

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O impacto dos novos mecanismos de crédito imobiliário sobre as atividades de
construção civil e incorporação no Brasil

Leonardo Almeida Magalhães

N.º de matrícula: 1013502

Orientador: Pedro Henrique de Castro Rosado

Dezembro de 2013

**“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para
realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo
professor tutor”.**

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

Agradecimentos:

Agradeço o Departamento de Economia da PUC-Rio pelo o curso de graduação em economia e pelo conhecimento transmitido durante os últimos 4 anos.

Agradeço ao professor e orientador Pedro Henrique Castro pelo auxílio decisivo na elaboração, desenvolvimento e conclusão do presente trabalho.

Agradeço ao casal João Barbosa e Jacqueline Magalhães pelo incentivo e auxílio ao longo desses anos.

Agradeço á família, pais e irmãos, por serem sempre os meus principais incentivadores e fonte de inspiração.

Sumário:

Sumário:	4
Introdução.....	6
Motivação: A Evolução do Sistema de Crédito Imobiliário no Brasil	8
2.1. O Sistema Financeiro de Habitação	10
Da Crise do Sistema de Financeiro da Habitação ao Avanço dos Marcos Regulatórios do Setor Imobiliário	18
3.1. Hipoteca	20
3.2. Alienação Fiduciária	24
O Sistema de Financiamento Imobiliário e o Desenvolvimento das Atividades de Construção Civil e Incorporação.....	29
Testando Causalidade entre Crédito Imobiliário e Preço de Imóveis.....	36
Resultados.....	39
Conclusão	41
Referências Bibliográficas	42

Índice de Gráficos:

Gráfico 1 - Evolução do crédito e dos preços das residências no Brasil.....	8
Gráfico 2 - Estoque agregado dos instrumentos de crédito imobiliário	9
Gráfico 3 - Número de financiamentos do SFH e dos demais programas e inflação.....	16
Gráfico 4 - Taxa de Inadimplência do SFH sobre financiamentos	17
Gráfico 5 - Montante de unidades habitacionais financiadas à partir do SBPE e do FGTS (1980 – 1994)	18
Gráfico 6 - Evolução do Estoque Valorizado de LHs e LCIs	32
Gráfico 7 - A Estrutura do SFI.....	33
Gráfico 8 - Montante de unidades habitacionais financiadas à partir do SBPE e do FGTS (1995 – 2012)	34
Gráfico 9 - Volume acumulado de recursos captados pelas empresas de construção civil em oferta primária de ações na Bolsa de Valores de São Paulo.....	35
Gráfico 10 - Tabela de Resultados	39

Capítulo 1

Introdução

O crédito imobiliário no Brasil tem crescido de forma substancial nos últimos anos. Segundo o Banco Central, o montante total de operações de crédito destinadas ao setor de habitação passou de 24 bilhões de reais em 2001 para 277 bilhões de reais em 2012, representando um aumento superior a 1050% durante esse período. De forma análoga, a participação do crédito imobiliário no Produto Interno Bruto (PIB) se elevou de 1,8% em 2001 para 6,3% em 2012 e as contratações de financiamento imobiliário saíram de 5 bilhões de reais em 2001 para 115 bilhões de reais em 2011, registrando expansão de mais de 23 vezes para esse período de acordo com dados da Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP).

O cenário para o crédito imobiliário no Brasil, no entanto, nem sempre foi de crescimento. Inicialmente, o número de unidades habitacionais financiadas saltou de 9 mil em 1964 (ano de criação do Sistema Financeiro da Habitação - SFH) para 627 mil em 1980, atingindo seu pico. Por outro lado, de 1981 até 1994, o nível de unidades financiadas caiu abruptamente, atingindo 61 mil unidades nesse último ano. Com a consolidação do Plano Real em julho de 1994, o sistema de financiamento imobiliário iniciou uma reestruturação gradual, apoiando-se em níveis inflacionários mais baixos, crescimento da renda, desemprego em declínio e, de forma mais notável, em um fator fundamental que tornou o crédito habitacional mais viável e seguro: a alienação fiduciária de bem imóvel. A alienação fiduciária foi criada em 1997 e foi aderida por um grande número de agentes do mercado imobiliário a partir de 2001, garantindo, portanto, o crescimento exponencial no crédito para a aquisição e construção de imóveis no Brasil.

Tendo em vista esse cenário, o propósito desse estudo será analisar como a introdução da alienação fiduciária de bem imóvel e o crescimento do crédito imobiliário a partir de sua criação afeta o preço dos imóveis. De forma mais objetiva, o foco desse estudo se resume a um cenário de teste que se concentrará em observar se diferentes regiões do Brasil sofreram aumentos nos preços dos imóveis decorrentes da expansão do volume total de crédito a partir da introdução da alienação fiduciária. A criação da Lei de alienação fiduciária confere maior segurança às operações imobiliárias e, portanto, diminuí as restrições a crédito para a população. Com maior

acesso a crédito, a população amplia sua capacidade de pagamento e demanda mais imóveis, impulsionando preços. Caso isso seja verdade, isso implicaria que há um aumento nos preços dos imóveis em função da introdução da nova Lei, à medida que essa última mobiliza a inserção de um número maior de agentes no sistema de crédito. Esse cenário, dessa forma, pode ser testado empiricamente.

De forma geral, a monografia será dividida em 8 capítulos.

O primeiro capítulo será a introdução.

O segundo capítulo descreve a evolução do sistema de crédito imobiliário no Brasil. Essa seção procurará abordar quais foram os principais acontecimentos ocorridos no âmbito do sistema de crédito imobiliário que afetaram o financiamento habitacional e imobiliário desde o surgimento do SFH até o início dos anos 80.

O terceiro capítulo compreende o período de crise do SFH a partir dos anos 80 até a criação dos marcos regulatórios do final da década de 90. Esse capítulo tem como objetivo descrever o impacto dos marcos regulatórios sobre a segurança institucional dos compradores e investidores em imóveis.

O quarto capítulo aborda a evolução recente das atividades de construção civil e incorporação no Brasil. O enfoque desse capítulo é a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) e o levantamento de recursos pelas instituições que integram o sistema através de títulos e valores mobiliários negociados no mercado de capitais.

O quinto capítulo aponta a fonte de dados e o método utilizado para o modelo de testes entre crédito imobiliário e preço dos imóveis para diferentes regiões metropolitanas no Brasil.

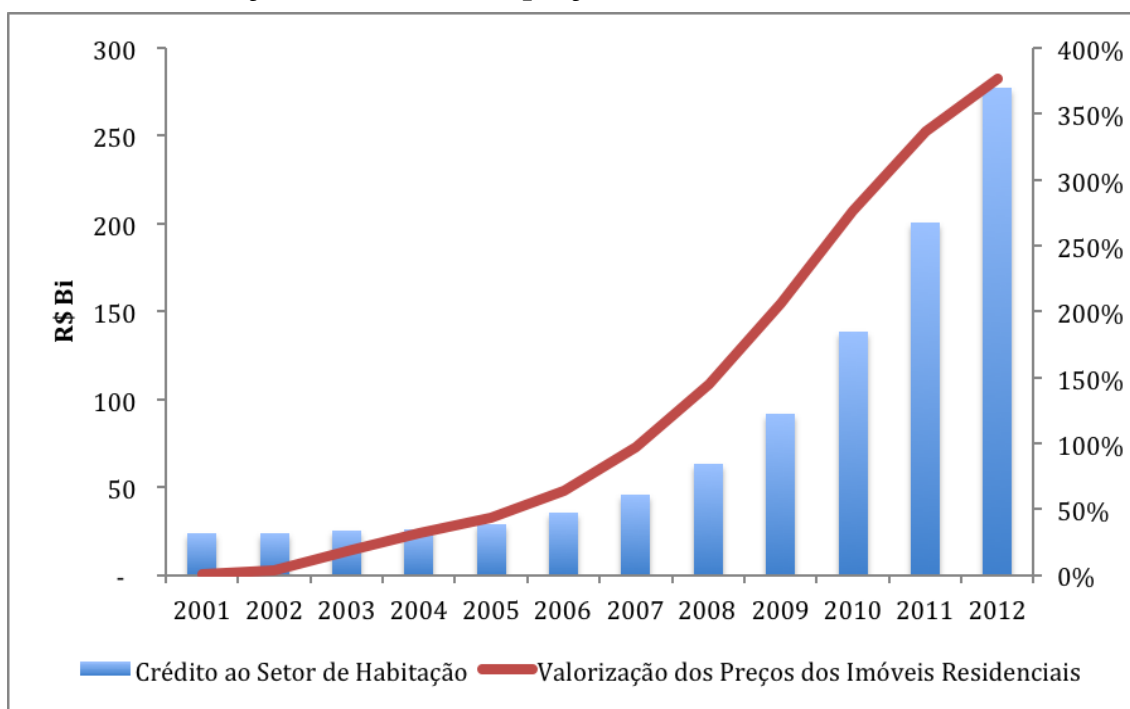
O sexto, sétimo, oitavo capítulos indicam os resultados obtidos, conclusão e referências bibliográficas, respectivamente.

Capítulo 2

Motivação: A Evolução do Sistema de Crédito Imobiliário no Brasil

A influência do crédito sobre o preço dos ativos sempre foi um tema de ampla repercussão na teoria das finanças. Mais recentemente, o mercado imobiliário brasileiro tem sido objeto de estudo dessa dinâmica entre crédito e preços. De Dezembro de 2002 a Dezembro de 2012, os preços dos imóveis residenciais no Brasil tiveram uma valorização de 358% e o saldo total de operações de crédito destinadas ao setor de habitação cresceu em 1050% (24 bilhões de reais em 2001 para 277 em 2012)¹.

Gráfico 1 - Evolução do crédito e dos preços das residências no Brasil

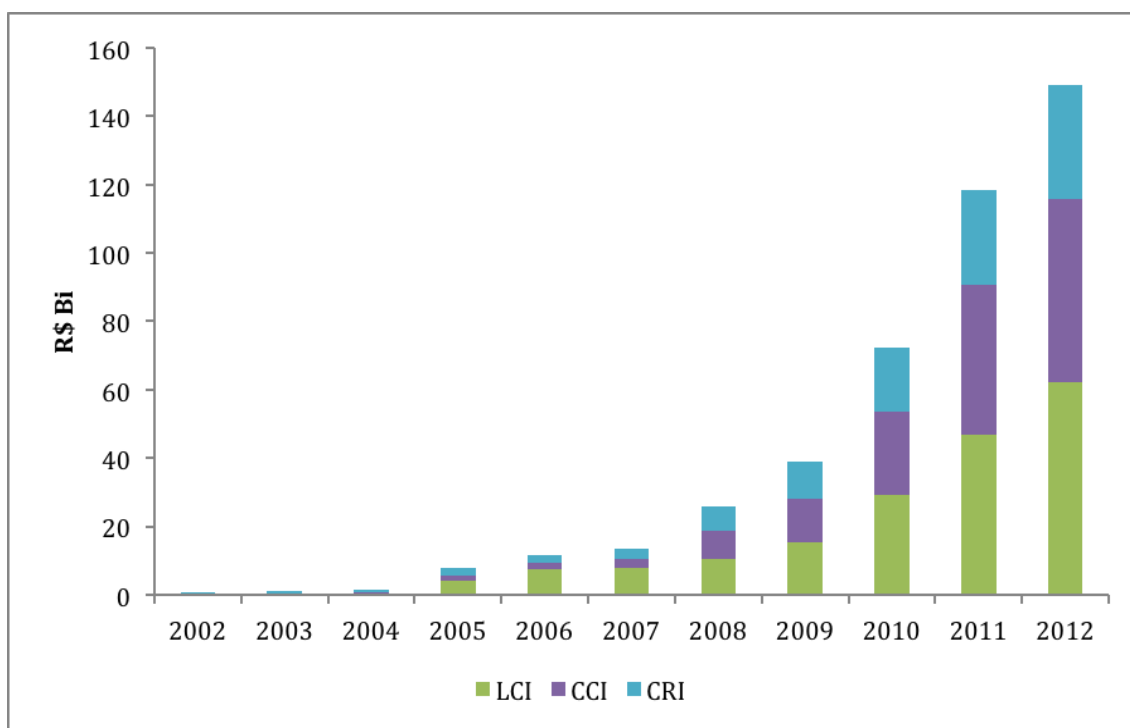


Fonte: Cetip e Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

¹ A valorização nos preços dos imóveis residenciais é medida pelo Índice de Valores de Garantia de Imóveis Residenciais Financiados.

A expansão de preço e crédito foi acompanhada pelo surgimento de instrumentos financeiros, como a Letra de Crédito Imobiliário (LCI), Cédula de Crédito Imobiliário (CCI), Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), cujo estoque agregado evoluiu de 816 milhões de reais em 2002 para 149 bilhões reais em 2012, aumentando a disponibilidade de crédito imobiliário para a população.

Gráfico 2 - Estoque agregado dos instrumentos de crédito imobiliário



Fonte: Cetip. Elaboração Própria.

O surgimento desses instrumentos de crédito imobiliário foi amparado por um importante arcabouço jurídico. Conforme Lei nº 9.514 de 20 de novembro de 1997, foi instituída a alienação fiduciária de bem imóvel, instrumento essencial para a garantia das operações de financiamento imobiliário. A alienação fiduciária foi aderida aos contratos de operações imobiliárias de forma maciça a partir de 2001, diminuindo a incerteza do credor sobre o retorno dos recursos investidos. Tal fator implicou em um aumento na oferta de linhas de crédito imobiliário, tornando o crédito mais acessível a população.

A alienação fiduciária é um instrumento de garantia que assegura a posse do bem imóvel por parte do credor caso ocorra atraso ou inadimplência definitiva no

pagamento das parcelas de financiamento desse bem. Segundo Martinez (2013), para o período anterior a Lei no 9.514/97, a função de promover maior segurança jurídica aos contratos imobiliários era atribuição exclusiva das garantias hipotecárias. No entanto, a alienação fiduciária se tornou amplamente mais eficaz, pois assegura uma retomada mais rápida do bem imóvel pelo credor no caso de inadimplência dos contratos. Isso se torna possível a medida que a alienação fiduciária executa os contratos de financiamento via o Cartório de Registro de Imóveis, abrindo uma alternativa para a via judicial altamente congestionada das garantias hipotecárias. Nesse sentido, a criação da alienação fiduciária implicou em garantias mais firmes para as ofertas de crédito destinadas a financiar a construção e aquisição de imóveis no Brasil.

Muitos especialistas sugerem que o aumento na disponibilidade do crédito é o principal fator que contribuí para uma elevação nos preços dos imóveis (Favilukis, Ludvigson e Van Nieuwerburgh 2010). De fato, é intuitivo dizer que um maior acesso ao crédito torna o financiamento menos restrito a uma população, o que por sua vez aumenta a demanda e preços por imóveis. Por outro lado, a expansão do crédito pode ser uma resposta a expectativas de maior demanda por imóveis, o que também implica em um aumento nos preços dos imóveis. Nesse último caso, o crédito mais disponível e barato deixar de ser o principal fator por trás de uma elevação nos preços dos imóveis e passa a ser um subproduto do aumento da demanda por imóveis (Adelino, Schoar e Severino 2012). Dessa forma, há um grande desafio em determinar causalidade na relação entre crédito e preços, a medida que há uma série de outros fatores que poderiam estar causando um nível elevado do valor dos imóveis.

A principal motivação desse trabalho, portanto, é entender qual a influência da expansão do crédito imobiliário sobre os preços dos imóveis. Em síntese, esse trabalho busca testar se a introdução de novos mecanismos de crédito imobiliário nos últimos anos contribuíram para uma elevação do nível de preços dos imóveis nas regiões metropolitanas brasileiras.

2.1. O Sistema Financeiro de Habitação

No dia 21 de Agosto de 1964, foi instituída a Lei nº 4.380 que cria o SFH. Até essa data, o sistema de financiamento para construção e aquisição de imóveis no Brasil era precário. Isso ocorria à medida que os valores dos empréstimos destinados à

construção de imóveis eram deteriorados pela inflação e o número de ofertantes de crédito para aquisição de moradias era limitado, restringindo-se a Caixa Econômica Federal e aos institutos de previdência. Em função da escassez de recursos para financiamento, os prazos e custos de construção de imóveis se tornaram cada vez maiores.² Tendo em vista um processo inflacionário em ascensão no final dos anos 50, o setor de habitação requeria mecanismos que assegurassem o valor real dos financiamentos e que, por sua vez, impulsionasse a atividade de construção civil no Brasil.

O SFH previsto na Lei nº 4.380 de 1964 tinha como objetivo integrar diversos órgãos de financiamento imobiliário de forma a viabilizar o acesso à construção e aquisição da casa própria e moradias à população de baixa renda. O órgão orientador, disciplinador, controlador e, por sua vez, central do sistema era o Banco Nacional de Habitação (BNH). O BNH tinha como finalidade incentivar a formação de poupanças e canalizá-las para o SFH, tornar viável o acesso das Sociedades de Crédito Imobiliário ao mercado de capitais, entre outras atribuições que visavam promover garantias e recursos aos empreendimentos habitacionais objetos das aplicações do SFH.

Segundo Santos (1999), o financiamento imobiliário dentro do SFH era viabilizado por meio de dois principais programas do governo. O primeiro deles era o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). No SBPE, os recursos oriundos de depósitos em cadernetas de poupança e da emissão de letras imobiliárias eram captados pelas Caixas Econômicas (federal e estaduais), Sociedades de Crédito Imobiliário (SCI) e pelas Associações de Poupança e Empréstimos (APE).³ Os recursos captados, dessa forma, eram direcionados para o financiamento imobiliário de construtoras e empreendedores.

Adicionalmente, vale fazer uma breve distinção entre os agentes que compõem o SBPE. Segundo Moraes (2008), as Caixas Econômicas federal e estaduais são agentes públicos direcionados para o financiamento social, ou seja, atendem as necessidades de financiamento do público de baixa renda, as SCI e as APE atendem aos

² Moraes, 2008.

³ As letras imobiliárias são valores mobiliários que representam promessas de pagamento emitidas pelas SCI e pelo BNH. As letras imobiliárias vigentes à época da criação do SFH eram consideradas títulos de longo-prazo, com vencimento entre 3 e 10 anos, acrescidos de correção monetária e juros de 8% ao ano (MORAES 2008).

financiamentos imobiliários de uma população com renda mais elevada. Além disso, as SCI e as APE eram diferentes entre si a medida que essas últimas concediam financiamento somente entre seus associados e não tinham fins lucrativos.

O segundo programa de financiamento imobiliário do governo era destinado ao setor de habitação popular. Nesse programa, os recursos oriundos do recolhimento compulsório do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS – contribuição feita pelas empresas equivalente a uma parcela do salário de cada trabalhador), eram captados pelas Companhias de Habitação (COHAB). Os acionistas majoritários das COHABs eram os governos estaduais e municipais. Ao mesmo tempo, o BNH era responsável pela gestão dos recursos do FGTS.⁴ Segundo Granja (2008), o BNH direcionava os recursos do FGTS para a construção de habitações para a população de baixa renda através das COHABs. Entre os outros agentes pertencentes a esse programa, estavam as Cooperativas Habitacionais e os Institutos de Orientação às Cooperativas Habitacionais.

O crescimento consistente da oferta de crédito a partir dos recursos das poupanças, letras imobiliárias e do FGTS dependia de mecanismos capazes de garantir a liquidez e solvência do SFH. Nesse sentido, o BNH, além realizar a gestão dos recursos do FGTS, era responsável também por conceder empréstimos para cobrir eventuais necessidades de capital do sistema. As fontes desses empréstimos eram o Fundo de Garantia de Depósitos e Letras Imobiliárias (FGDLI) e o Fundo de Assistência de Liquidez (FAL). O FGDLI tinha como objetivo garantir os recursos aplicados em letras imobiliárias e em cadernetas de poupança, enquanto o FAL cobria necessidades de liquidez das instituições que pertenciam ao SPBE.⁵ Tal necessidade de liquidez por parte dos agentes do SPBE poderia surgir, segundo Granja (2008), à partir de eventuais dificuldades com a captação da caderneta de poupança no curto-prazo e de um aumento na inadimplência dos contratos de financiamento, por exemplo.

Em linha com esforços de ampliação do crédito habitacional e imobiliário, a Lei nº 4.380 aplicou a correção monetária aos contratos imobiliários. Dessa forma, os empréstimos para aquisição e construção de habitações passaram a prever reajustes

⁴ Granja, 2008.

⁵ Moraes, 2008.

sobre amortizações e juros toda vez que o salário mínimo fosse alterado.⁶ Essa medida, portanto, foi determinante para que se obtivesse uma expansão do crédito habitacional, ao passo que confere maior credibilidade na manutenção do valor real dos financiamentos concedidos.

Os depósitos em cadernetas de poupança e o FGTS eram remunerados por taxas pré-fixadas acrescidas de correção monetária. Uma aplicação na poupança rendia 6% ao ano acrescido de um indexador, enquanto uma aplicação no FGTS rendia 3,12% ao ano mais um indexador.⁷ Visto de outra forma, os custos de captação dos agentes financeiros que integravam o SFH eram compatíveis com a remuneração dos recursos aplicados no SBPE e no FGTS. Em linha com esse cenário, os agentes financeiros do SFH eram remunerados pela diferença entre as taxas de juros das aplicações na poupança e no FGTS e as taxas de juros que cobravam dos mutuários pela concessão do financiamento.

Ao conceder o financiamento imobiliário, o agente financeiro incorre em um risco de inadimplência. Em casos de inadimplência, o agente financeiro incorre não só no custo de remunerar a captação de seus recursos (poupança e FGTS), como também no custo adicional de retomar o imóvel dado em garantia pelo mutuário, segundo Granja (2008). Dessa forma, o agente credor retoma o imóvel e realiza a revenda do mesmo, tendo como fim pagar o saldo devedor que restou do financiamento em função da inadimplência do mutuário. Além disso, os agentes financeiros podem incorrer em novos custos adicionais no caso do valor de revenda do imóvel ser inferior ao valor do principal do financiamento. Nesse sentido, o nível de inadimplência é um fator essencial para que os agentes financeiros do SFH obtenham retorno sobre os recursos aplicados na habitação.

O bom funcionamento do SFH, portanto, dependia do volume de recursos captados no âmbito do FGTS e do SBPE, além do nível de inadimplência dos contratos de financiamento imobiliário. Na prática, a inadimplência contratual implica no pagamento das prestações pelos mutuários e, por sua vez, na remuneração dos agentes financeiros integrantes do SFH. Parte do valor das prestações recebidas pelos agentes financeiros era usado para remunerar as aplicações no SBPE e do FGTS. Dessa maneira, a remuneração das aplicações dos investidores garantia a manutenção da

⁶ Santos, 1999.

⁷ Granja, 2008.

caderneta de poupança, do FGTS e das letras imobiliárias como as fontes de financiamento do SFH.

Tendo em vista os esforços do SFH em ampliar o crédito habitacional e em garantir a manutenção do valor real dos contratos de financiamentos, a metodologia adotada para a correção monetária dos contratos passou a ser peça chave para o sucesso do sistema. Segundo Moraes (2008), o BNH criou em 1966 os planos de correção monetária A e B para amortização de financiamentos imobiliários contratados no âmbito do SFH. No Plano A, o saldo devedor e as prestações da dívida eram corrigidas por índices diferentes. Enquanto o saldo devedor era corrigido pelo mesmo índice de correção das cadernetas de poupança, as prestações eram corrigidas pela variação do salário mínimo. A razão para a adoção de diferentes índices de correção era de que o trabalhador devedor não deveria correr o risco de desvincular o pagamento das suas prestações do seu salário. No entanto, a correção monetária das cadernetas de poupança ocorria geralmente em um prazo mais curto do que a correção monetária dos salários (convencionalmente, as cadernetas de poupança eram reajustadas trimestralmente, enquanto os salários eram reajustados anualmente), o que gerava inconsistência na amortização dos contratos imobiliários. Nesse sentido, o Plano A era inconsistente sob o ponto de vista financeiro, ao passo que na data de pagamento da última prestação da dívida, o saldo devedor era diferente de zero. Já no Plano B, ambos os saldos devedores e as prestações eram corrigidos trimestralmente pelo índice que corrigia a poupança, sendo, portanto, um plano financeiramente consistente.⁸

Em 1967, foi criado o Plano C. Segundo Granja (2008), o saldo devedor dos contratos de financiamento era reajustado pelo índice de correção das poupanças, as prestações eram reajustadas pelo salário mínimo com 30 dias de defasagem em relação a esse último, e o mutuário deveria obrigatoriamente depositar uma quantia equivalente a uma prestação no Fundo de Compensação das Variações Salariais no momento da assinatura do contrato. Esse fundo tinha como objetivo ressarcir o credor caso o saldo devedor da dívida não fosse integralmente amortizado ao final do contrato. Vale ressaltar que a inconsistência na amortização dos contratos de financiamento originados pela disparidade dos índices de correção do saldo devedor e prestações, continuava a ser uma característica marcante de diversos planos de

⁸ Granja, 2008.

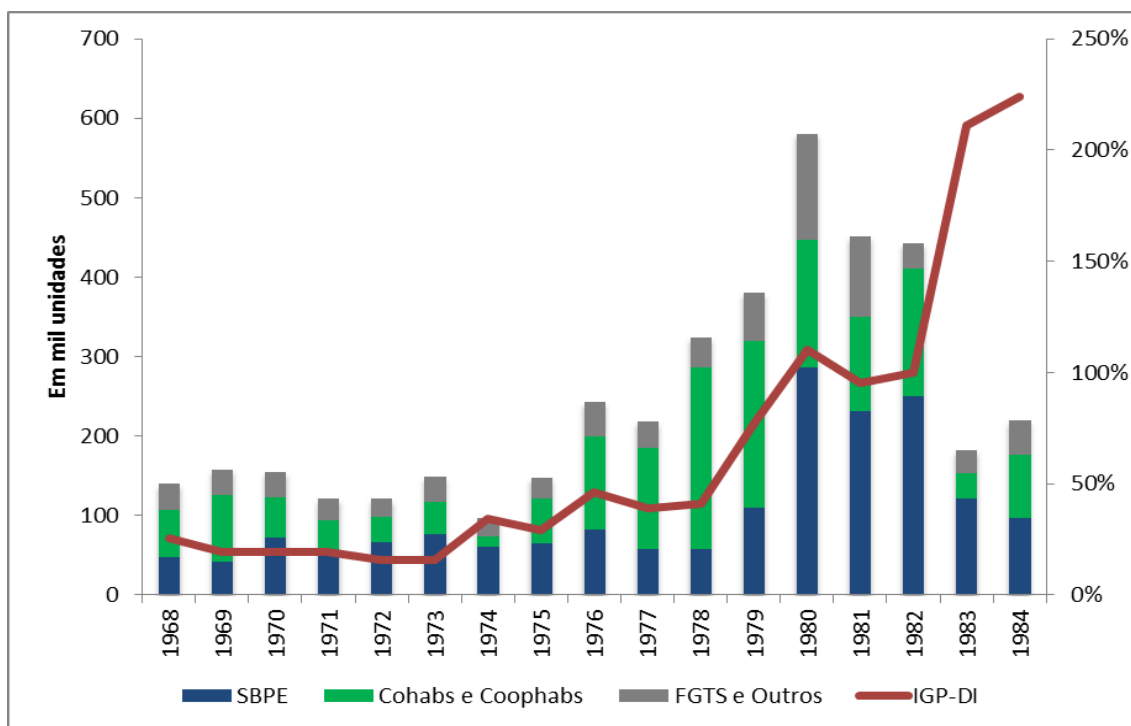
financiamento contratados no âmbito do SFH. Tal inconsistência gerava quantias residuais ao término do contrato a serem pagas pelos mutuários aos credores. As quantias residuais, por sua vez, passaram a ser cobertas pelo FCVS.⁹

Segundo Santos (1999), de 1964 a 1968, a correção monetária foi consistentemente superior ao reajuste do salário-mínimo, comprometendo uma parcela cada vez maior da renda familiar com os financiamentos imobiliários durante esse período. Além disso, o reajuste das prestações pagas pelos mutuários era trimestral, enquanto o reajuste do salário- mínimo era anual. Tais fatos geravam grande insatisfação por parte dos mutuários dos contratos imobiliários. Em resposta a essa insatisfação, o governo criou um novo Plano de correção monetária para a habitação.

Em 1969, os Planos A e C foram extintos e deram lugar ao Plano de Equivalência Salarial. A principal característica desse plano é que as prestações pagas pelos mutuários passaram a ser reajustadas anualmente (em linha com o salário mínimo). No entanto, os saldos devedores dos mutuários continuavam a ser reajustados trimestralmente.¹⁰ Conforme Santos (1999), durante períodos de inflação moderada, o descasamento entre o reajuste do saldo devedor e prestações não era um problema grave. A razão para isso seria que quanto menor a inflação, mais facilmente os credores manteriam o valores real de seus empréstimos. Como o reajuste do saldo devedor estava indexado a taxa fixa da poupança, os retornos dos investimentos estariam menos aptos a responder a uma escalada inflacionária. De 1969 a 1978, a inflação anual medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) não ultrapassou a marca de 47%. Durante esse período, portanto, o SFH viabilizou um número crescente de financiamentos. No entanto, a aceleração inflacionária viria a se agravar nos próximos anos, atingindo os níveis de 110% a.a. e 224% a.a. em 1980 e 1984, respectivamente. Como consequência, o número de financiamentos concedidos pelo SFH e pelos Programas de Habitação que atingiu seu ápice no ano de 1980 com 580 mil unidades de financiamento caiu para menos da metade no ano de 1984, para 219 mil unidades de financiamento.

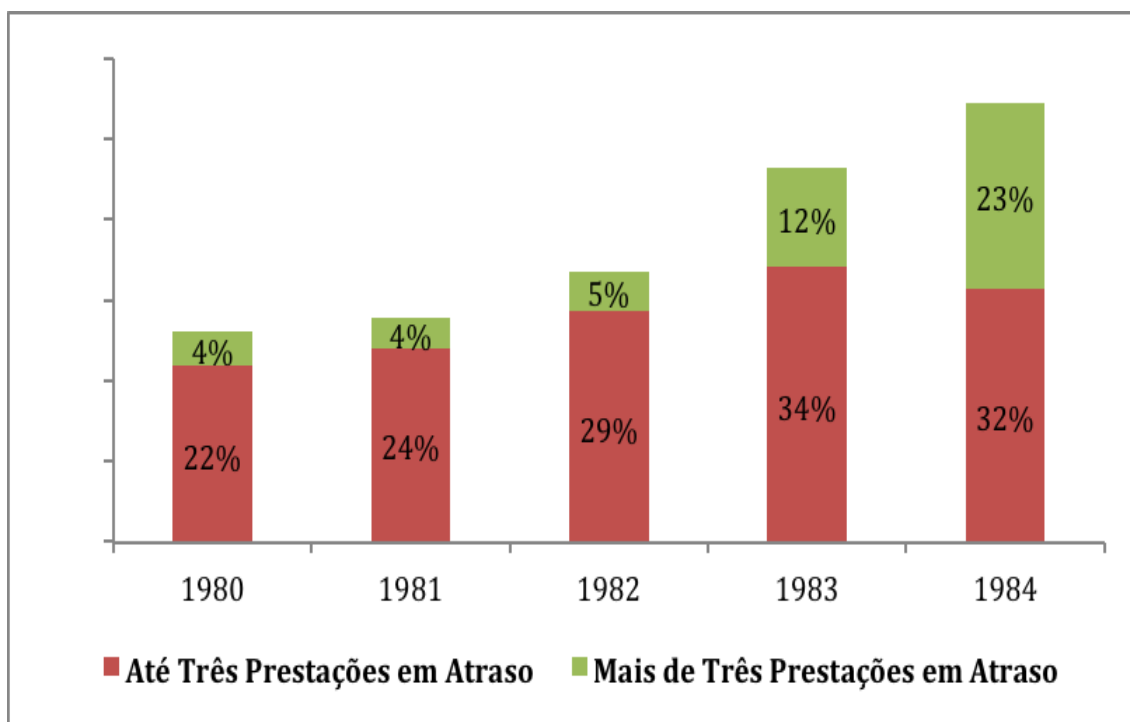
⁹ Granja, 2008.

¹⁰ Moraes, 2008.

Gráfico 3 - Número de financiamentos do SFH e dos demais programas e inflação

Fonte: Santos (1999, p.16). Ipeadata. Elaboração Própria.

De forma análoga, a mudança da política salarial em 1983 coincidiu com a queda substancial dos financiamentos concedidos nesse mesmo ano e no seguinte. Segundo Santos (1999), durante os primeiros anos de vigência do SFH, o reajuste das prestações dos mutuários foi igual ou inferior ao reajuste do salário-mínimo. Tal fato permitiu a manutenção e até mesmo o declínio do valor real das prestações dos financiamentos imobiliários. Um valor real menor para as prestações implicou em maior demanda por crédito e, por sua vez, impulsionou a expansão do SFH durante o período de 1969 a 1982. A criação de uma nova política salarial em 1983, entretanto, aplicou reajustes salariais diferentes para as diferentes classes sociais. Enquanto as classes com renda mais baixas tinham seu salários reajustados pela correção monetária integral, as classes com renda mais elevadas foram penalizadas com a aplicação de redutores sobre seus salários (os redutores surgiram com a aplicação da nova política salarial). À medida que as prestações dos financiamentos acompanhavam o reajuste do salário mínimo, o valor real das prestações se tornaram cada vez maiores para a classe de alta renda. Dessa maneira, o aumento real dos encargos para os mutuários de classe média-alta implicou em inadimplência crescente dos contratos de financiamento imobiliário no período de 1980 até 1984.

Gráfico 4 - Taxa de Inadimplência do SFH sobre financiamentos

Fonte: Santos (1999, p.15). Elaboração Própria.

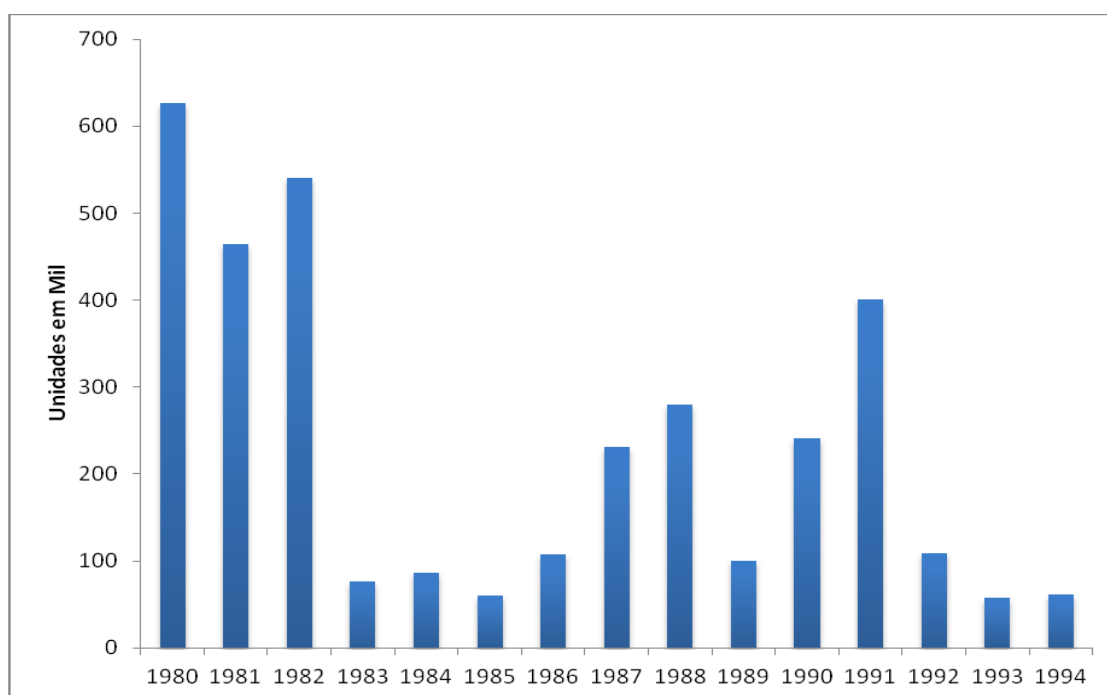
Em suma, desde a implementação do SFH, o governo sempre procurou equilibrar a equação entre tomadores e os financiadores do sistema. O retrato disso são as constantes modificações e planos (vide Plano A, B e C) que surgiram ao longo da história do SFH. Porém, com a deterioração do cenário econômico do final da década de 70 e início da década de 80, a tarefa do governo em manter o sistema atrativo tanto para as instituições financeiras quanto para os tomadores foi se tornando cada vez mais difícil, resultando em uma estagnação do SFH e conseqüentemente do mercado habitacional brasileiro.

Capítulo 3

Da Crise do Sistema de Financeiro da Habitação ao Avanço dos Marcos Regulatórios do Setor Imobiliário

Entre o início da década de 80 e meados dos anos 90, o número de unidades habitacionais financiadas a partir do SBPE e do FGTS estiveram a níveis historicamente baixos. Ao final de 1994, o financiamento imobiliário a partir dessas duas fontes era em torno de 10 vezes inferior em relação a 1980 (627 mil unidades financiadas em 1980 contra 61 mil unidades financiadas em 1994).

Gráfico 5 - Montante de unidades habitacionais financiadas à partir do SBPE e do FGTS (1980 – 1994)



Fonte: Abecip. Elaboração Própria.

De forma análoga, durante esse mesmo período, o sistema jurídico brasileiro vivenciou um período de insegurança. As razões para tal fato foram diversas. De forma geral, podemos indicar a ausência de implementação de políticas públicas, a falta de regulação para diversos setores da economia, as mudanças abruptas nos regimes de governo (vide o processo de consolidação da democracia após o fim do

governo militar com a aprovação da Constituição de 1988), entre outros.¹¹ Esse período de instabilidade, dessa forma, afetou os contratos de financiamento imobiliário e a percepção das instituições financeiras brasileiras acerca da credibilidade desses contratos.

Com a credibilidade do sistema jurídico nacional abalada, as garantias que asseguravam os contratos de financiamento imobiliários passaram a ser questionadas e reestudadas sob o ponto de vista da segurança jurídica que elas proporcionavam. Nesse caso, entende-se por segurança jurídica a agilidade com que o valor do financiamento é ressarcido ao credor em caso de inadimplência.

No período anterior a 1997, tinha-se a hipoteca como o principal mecanismo de garantia real sobre os contratos de financiamento imobiliário. A garantia real, por definição, recai sobre coisas móveis e imóveis, tendo como fim assegurar que o devedor pague as suas obrigações.¹² Em geral, as garantias reais são frequentemente utilizadas em contratos imobiliários, pois tais garantias são lastreadas em imóveis. Um imóvel, pelo ponto de vista de circulação de riquezas, é um ativo considerado seguro, atribuindo assim, maior credibilidade às operações de financiamento quando utilizado como garantia.¹³ Para o caso de uma hipoteca dada em garantia real de um contrato de financiamento, é notável que esse instrumento confere segurança e credibilidade ao contrato a medida que ele está previsto no Código Civil da Legislação (arts. 1.473 a 1.501) e, por definição, tem de ser inscrito em Registro de Imóveis, cuja função é promover o “controle, cadastro, eficácia, segurança e autenticidade das relações jurídicas envolvendo imóveis” (DE MORAES, 2013). A hipoteca, nesse sentido, se apresentava no período pré-1997 e se apresenta até hoje como um mecanismo viável de garantia real.

Por outro lado, tendo em vista o cenário de inflação elevada, desemprego e, por sua vez, inadimplência, característica dos anos 80 e 90 no Brasil, os contratos de financiamento requeriam modalidades de garantia que fossem mais eficientes e ágeis em termos de exequibilidade. Como a garantia hipotecária não dispunha dessas características principalmente no que se refere à agilidade em sua execução, a

¹¹ Moraes, 2008.

¹² De Moraes, 2013.

¹³ De Moraes, 2013.

inadimplência enxugou a oferta de crédito imobiliário na economia brasileira e criou a necessidade de novas formas de instrumentos para assegurar os contratos de financiamento de imóveis.

A partir da Lei 9.514 de 1997, foi instituída a alienação fiduciária sobre bem imóvel, dando maior respaldo ao credor em termos de exigibilidade do crédito. Com o surgimento dessa Lei, foram criados mecanismos mais eficientes e ágeis de reaver o crédito concedido, o que deu maior segurança às instituições credoras. A garantia de alienação fiduciária superou com êxito a insegurança jurídica associada aos contratos de financiamento imobiliário, fazendo com que houvesse um crescimento expressivo nas concessões de financiamento para imóveis no Brasil.

Tendo isso em vista, as seções à seguir têm como objetivo realizar uma distinção a nível contratual entre as garantias reais de hipoteca e alienação fiduciária no que se refere a natureza jurídica, conceito, registro e exequibilidade. Cada garantia real será estudada individualmente, sendo analisadas à luz dos marcos regulatórios que regulam a sua utilização. Dessa maneira, será possível verificar quais foram as principais mudanças no âmbito dos contratos imobiliários para o período anterior e posterior a 1997, e como a criação da alienação fiduciária sobre coisa imóvel contribuiu para que houvesse uma expansão exponencial do crédito imobiliário no Brasil a partir de 2001.

3.1. Hipoteca

A natureza jurídica da garantia hipotecária está presente em dois principais conjuntos de normas que são responsáveis por reger uma parte substancial das relações do direito imobiliário no Brasil. Nesse caso, leva-se em consideração que ambos os conjuntos de normas preveem a hipoteca sob diferentes aspectos. O primeiro deles é o Código Civil. Segundo De Moraes (2013), o direito civil prevê a existência da hipoteca no que diz respeito ao seu conteúdo e essência. O primeiro Código do Direito Civil que prevê e fortalece a hipoteca como direito real de garantia é o de 1916. Posteriormente, o Código Civil de 2002 revogou o de 1916 e atualmente, rege as regras gerais da constituição da hipoteca como garantia real. Por outro lado, a Lei nº 6.015/1973, também conhecida como a Lei de Registros Públicos prevê as garantias

hipotecárias sob o aspecto procedimental.¹⁴ De forma geral, portanto, esses dois fronts legais se complementam, tendo como fim identificar e explicitar as características do bem imóvel dado em garantia, definir os direitos de credores e devedores no ato de constituição da hipoteca e registrar o direito real sobre o imóvel, tornando o conhecimento dos direitos definidos comum a ambas as partes envolvidas em um contrato de financiamento imobiliário.¹⁵

A hipoteca é um direito de garantia real sobre bens imóveis. Conforme o inciso 1o do Artigo 1.473 do Código Civil:

Art. 1.473. Podem ser objeto de hipoteca:

I - os imóveis e os acessórios dos imóveis conjuntamente com eles;

O imóvel objeto da garantia real será responsável pelo pagamento de uma dívida a um credor, conforme Artigo 1.419 do Código Civil:

Art. 1.419. Nas dívidas garantidas por penhor, anticrese ou hipoteca, o bem dado em garantia fica sujeito, por vínculo real, ao cumprimento da obrigação.

Em um contrato de financiamento imobiliário garantido por hipoteca, o agente que registra o bem imóvel em garantia e é responsável pelo adimplemento da dívida é conhecido como devedor hipotecante. Por outro lado, o agente que concede o financiamento e cuja garantia real hipotecária está sendo afetada a seu favor é conhecido como credor hipotecário. O conceito de afetação, nesse caso, está associado a um bem que possui vínculo com um encargo financeiro e tem como fim o pagamento de uma dívida.

Segundo De Moraes (2013), uma condição básica para que um agente se torne um devedor hipotecante é o poder de dispor sobre o imóvel. Nos termos do Artigo 1.420 do Código Civil:

Art. 1.420. Só aquele que pode alienar poderá empenhar, hipotecar ou dar em anticrese; só os bens que se podem alienar poderão ser dados em penhor, anticrese ou

¹⁴ De Oliveira, 2007.

¹⁵ De Moraes, 2013 e Lei no. 10.406/2002.

hipoteca.

Essa condição se torna necessária a medida que, em casos de inadimplência, o devedor deverá ter a opção de alienar o imóvel a um terceiro e, por sua vez, honrar com as suas obrigações perante ao credor. Tendo isso em vista, o locatário de um imóvel, por exemplo, não poderia registrar legalmente o imóvel como garantia hipotecária, ao passo que ele não dispõe sobre o bem. O locatário, portanto, estaria impossibilitado de alienar esse bem para honrar uma dívida caso fosse necessário.

Adicionalmente, de acordo com De Moraes (2013), temos que não é permitido que se proíba a alienação do bem imóvel objeto da garantia. Ao mesmo tempo, a alienação do imóvel a um terceiro pode fazer com que credores e devedores entrem em um acordo que implique em um vencimento da obrigação de forma antecipada. Nesse caso, o adquirente do imóvel se compromete a pagar o valor integral da obrigação e, portanto, tanto a dívida quanto a hipoteca deixam de existir. Nos termos do artigo 1.475 do Código Civil:

Art. 1.475. É nula a cláusula que proíbe ao proprietário alienar imóvel hipotecado.

Parágrafo único. Pode convencionar-se que vencerá o crédito hipotecário, se o imóvel for alienado.

Segundo De Oliveira (2007), para que a hipoteca seja reconhecida como direito real de garantia, esse instrumento deve ser registrado no contrato de matrícula do imóvel dado em garantia pelo devedor. Para o caso em que mais de um imóvel é dado em garantia, a hipoteca deve ser registrada na matrícula de cada um dos imóveis objetos da garantia. Ao mesmo tempo, para a maioria dos casos, o registro da hipoteca é feito pelo devedor hipotecante. Isso ocorre, pois caso não o faça, o devedor está sujeito a ação legal de perdas e danos. Apesar disso, o registro da garantia pode ser efetuado por ambos os agentes envolvidos no contrato de financiamento imobiliário ou o Ministério Público pode promover o registro caso seja solicitado.

Uma vez registrada, a hipoteca em sua essência é de natureza acessória (De Moraes, 2013). Nesse caso, a origem de uma hipoteca está diretamente associada a uma obrigação a ser paga em favor de um credor hipotecário em um contrato de

financiamento imobiliário. De forma análoga, uma vez que um devedor hipotecante quite todas as parcelas do financiamento imobiliário previstas em contrato e que reponha o valor integral da dívida ao credor, configurando, por sua vez, o adimplemento, a garantia hipotecária deixa de existir.¹⁶

A principal característica de uma hipoteca é de que o devedor detém a propriedade do bem imóvel dado em garantia. Nesse caso, é amplamente difundido o conceito de que “a hipoteca é um direito real de garantia sobre coisa alheia.” (De Moraes, 2013). O devedor detém tanto o direito de uso do imóvel quanto a sua propriedade. Nesse sentido, enquanto existir uma obrigação de pagamento que tenha originado uma hipoteca, o credor não possui propriedade sobre um bem imóvel, e sim, uma propriedade sobre um direito real.

De acordo com De Moraes (2013), o principal objetivo de uma hipoteca é a manutenção da situação econômico-financeira de um credor. Sob o ponto de vista conceitual da garantia, pouco importa para o credor quem é o proprietário ou titular do imóvel. Dessa maneira, o credor pode executar a garantia contra qualquer pessoa que possa vir a se tornar proprietária do bem desde que a hipoteca esteja registrada na matrícula do imóvel. Levando em consideração que o credor não detém a propriedade do imóvel, a garantia hipotecária tem como único fim a reposição do valor total da dívida e utiliza o imóvel como um objeto para atingir essa finalidade. Ao mesmo tempo, sob o ponto de vista da circulação de riquezas, o imóvel é um ativo considerado seguro. Dessa forma, esse bem é utilizado nas operações de financiamento asseguradas por hipotecas apenas como um mecanismo para dar solvência ao crédito.¹⁷

De acordo com De Oliveira (2007), em caso de inadimplência contratual, o contrato de financiamento imobiliário vence antecipadamente. Nesse sentido, o credor poderá solicitar a ação de execução da hipoteca e a busca pela propriedade dos imóveis dados em garantia com o objetivo de reaver o crédito concedido. Ambos procedimentos estão previstos na Lei nº 5.741 de 1971. De forma geral, essa lei regula o processo pelo qual se dará a cobrança de crédito hipotecário no âmbito do SFH. De Oliveira (2007) explica que, o devedor, nesse caso, será citado legalmente para pagar as prestações e encargos inadimplentes dentro do prazo de 24 horas. Se as

¹⁶ De Moraes, 2013.

¹⁷ De Moraes, 2013.

importâncias inadimplentes não forem quitadas pelo devedor dentro do prazo estipulado, o juiz determinará que o devedor desocupe o imóvel.

O prazo para a desocupação pode variar dependendo de quem esteja ocupando o bem. Caso o executado esteja na posse direta do imóvel, o prazo de desocupação é de 30 dias. Caso contrário, a prazo se restringe a 10 dias.¹⁸ Nesse sentido, a execução da hipoteca através da via judicial se mostra extremamente ágil na forma como está prevista na Lei nº 5.741 de 1971. A sua aplicação prática, entretanto, se mostrou ineficaz ao passo que a execução por via judicial está sujeita a recursos que podem atrasar a cobrança do crédito hipotecário por anos.¹⁹ A medida que a cobrança do crédito por meio da via judicial se mostrou ineficiente, surge a necessidade de criação de novas formas de garantias que assegurem um jeito eficaz do credor ser ressarcido pelo crédito concedido.

3.2. Alienação Fiduciária

A natureza jurídica da alienação fiduciária de coisa imóvel está presente na Lei Federal nº 9.514 de 1997 que criou o SFI. Segundo De Moraes (2013), no período anterior a 1997, a alienação fiduciária já existia no Brasil conforme a Lei nº 4.728 de 1965, alterada pelo Decreto Lei nº 911 de 1969. No entanto, era uma modalidade de garantia aplicável somente aos bens móveis. Para o período posterior a 1997, a alienação fiduciária esteve presente em uma série de normas legislativas direcionadas ao setor de imóveis. Dentre elas está a Lei nº 10.931 de 2004 que criou o Patrimônio de Afetação, outro importante marco regulatório do setor imobiliário.

Primeiramente, a introdução da alienação fiduciária sobre coisa imóvel trouxe inovações significativas em termos de seu escopo de atuação em relação à hipoteca. O uso da hipoteca em contrato de financiamento imobiliário é restrito às instituições financeiras. Segundo De Mores (2013), a alienação fiduciária, por outro lado, permite que tanto pessoas físicas quanto pessoas jurídicas (instituições financeiras), pertencentes ou não ao recém-criado SFI, tivessem o direito real a constituir garantia. Tendo em vista que a Lei nº 9.514 de 1997 foi criada com o objetivo de tornar o

¹⁸ Lei no. 5.741/1971.

¹⁹ De Moraes, 2013.

financiamento imobiliário mais acessível a população, a aplicação da alienação fiduciária sobre bens imóveis foi uma medida essencial no sentido de viabilizar o acesso ao financiamento.

A alienação fiduciária é um negócio jurídico que envolve a constituição de um imóvel como garantia real.²⁰ Sob o ponto de vista legal, torna-se válido ressaltar a diferença entre alienação fiduciária e propriedade fiduciária. Conforme De Moraes (2013), a alienação fiduciária envolve um contrato que tem como objetivo constituir garantia através de um acordo entre as partes envolvidas no contrato. Já a propriedade fiduciária é a garantia real objeto da alienação fiduciária. Conforme o artigo 22 da Lei nº 9.514 de 1997:

Art. 22. A alienação fiduciária regulada por esta Lei é o negócio jurídico pelo qual o devedor, ou fiduciante, com o escopo de garantia, contrata a transferência ao credor, ou fiduciário, da propriedade resolúvel de coisa imóvel.

Na Lei nº 9.514 de 1997, entende-se por “propriedade resolúvel de coisa imóvel” uma propriedade em que no momento de sua constituição já há um termo prevendo a sua extinção. Uma vez realizado esse termo, a propriedade é resolvida.²¹ Na prática, para um processo de resolução de propriedade em um contrato assegurado por alienação fiduciária, esse termo é o pagamento integral do valor da dívida por parte do devedor. Os fatos ocorrem da seguinte forma: o devedor constitui garantia e transfere a propriedade do bem imóvel ao credor. Esse último, portanto, torna-se possuidor do bem imóvel. O credor detém a propriedade do bem durante o período em que o devedor estiver pagando as parcelas do financiamento. Após o pagamento das parcelas de financiamento, configurando, portanto, o adimplemento, o termo ao qual a propriedade resolúvel se sujeita estará atendido. A propriedade do bem, dessa forma “será resolvida” em favor do devedor e esse agente terá a propriedade da coisa imóvel transferida para si novamente.²² Conforme o artigo 25 da Lei nº 9.514 de 1997:

²⁰ Lei no. 9.514/1997.

²¹ <http://jb.jusbrasil.com.br/definicoes/100005125/propriedade-resoluvel?ref=home>.

²² De Moraes, 2013.

Art. 25. Com o pagamento da dívida e seus encargos, resolve-se, nos termos deste artigo, a propriedade fiduciária do imóvel.

Em um contrato de financiamento imobiliário garantido por alienação fiduciária, o agente que registra o bem imóvel em garantia e é responsável pelo adimplemento da dívida é conhecido como devedor fiduciante. Por outro lado, o agente que concede o financiamento e cuja garantia real está sendo afetada a seu favor é conhecido como credor fiduciário. O conceito de afetação, nesse caso, é um pouco diferente do conceito abordado para as hipotecas. A afetação sob alienação fiduciária está associada a um bem imóvel que possui vínculo com um encargo financeiro e tem como fim o pagamento de uma dívida mediante posse do bem por parte do credor.

Segundo De Moraes (2013), durante o período de vigência do contrato de financiamento, o devedor é incapaz de alienar o imóvel objeto da garantia a um terceiro sem que o credor tome conhecimento. Essa condição se torna necessária a medida que o bem já estaria alienado ao credor tendo como objetivo constituir garantia ao contrato de financiamento. Caso o fiduciário não seja notificado da alienação do imóvel a um terceiro, ele poderá reivindicar, dessa forma, a posse do imóvel contra quem o estiver possuindo de maneira ilegal.

Ainda conforme De Moraes (2013), uma vez que a garantia seja constituída e devidamente registrada, a principal característica de uma alienação fiduciária é de que o credor detém a propriedade efetiva do bem imóvel dado em garantia, conforme explicitado anteriormente. O credor, nesse caso, se torna o proprietário do imóvel, mesmo que de forma resolúvel. Por outro lado, o devedor fiduciante possui o direito de uso do imóvel mas não a propriedade do bem. Conforme parágrafo único do artigo 23 da Lei nº 9.514 de 1997:

Art. 23. Constitui-se a propriedade fiduciária de coisa imóvel mediante registro, no competente Registro de Imóveis, do contrato que lhe serve de título.

Parágrafo único. Com a constituição da propriedade fiduciária, dá-se o desdobramento da posse, tornando-se o fiduciante possuidor direto e o fiduciário possuidor indireto da coisa imóvel.

Caso ocorra o inadimplemento do contrato, o credor passa a ser o proprietário

direto do imóvel. Conforme artigo 26 da Lei nº 9.514 de 1997:

Art. 26. Vencida e não paga, no todo ou em parte, a dívida e constituído em mora o fiduciante, consolidar-se-á, nos termos deste artigo, a propriedade do imóvel em nome do fiduciário.

Em comparação às garantias hipotecárias, portanto, a alienação fiduciária confere maior vantagem ao credor, segundo De Moraes (2013). Isso ocorre à medida que o instrumento determina a transferência de direitos patrimoniais de devedores para credores. Tal fato era incomum no período anterior a 1997, onde devedores hipotecantes detinham tanto o direito de uso do imóvel objeto da garantia quanto a sua propriedade.

Em função de o credor estar fortemente vinculado a propriedade fiduciária mediante a sua posse²³, a criação da alienação fiduciária sobre coisa imóvel foi bem sucedida em superar os dois principais problemas que ameaçavam a credibilidade dos contratos garantidos por hipoteca nos anos 90. Esses problemas, por sua vez, eram a ineficiência na execução da garantia e a falta de liquidez do crédito imobiliário.

Como solução para esses problemas, a Lei nº 9.514 de 1997 previu uma nova forma de reintegração da posse do imóvel pelo credor em caso de inadimplência contratual. Segundo De Moraes (2013), essa nova medida promoveu uma alternativa para a execução de garantia por meio da congestionada via judicial características das hipotecas. Nesse caso, uma vez configurado o inadimplemento, o credor pode requerer por via extrajudicial o pagamento das prestações e encargos devidos dentro do prazo de 15 dias. Caso o devedor continue inadimplente após o prazo, a propriedade do imóvel é constituída em nome do fiduciário. O registro legal do imóvel em posse do credor é efetuado em Cartório de Registro de Imóveis.

Conforme De Moraes (2013), após a constituição da propriedade em nome do fiduciário, o imóvel é liquidado em leilão para honrar o contrato de financiamento. A Lei nº 9.514 de 1997 prevê a ocorrência de dois leilões. No primeiro leilão, serão aceitos somente os lances superiores ou iguais ao valor do imóvel. Uma vez não satisfeita essa condição, ocorre um segundo leilão onde serão aceitos somente os lances superiores ou iguais ao valor do total das prestações e encargos da dívida do

²³ De Moraes, 2013.

contrato de financiamento. Nesse caso, vence o maior lance ofertado.

Ao mesmo tempo, tanto o devedor quanto o credor poderão realizar lances. Em última instância, o credor, devedor ou terceiro que ofertar o maior lance terá o imóvel alienado a seu favor.²⁴ Ao final do processo, a propriedade do imóvel é registrada em nome do adquirente.²⁵

Na prática, o processo extrajudicial de execução da garantia sob alienação fiduciária se mostrou substancialmente mais eficaz em relação às outras modalidades de garantia. A Lei nº 9.514 de 1997 que regulariza a atuação desse instrumento foi formulada de forma a promover uma maior agilidade na recomposição do valor financiado em casos de inadimplência. Essa retomada passou a ser compatível com os prazos esperados pelos investidores das instituições privadas e, portanto, as instituições passaram a ser mais eficientes em honrar seus compromissos diante de seus investidores. Da mesma forma, essa garantia tornou os fluxos financeiros oriundos dos contratos de financiamento imobiliários cada vez mais previsíveis e estáveis.²⁶

Em última análise, a partir da criação do SFI em 1997, a alienação fiduciária foi instrumento essencial para o bom funcionamento e desenvolvimento do mercado secundário voltado para a área imobiliária. O mercado de capitais, dessa forma, passou a ser a principal fonte geradora de recursos para uma demanda por novos financiamentos de imóveis.

²⁴ Lei nº 9.514 de 1997

²⁵ De Moraes, 2013.

²⁶ Moraes, 2008.

Capítulo 4

O Sistema de Financiamento Imobiliário e o Desenvolvimento das Atividades de Construção Civil e Incorporação

O SFI instituído pela Lei nº 9.514 de 1997 criou um novo cenário para o perfil e o volume de crédito imobiliário no Brasil. Diferentemente da formulação do SFH que tinha como finalidade atender o público de baixa renda, o SFI tinha como objetivo direcionar financiamentos para o público em geral. O mercado financeiro e os valores mobiliários se destacaram como a principal fonte de recursos para captação desse novo sistema. Além disso, a Lei nº 9.514 de 1997 previa a livre pactuação das operações de financiamento entre os participantes do SFI. A Lei estabelecia como participantes “as caixas econômicas, os bancos comerciais, os bancos de investimento, os bancos com carteira de crédito imobiliário, as sociedades de crédito imobiliário, as associações de poupança e empréstimo, as companhias hipotecárias e, a critério do Conselho Monetário Nacional (CMN), outras entidades.”²⁷

Algumas condições, no entanto, teriam de ser respeitadas nos contratos imobiliários, tais como o compromisso com a reposição integral do valor do empréstimo e reajustes, remuneração do capital do financiamento à juros capitalizados e contratação de seguro por morte ou invalidez por parte dos tomadores do empréstimo.²⁸

Além da criação da garantia de alienação fiduciária (devidamente descrita no capítulo anterior), a Lei nº 9.514 trouxe importantes inovações, à saber: Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), securitização de crédito imobiliário e o regime fiduciário. O CRI é um título de crédito emitido exclusivamente por companhias securitizadoras. Dessa forma, segundo Sant’anna (2010), o CRI representa uma promessa de pagamento em dinheiro, cujo lastro é imobiliário. A securitização de crédito imobiliário é o ato de vincular valores a receber de crédito imobiliário à títulos e valores mobiliários. A instituição da securitização de crédito imobiliário no novo

²⁷ Lei no 9.514, de 20 de Novembro de 1997.

²⁸ Lei no 9.514, de 20 de Novembro de 1997.

sistema de financiamento foi um dos principais avanços em relação ao SFH. Uma vez firmado um contrato de financiamento imobiliário no âmbito do SFH, um crédito é gerado em favor de uma instituição credora e passa a compor o ativo dessa instituição ao longo de todo o período de amortização da dívida do financiamento. Já para contratos firmados no âmbito do SFI, os créditos não compõem os ativos das instituições financeiras ao longo de todo o período contratual, sendo, portanto, securitizados antes do término da amortização do empréstimo.²⁹ Além disso, o regime fiduciário foi uma inovação importante em função de ser um mecanismo que incide sobre crédito imobiliários, de forma a constituir lastros imobiliários para as emissões de CRIs realizadas por companhias securitizadoras.

A criação das companhias securitizadoras de crédito imobiliário foi um elemento essencial para o bom funcionamento do SFI e para o surgimento de um mercado secundário para o crédito imobiliário. A Resolução do Banco Central no 2.686 de Janeiro de 2000 autoriza a cessão de crédito por parte dos participantes do SFI a sociedades anônimas que tenham como objetivo exclusivo a aquisição de tais créditos e que possuam a denominação de Companhia Securitizadora de Crédito Financeiros. Tendo em vista os esforços de ampliação do mercado secundário de crédito imobiliário, a Instrução CVM no 400 de Dezembro de 2003 passou a deliberar sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários, tanto no mercado primário quanto no mercado secundário. Essa instrução tinha como finalidade atribuir maior transparência ao processo de divulgação de informações sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários e os agentes envolvidos nessa operação. Além disso, essa instrução reforçava a condição da CVM como órgão fiscalizador do mercado financeiro e condicionava as ofertas de distribuição pública ao registro prévio nesse órgão.³⁰

Durante o ano de 2004, ocorreram mudanças significativas em termos de arcabouço jurídico que foram determinantes para um crescimento expressivo da oferta de crédito no SFI. Primeiramente, em Agosto desse ano foi criada a Lei nº 10.931 que dispõe sobre o patrimônio de afetação das incorporações imobiliárias e sobre diferentes instrumentos de crédito, tais como as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Células de Crédito Imobiliário (CCI). A constituição de patrimônio de afetação

²⁹ De Moraes, 2008.

³⁰ Legislação Básica – Abecip.

sobre incorporações imobiliárias tornou-se um novo mecanismo de garantia real, tendo como finalidade proteger os adquirentes de imóveis na planta em um empreendimento.

Com efeito, a incorporação imobiliária “é a atividade exercida com o intuito de promover e realizar a construção, para alienação total ou parcial, de edificações ou conjunto de edificações compostas de unidades autônomas.” (Lei nº 4.591 de 16 de Dezembro de 1964). Ao mesmo tempo, as construtoras realizam a comercialização das unidades das edificações antes das obras estarem concluídas, tendo como fim levantar recursos para o financiamento do restante dessas obras. No entanto, no período anterior a introdução do patrimônio de afetação, os recursos levantados com a comercialização das futuras unidades passavam a integrar o patrimônio da construtora. Nesse sentido, os compradores dessas unidades ficavam expostos ao risco de saúde financeira da construtora, ao passo que essa última poderia destinar parte dos recursos levantados para fins que não fossem o término das obras, tal como o pagamento de dívidas fiscais e trabalhistas, por exemplo. A condição se agravava com uma eventual falência da construtora, onde os adquirentes teriam que recorrer a justiça na esperança de reaver o dinheiro pago pelos imóveis.³¹ A constituição do patrimônio de afetação, dessa maneira, foi um avanço substancial em termos de segurança jurídica por parte do adquirente de imóveis a medida que os bens e direitos vinculados à incorporação deixaram de fazer parte do patrimônio das construtoras. Nesse caso, o incorporador tem a opção de submeter o empreendimento a afetação, no qual os recursos levantados com a comercialização das unidades, os imóveis objetos de edificação e os demais bens e direitos vinculados à incorporação passam a constituir patrimônio próprio.³² Esse patrimônio tem contabilidade exclusiva e não possui qualquer vínculo com os bens da incorporadora, assegurando de forma mais efetiva, portanto, a conclusão das obras do empreendimento imobiliário.

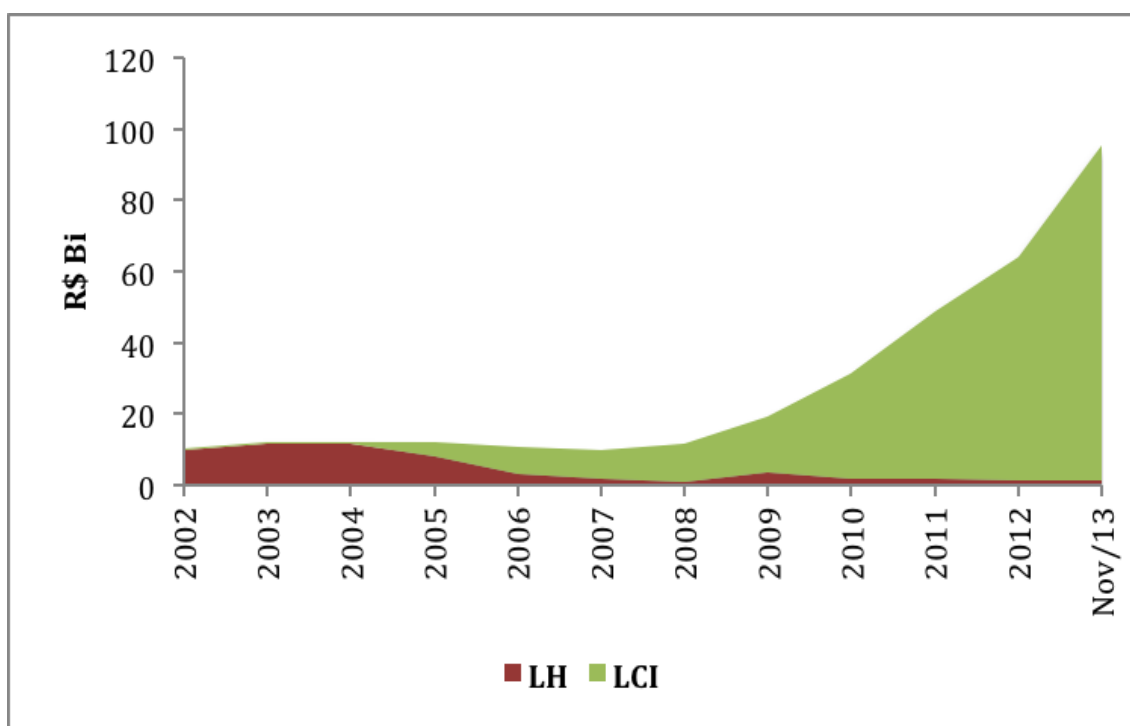
As LCIs e as CCIs foram outras importantes contribuições da Lei nº 10.931 de 2004. A LCI é um título que representa um direito de crédito lastreado por crédito imobiliários garantidos por alienação fiduciária ou hipoteca. Os tomadores desse

³¹ A falência da construtora Encol em 1999 deixou milhares de famílias sem os seus imóveis adquiridos na planta. O episódio é apontado como um dos principais fatores que motivaram a criação do patrimônio de afetação.

³² Site: <http://www.zulmarneves.adv.br/artigos/2013/01/21/o-patrimonio-de-afetacao-nas-incorporacoes-imobiliarias/>

instrumento tem direito ao valor nominal do título acrescido de juros e, possivelmente, atualização monetária. A emissão das LCIs é exclusiva às instituições financeiras que integram o SFI. A LCI, dessa forma, substituiu rapidamente a Letra Hipotecária (LH) como fonte de captação de recursos. Tal substituição se deve ao fato da preferência dos agentes pela alienação fiduciária como instrumento de garantia em relação às hipotecas que lastreiam as LHs. No ano de 2002, o valor do estoque de LHs era em torno R\$ 10 bilhões, enquanto o estoque de LCIs totalizava R\$ 347 milhões. No entanto, em Novembro de 2013, o estoque de LCIs superou a marca de R\$ 94 bilhões, enquanto o estoque de LHs respondia por apenas R\$ 1,3 milhões.

Gráfico 6 - Evolução do Estoque Valorizado de LHs e LCIs



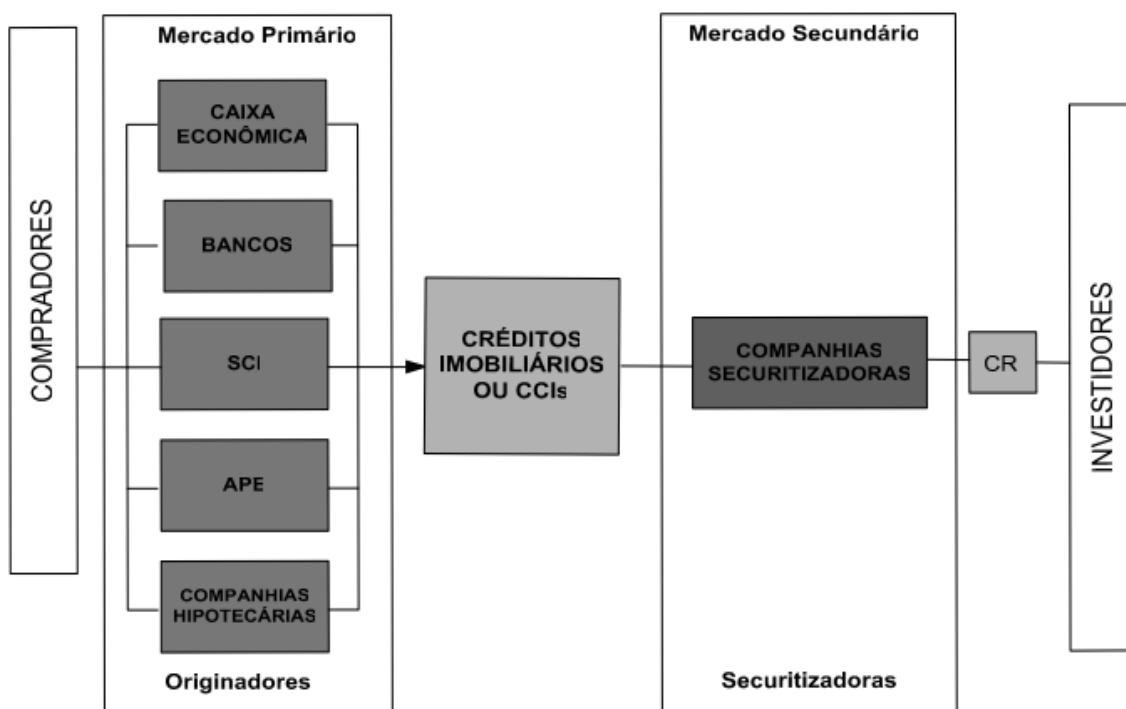
Fonte: Cetip. Elaboração Própria.

Já a CCI é um título representativo de crédito que é originado à partir de outro direito de crédito imobiliário com pagamento parcelado. Nesse caso, a CCI é emitida pelo credor de forma a facilitar a cessão de crédito. Até então, a cessão de crédito pelas instituições financeiras às companhias securitizadoras era feita mediante formalização de contrato de cessão, o que nem sempre era um processo ágil. Com o surgimento da CCI, as cessões de crédito imobiliário passaram a ser viabilizadas

através de operações de transferência de CCI para as companhias securitizadoras.³³

Tendo isso em vista, o SFI funciona da seguinte forma: os compradores de imóveis contratam financiamento juntos às instituições financeiras para a aquisição de suas unidades. As instituições financeiras, dessa forma, passam a compor uma carteira de recebíveis imobiliários e emitem CCIs e outros instrumentos de crédito imobiliário lastreados por esses recebíveis. As CCIs são transferidas para as companhias securitizadoras, que por sua vez emitem CRI. Em síntese, temos que o CRI é lastreado por CCIs que, por sua vez, são lastreadas pelos recebíveis que compõem as carteiras das instituições financeiras. Em última instância, os CRIs são vendidos para os investidores no mercado secundário. De forma geral, a estrutura do SFI permitiu que o comprador de imóveis acessasse o investidor situado no mercado financeiro. A negociação de títulos de crédito imobiliário no mercado secundário possibilitada pela securitização de recebíveis viabilizou um volume crescente de crédito imobiliário à população brasileira.

Gráfico 7 - A Estrutura do SFI

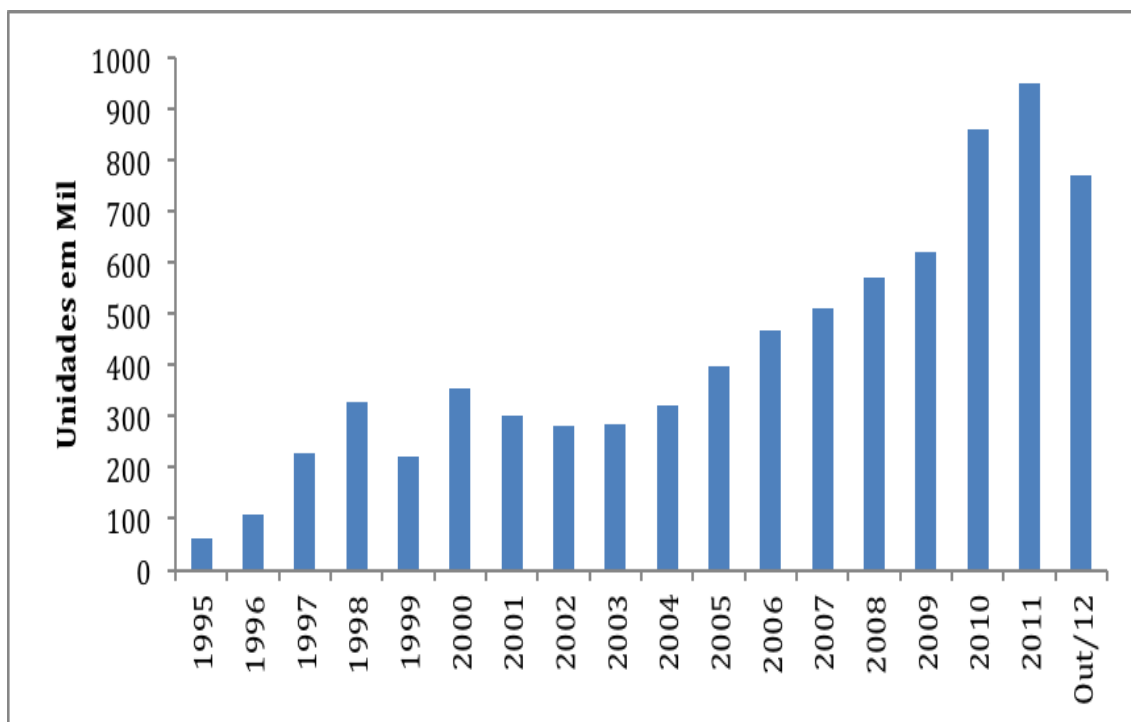


Fonte: De Moraes (2008, p. 56).

³³ Sant'Anna, 2010.

O número de habitações financiadas pelo SBPE e o FGTS saiu de 63 mil unidades em 1995 para 949 mil unidades em 2011. O crescimento do crédito se deu de forma mais expressiva à partir de 2002, onde o número de unidades financiadas tiveram crescimento de 236% até o final de 2011.

Gráfico 8 - Montante de unidades habitacionais financiadas à partir do SBPE e do FGTS (1995 – 2012)

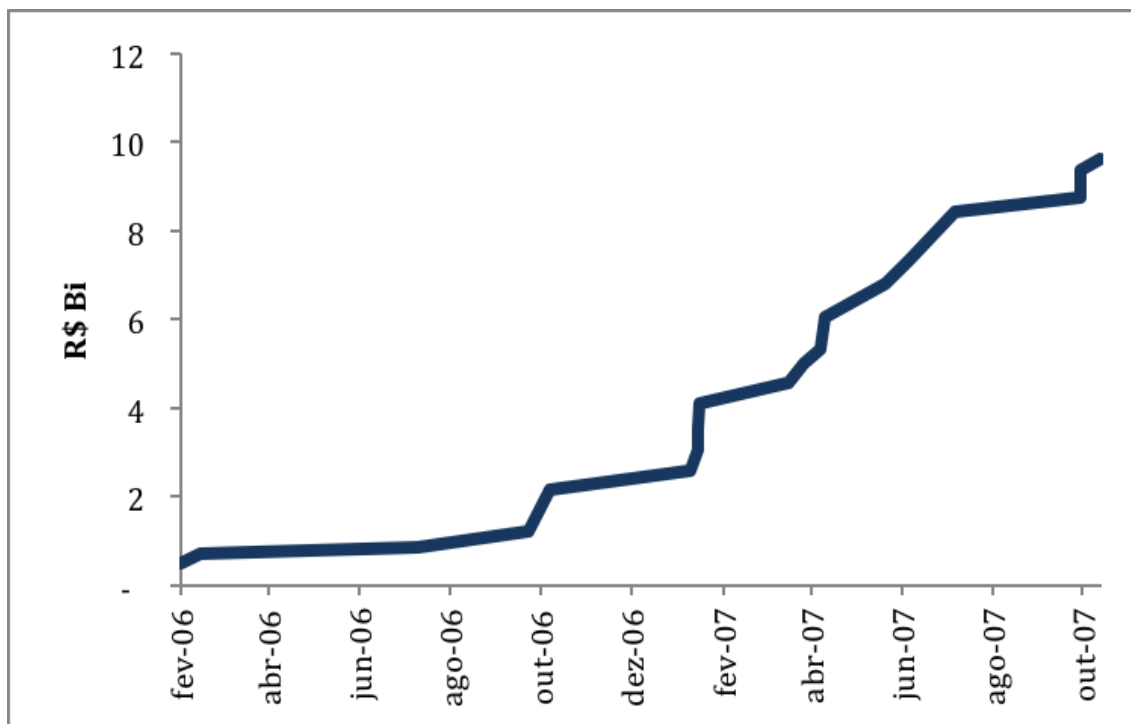


Fonte: Abecip. Elaboração Própria.

A expansão do crédito habitacional, por sua vez, gerou uma demanda crescente por imóveis. Tendo isso em vista, as empresas de construção civil procuraram se expandir rapidamente e financiar suas atividades através da captação de recursos no mercado financeiro. Entre 17 de fevereiro de 2006 e outubro de 2007, 19 construtoras captaram em torno de R\$ 9,5 bilhões em oferta pública inicial de ações na Bolsa de Valores de São Paulo.³⁴

³⁴ O termo é conhecido no mercado financeiro como *IPO (Initial Public Offering)*.

Gráfico 9 - Volume acumulado de recursos captados pelas empresas de construção civil em oferta primária de ações na Bolsa de Valores de São Paulo



Fonte: BM&F Bovespa. Elaboração Própria.

Com efeito, a ampliação da oferta de crédito para o financiamento habitacional e para as atividades de construção civil foi acompanhada por uma aceleração dos preços de venda dos imóveis nas principais regiões metropolitanas do país. Essa aceleração de preços se deu de forma mais notável nas regiões metropolitanas do Rio de Janeiro e São Paulo, onde a valorização dos preços para o período de Janeiro de 2008 à Outubro de 2013 foi de 230% e 188%, respectivamente.³⁵

³⁵ Índice FipeZap.

Capítulo 5

Testando Causalidade entre Crédito Imobiliário e Preço de Imóveis

Esse estudo tem como principal objetivo verificar se o crédito imobiliário no Brasil foi determinante para o aumento dos preços dos imóveis em regiões metropolitanas brasileiras nesses últimos anos. De forma geral, esse estudo procura verificar a existência de uma relação de causalidade entre crédito imobiliário e preços de imóveis, o que pode ser mensurável em termos empíricos. Para isso, um cenário de teste empírico se concentrará em afirmar se o crescimento do crédito imobiliário, viabilizado pela introdução da garantia de alienação fiduciária, afetou o crescimento do preço de imóveis no Brasil.

O cenário de teste empírico abrangerá as regiões metropolitanas do Rio de Janeiro e São Paulo que foram as regiões que verificaram as altas mais expressivas nos preços dos imóveis nos últimos anos em relação às demais cidades brasileiras. Nesse sentido, foi estimado um modelo de regressão de dados em painel com efeitos- fixos, agrupando variáveis para o Rio de Janeiro e São Paulo ao longo de 67 meses (Fevereiro de 2008 a Agosto de 2013).

A variável dependente do modelo é uma medida para a variação dos preços dos imóveis nas regiões metropolitanas brasileiras chamada de Índice FipeZap. Conforme descrição pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe), o índice mede a variação do preço médio dos anúncios de venda de apartamentos prontos cadastrados no site Zap Imóveis.³⁶ De forma geral, o indicador adota o formato de Laspeyres. A cada momento t , portanto, o índice regional I_t^R é calculado da seguinte forma:

$$I_t^R = I_{t-1}^R \cdot \frac{\bar{P}_t^R}{\bar{P}_{t-1}^R}$$

Onde P_t^R é o preço médio da região R no período t e, por sua vez, P_t^R / P_{t-1}^R é a variação do preço médio da região R em t relativo ao período anterior t - 1.

Para o cálculo do preço médio de uma região, essa última é dividida em diversas

³⁶ <http://www.zapimoveis.com.br>

células, conforme metodologia adotada pela Fipe. Os critérios para a definição das células são os números de dormitórios e a área geográfica. Todo mês serão calculados os preços de referência para cada combinação de área geográfica i e número de dormitórios D das respectivas células. Ao mesmo tempo, os preços serão ponderados pela soma da renda dos domicílios correspondente a cada combinação de i e D . Nesse sentido, o preço médio da região é obtido da seguinte forma:

$$\bar{P}_t^L = \sum_i \omega_i^D \cdot p_i^D$$

Onde w_i^D e p_i^D são os pesos e os preços medianos de cada célula, respectivamente. Ao mesmo tempo, a variação dos preços nominais dos imóveis refletida no índice FipeZap foi descontada na regressão pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) obtida no Sistema Gerenciador de Séries Temporais do Banco Central (SGS) e cuja fonte é o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), de forma que a variável dependente reflita variações reais nos preços dos imóveis para as regiões metropolitanas.

A principal variável explicativa da regressão é uma medida para variação do volume de crédito imobiliário no Brasil. Essa medida é o saldo da carteira de crédito com recursos direcionados – Pessoas físicas – Financiamento Imobiliário total, obtido junto SGS, cuja fonte é o próprio Banco Central do Brasil. Conforme descrição do Banco Central, esse dado é o saldo total de financiamentos imobiliários com recursos direcionados a partir dos depósitos de poupança e do FGTS que se destina à aquisição e construção de residências e à aquisição de material de construção para residências no Brasil.

Além da variável explicativa para crédito imobiliário, foram adicionadas variáveis de controle na estrutura do painel de forma que os coeficientes estimados na regressão não sejam viesados caso houvesse a presença de viés de variável omitida. Essas variáveis de controle são medidas para a variação do volume total de crédito, variação do volume de vendas no varejo, variação do nível do PIB e o nível do desemprego, obtidas respectivamente dos seguintes indicadores: saldo das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional – Pessoas físicas, obtido à partir do SGS, cuja fonte é o Banco Central do Brasil; Índice de volume de vendas no varejo total, obtido à partir do SGS cuja fonte é o IBGE; Índice de Atividade Econômica Regional, obtido à partir do SGS cuja fonte é o Departamento Econômico do Banco Central; e

Taxa de desemprego, obtido à partir do SGS cuja fonte é o IBGE.

Nesse sentido, foram estimados quatro modelos de regressão de dados em painel com efeitos-fixos. Dois modelos possuem base mensal e os outros dois base trimestral. Para cada modelo com base mensal e trimestral, foram estimadas regressões sem e com a introdução de variáveis instrumentais para crédito. As variações mensais e trimestrais das variáveis dos modelos são calculadas dividindo-se o valor da variável no mês ou trimestre atual pelo valor da variável no mês ou trimestre anterior. As quatro regressões, portanto, foram calculadas para cada região i e unidade de tempo t em linha com o seguinte modelo:

$$Var_PrecoReal_{it} = \alpha_i + \beta_1 Var_Credit + \beta_2 Var_CredImob + \beta_3 Var_Varejo_{it} + \beta_4 Var_PIB_{it} + \beta_5 Desemprego_{it} + u_{it}.$$

Onde $Var_PrecoReal$ é a variação nos preços reais dos imóveis, Var_Cred é a variação do volume total de crédito, $Var_CredImob$ é a variação do volume de crédito imobiliário no Brasil, Var_Varejo é a variação do volume de vendas no varejo, Var_PIB é a variação do nível do PIB, $Desemprego$ é o nível de desemprego e u é o resíduo da regressão. Os coeficientes da regressão a serem estimados, por sua vez, são β_1 , β_2 , β_3 , β_4 e β_5 .

De forma geral, estamos interessados em medir o coeficiente β_2 . O coeficiente β_2 procura verificar correlação entre as variáveis de crédito imobiliário para Brasil e os preços dos imóveis nas cidades do Rio de Janeiro e São Paulo. Em relação a esse coeficiente, assim como para o coeficiente β_1 , existe um potencial problema de endogeneidade nessa regressão, uma vez que a causalidade entre crédito e preços pode se dar na direção inversa: maiores aumentos de preços ou uma expectativa de maiores aumentos dos preços dos imóveis podem estar causando um maior crescimento do crédito hoje, por esse fato foram estimados os modelos com e sem variável instrumental.

A vantagem do modelo de regressão de dados em painel com efeitos-fixos é, além de permitir controlar características não observáveis das capitais, é fornecer a possibilidade de usarmos o crescimento do crédito nacional como variável instrumental para o crescimento do crédito em capitais específicas, no caso Rio de Janeiro e São Paulo, visto que não existem séries de crédito imobiliário confiáveis disponíveis para as capitais. Dessa forma, tenta-se atenuar o problema de endogeneidade.

Capítulo 6

Resultados

Ao estimar os modelos de regressão, chegamos aos seguintes resultados conforme tabela abaixo:

Gráfico 10 - Tabela de Resultados

Variável Dependente: Var_PrecReal						
Modelo	Tipo	Variáveis Independentes	Coefficiente	Erro Padrão	razão-t	p-valor
Mensal	Sem Variável Instrumental	const	0,00530347	0,00367881	1,4416	0,15187
		Var_Cred	-0,0227553	0,0798356	-0,2850	0,77609
		Var_CredImob	0,366033	0,0786036	4,6567	< 0,00001***
		Var_Varejo	0,00415889	0,00497907	0,8353	0,40513
		Var_PIB	0,00943398	0,0237482	0,3973	0,69185
		Desemprego	-0,0607312	0,0432463	-1,4043	0,16267
Trimestral	Sem Variável Instrumental	const	-0,00995313	0,0201235	-0,4946	0,62397
		Var_Cred	0,113218	0,221658	0,5108	0,61271
		Var_CredImob	0,643449	0,180103	3,5727	0,00105***
		Var_Varejo	0,0128775	0,0147033	0,8758	0,38709
		Var_PIB	0,0340932	0,119485	0,2853	0,77707
		Desemprego	-0,293882	0,232094	-12,662,0000	0,21380
Mensal	Com Variável Instrumental	const	0,00493092	0,00368643	1,338	0,1810
		Var_Cred	0,0326322	0,0927971	0,3517	0,7251
		Var_CredImob	0,354918	0,0927971	4,487	7,23e-06 ***
		Var_Varejo	0,0039	0,0050	0,7904	0,4293
		Var_PIB	0,0122	0,0238	0,5115	0,6090
		Desemprego	-0,0640	0,0433	-1,4780	0,1394
Trimestral	Com Variável Instrumental	const	-0,0154	0,0199	-0,7723	0,4399
		Var_Cred	0,2492	0,2560	0,9736	0,3303
		Var_CredImob	0,6294	0,1810	3,4780	0,0005 ***
		Var_Varejo	0,0067	0,0152	0,4413	0,6590
		Var_PIB	-0,0253	0,1068	-0,2367	0,8129
		Desemprego	-0,2837	0,2281	-1,2430	0,2137

Fonte: Estimacões realizadas no software Gretl 1.9.10.

Observacão: *** significativo a 1%

Para o modelo de regressão sem variável instrumental, observa-se que o β_2 é igual a 0,36 e 0,64 e assume o sinal positivo, conforme o esperado. Além disso, o coeficiente é estatisticamente significativo. Um crescimento de 100% do crédito na região aumentaria os preços dos imóveis, tudo o mais constante, em 36% e 64% para os modelos com base mensal e trimestral, respectivamente, um impacto significativo.

Adicionalmente, foi discutido na seção anterior um potencial problema de endogeneidade nessa regressão, uma vez que a causalidade entre crédito e preços de imóveis pode estar ocorrendo na direção inversa: maiores aumentos de preços de imóveis ou uma expectativa de maiores aumentos nos preços no futuro causam um maior crescimento do crédito hoje.

Acredita-se que o uso de variação mensal do crédito contorna em parte o problema de identificação em questão. Isso porque a alta de preços tem algum componente inercial, refletindo condições passadas de oferta e demanda por imóveis. Nesse sentido, é razoável supor que o crescimento do crédito no mês t de alguma forma reflita as condições passadas de preço. É notável, no entanto, que essa é uma hipótese fraca.

Por conta disso, o seguinte teste de robustez foi realizado para dar maior credibilidade ao modelo de regressão: os dados mensais e trimestrais para as variáveis de crédito do Rio de Janeiro foram substituídos pelos de São Paulo, e vice-versa. Dessa forma, foi criado um cenário de teste onde o crescimento do crédito em uma capital torna-se uma variável instrumental para o crescimento do crédito em outra capital. Os resultados acima para o modelo de regressão com variável instrumental mostram que os valores para o coeficiente β_2 continuam sendo significativos, concluindo-se, portanto, que existe uma correlação entre crédito imobiliário e preços de imóveis.

Capítulo 7

Conclusão

A partir da estimação do cenário de teste empírico e da coleta de resultados, há forte indícios de que a introdução da Lei de alienação fiduciária contribuiu para uma maior disponibilidade de crédito para a população, o que implicou em um aumento nos preços dos imóveis no Brasil. Dessa maneira, esse fato sustenta a análise de que o surgimento de novos instrumentos de crédito imobiliário a partir de 1997 alterou o perfil de crédito no Brasil e que isso teria levado a uma elevação dos preços dos imóveis nas regiões metropolitanas brasileiras.

De forma geral, espera-se concluir que um maior acesso ao crédito torna o financiamento menos restrito a uma população, o que por sua vez aumenta a demanda e preços por imóveis. Esse fato poderá ser útil a partir de dois pontos de vista: por um lado, o governo desejará controlar crédito se houver um crescimento indiscriminado nos preços dos imóveis. Por outro, o governo implantará medidas que tornem o crédito mais disponível a população para impulsionar o setor de incorporação e construção civil, tal como foi a Lei de alienação fiduciária. Em linhas gerais, os resultados obtidos implicaria em uma maior capacidade do governo em promover a estabilidade no mercado imobiliário no Brasil.

Capítulo 8

Referências Bibliográficas

SANT'ANNA, J. Instrumentos de Financiamento Imobiliário no Brasil, 2010, CETIP.

SANTOS, F. J. R. O mercado de crédito imobiliário, a alienação fiduciária e o registro de imóveis, Instituto de Registro Imobiliário do Brasil, PUC Minas Gerais.

REZENDE, T. C. O Papel do Financiamento Imobiliário no Desenvolvimento Sustentável do Mercado Imobiliário Brasileiro. Requisitos fundamentais para se construir um modelo sustentável de financiamento habitacional, 2011, Caixa Econômica Federal.

ALBUQUERQUE, V. Desafios e Perspectivas para a Indústria de Fundos Imobiliários no Brasil, 2010, 2ª Conferência Internacional de Crédito Imobiliário, ANBIMA.

TERRA, M. Patrimônio de Afetação. Duarte Garcia, Caselli Guimarães e Terra Advogados, São Paulo.

DE FRANÇA, L. A. N. Crédito Imobiliário no Brasil: Situação Atual e Tendências, 2009, 2ª Conferência Internacional do Crédito Imobiliário, ABECIP.

O Crédito Imobiliário no Brasil: Caracterização e Desafios, 2007, Fundação Getúlio Vargas, FGV Projetos, São Paulo.

CAGNIN, R. F. A Evolução do Financiamento Habitacional no Brasil entre 2005 e 2011 e o desempenho dos novos instrumentos financeiros, FUNDAP, 2012 (Boletim de Economia No.11).

FARIA, B. M. C. A evolução do mercado imobiliário brasileiro e o conceito de Home Equity. 2010. Monografia (Graduação).

- Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

MORAES, D.C. O SFI: A Securitização como instrumento de fomento do mercado imobiliário. 2008. Dissertação (Mestrado).

- Departamento de Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo.

GRANJA, P. R. S. Modelo para Avaliação do Custo Burocrático do FCVS (Fundo de Compensação de Variações Salariais): Um Estudo de Caso. 2008. Dissertação (Mestrado).

- Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Centro de Formação Acadêmica e Pesquisa, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro.

FAVILUKIS, J.; LUDVIGSON, S. C.; VAN NIEUWERBURGH S. V.; The Macroeconomics Effects of Housing Wealth, Housing Finance, and Limited Risk-Sharing in General Equilibrium. 2012. NBER Working Paper No. W15988.

Disponível em:

<http://www.nber.org/papers/w15988>> Acesso em: 29/06/2013.

ADELINO, M.; SCHOAR, A.; SEVERINO, F.; Credit Supply and House Prices: Evidence From Mortgage Market Segmentation. 2012. NBER Working Paper No. W17832.

Disponível em:

<http://www.nber.org/papers/w17832>> Acesso em: 29/06/2013.

SANTOS, C. H. M.; Políticas Federais de Habitação no Brasil: 1964/1998. Julho de 1999. Brasília. Texto para discussão nº 654.

Disponível em:

http://unisc.br/portal/upload/com_arquivo/1349872065.pdf> Acesso em 10/11/2013.

BARBOSA, F. H.; A Indexação dos Ativos Financeiros: A Experiência Brasileira. Agosto de 1992 (Ensaio Econômico, nº 194).

- Escola de Pós- Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro.

Disponível em:

<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/526/1171.pdf?sequence=2>> Acesso em: 12/09/2013.

DE MORAES, J. E.: Hipoteca versus alienação fiduciária: vantagens e desvantagens de cada instituto. 2013. Artigos, texto selecionado pelos Editores. Jus Navigandi.

Disponível em:

<http://jus.com.br/artigos/25233/hipoteca-versus-alienacao-fiduciaria/>> Acesso em: 15/09/2013.

DE OLIVEIRA, J. C. R. V.: A hipoteca à luz do direito registral. 2007. Artigos, texto selecionado pelos Editores. Jus Navigandi.

Disponível em:

<http://jus.com.br/artigos/10404/a-hipoteca-a-luz-do-direito-registral>> Acesso em: 20/09/2013.

MARTINEZ, S.E.: A hipoteca e a alienação fiduciária de imóveis: qual a melhor garantia? 2013. Martinez Advocacia.

Disponível em:

<http://www.martinezadvocacia.com.br/blog/index.php/a-hipoteca-e-a-alienacao-fiduciaria-de-imoveis-qual-a-melhor-garantia/>> Acesso em: 20/08/2013.

ABECIP- Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança. Disponível em <http://www.abecip.org.br/default.asp>> Acesso em: 15/04/2013.

Legislação Básica: Disponível em:
http://www.abecip.org.br/m3.asp?cod_pagina=728&submenu=sim&cod_pai=429&cod_pai2=728> Acesso em: 03/05/2013.

Definição de Propriedade resolúvel. JusBrasil: Disponível em:
<http://www.jusbrasil.com.br/bem-vindo?ref=logo>> Acesso em: 13/10/2013.