séries temporais históricas do GRETÍ, usamos as pontuações do Índice de Transparência derivadas das perguntas integrantes da Pesquisa daquele ano em vez de tentar padronizar as séries desde 1999. Consequentemente, a mudança histórica nas pontuações do Índice de Transparência entre as Pesquisas pode não refletir fielmente a real mudança nas condições de transparência.

Índices compostos versus padronizados

O Índice Composto é compilado a partir das pontuações ponderadas das 20 perguntas principais, sendo usado para pôr em contraste e comparar a situação da transparência imobiliária em 2010. Contudo, reconhecendo que as recentes mudanças nas pontuações de transparência constituem um importante atributo para se entender a conjuntura do mercado, fornecemos um Índice Padronizado relativo tanto a 2008 como a 2010 para facilitar as comparações. O Índice de Transparência Padronizado 'desmonta' as pontuações relativas a transparência da dívida, sendo os pesos das perguntas relacionadas com a dívida realocados em outras perguntas.

Contatos**Âmbito global****Jacques Gordon**

LaSalle Investment Management
jacques.gordon@lasalle.com
+1 312 228 2760

Jeremy Kelly

Jones Lang LaSalle
jeremy.kelly@eu.jll.com
+44 20 3147 1199

LaSalle Investment Management**Melissa Reagen**

Chicago
melissa.reagen@lasalle.com
+1 312 228 2808

Manuel Zapata

Cidade do México
manuel.zapata@lasalle.com
+52 55 5980 8090

Alistair Seaton

Londres
alistair.seaton@lasalle.com
+44 20 7852 4525

Olivier Mege

Tóquio
olivier.mege@lasalle.com
+81 3 5501 9234

Jones Lang LaSalle**Fábio Maceira**

Brasil
fabio.maceira@am.jll.com
+55 11 3043 6900

Josh Gelormini

Chicago
josh.gelormini@am.jll.com
+1 312 228 2060

Jeremy Kelly

Londres
jeremy.kelly@eu.jll.com
+44 20 3147 1199

Craig Plumb

Dubai
craig.plumb@jll.com
+971 4 426 6999

Myles Huang

Hong Kong
myles.huang@ap.jll.com
+852 2846 5793

Colaboradores adicionais

Rahul Ahmad, Dan Mahoney

Editores

Ben Breslau, Rosemary Feenan, Jacques Gordon, Jane Murray, Nigel Roberts

Um agradecimento especial às seguintes organizações, as quais ajudaram a finalizar o Índice de Transparência 2010:

Akershus Eiendom AS, Oslo, Noruega

Athens Economics, Atenas, Grécia

Gonzalez Calvillo, Cidade do México

John S. Murray & Associates, Johannesburgo, África do Sul

Landix Real Estate, São Paulo, Brasil

Mayer Brown JSM, Ms Dao NGUYEN, Vietnã

Sadolin & Albaek, Copenhague, Dinamarca

Schofield and Partners, Genebra, Suíça

www.joneslanglasalle.com/Transparency

COPYRIGHT © JONES LANG LASALLE IP, INC. 2010

Esta publicação é propriedade exclusiva da Jones Lang LaSalle IP, Inc. e não deve ser copiada, reproduzida ou transmitida em qualquer forma ou por qualquer meio, por completa ou em parte, sem o consentimento prévio por escrito da Jones Lang LaSalle IP, Inc.

Qualquer opinião contida neste material reflete nosso julgamento nesta data e está sujeito a mudanças sem aviso. O material foi baseado em fontes que acreditamos ser confiáveis, mas não verificamos independentemente tais fontes e portanto não garantimos que as informações contidas sejam precisas ou completas.

Opiniões e pareceres emitidos aos nossos clientes em particular podem ser diferente das visões e opiniões expressadas neste relatório. Nenhum investimento ou decisão de negócios deve ser feito com base unicamente nas opiniões emitidas neste material.