

PONTÍFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**Crédito imobiliário no Brasil: análise setorial e das fontes de financiamento, o modelo dos EUA e a securitização de recebíveis imobiliários.**

Lucas Costa Santos

0711861

Professor Tutor: Márcio G. P. Garcia

Professor Orientador: Marcus Vinicius Ferrero Valpassos

Junho de 2012

"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"**

Agradeço meus pais, Mauro e Valéria, que nunca mediram esforços para me oferecer a melhor educação possível e apoio incondicional.

Agradeço meus amigos e família por terem me ensinado tudo aquilo que o dinheiro não pode comprar.

“Sonhe como se fosse viver para sempre e viva como se fosse morrer amanhã”

James Dean

## **Sumário**

1. Introdução	7
2. Mercado Imobiliário Brasileiro	10
2.1. Conjuntura Macroeconômica Brasileira	10
2.2. Setor de Real Estate no Brasil	13
2.3. Formas convencionais de financiamento	15
3. O Modelo dos EUA	23
3.1. Evolução das formas de financiamento imobiliário nos EUA	23
3.2. Surgimento da securitização de recebíveis imobiliários	25
3.3. Formas atípicas de Securitização	27
4. Securitização de Recebíveis Imobiliários no Brasil	36
4.1. Contexto atual da Securitização Imobiliária	36
4.2. Certificados de Recebíveis Imobiliários	40
4.2.1. A originação do CRI	41
4.2.2. Estrutura de um CRI	42
4.2.3. Legislação, Regulamentação e Tributação	43
4.2.4. Evolução do Mercado de CRI	45
5. Conclusão	51
6. Referências Bibliográficas	54

**Lista de gráficos:**

<u>Gráfico 1: Distribuição de classe social no Brasil em 2003 e 2009</u>	10
<u>Gráfico 2: Evolução do IPCA e da taxa SELIC</u>	11
<u>Gráfico 3: Comparativo da relação Crédito/PIB e Crédito Imobiliário/PIB</u>	12
<u>Gráfico 4: Histórico das ofertas públicas primárias de ações das empresas do setor imobiliário</u>	16
<u>Gráfico 5: Histórico das emissões primárias de debêntures de empresas do setor imobiliário</u>	16
<u>Gráfico 6: Concentração do deficit habitacional por faixa de renda (em salários mínimos)</u>	20
<u>Gráfico 7: Evolução do financiamento imobiliário de acordo com o tipo de pagamento</u>	25
<u>Gráfico 8: Evolução das modalidades de financiamento</u>	29
<u>Gráfico 9: <i>Market share</i> de financiamento por tipo de securitização</u>	30
<u>Gráfico 10: Evolução da taxa de juros americana</u>	30
<u>Gráfico 11: Progresso de refinanciamento e compra de novos financiamentos</u>	31
<u>Gráfico 12: Evolução do volume de novos financiamentos por categoria</u>	32
<u>Gráfico 13: Captação de recursos dos instrumentos de financiamento imobiliário entre 2009 e 2010</u>	39
<u>Gráfico 14: Histórico das emissões de CRI</u>	46
<u>Gráfico 15: Evolução dos depósitos de CRI na CETIP</u>	46
<u>Gráfico 16: Estoque de CRI na CETIP</u>	47
<u>Gráfico 17: Composição dos CRI emitidos em 2011 por classe de investidor</u>	48

**Lista de Tabelas:**

<u>Tabela 1: Déficit habitacional em salários mínimos nas diferentes regiões do Brasil</u>	13
<u>Tabela 2: Evolução das unidades financiadas e do volume financeiro</u>	19
<u>Tabela 3: Evolução da legislação no Brasil</u>	43 e 44
<u>Tabela 4: Incidência de Imposto de Renda sobre os CRI</u>	45

**Lista de Fluxogramas:**

<u>Fluxograma 1: A dinâmica do financiamento imobiliário no Brasil</u>	18
<u>Fluxograma 2: A estrutura do Certificado de Recebível Imobiliário</u>	42

## 1. Introdução

Financiar imóveis é apoiar a construção do patrimônio de uma nação. O contexto econômico atual é propício para aqueles que seguem essa crença: as perspectivas para a economia brasileira apontam uma redução permanente das taxas de juros reais e nominais. Nesse contexto, um dos mercados que apresentam grande potencial de crescimento é o de crédito imobiliário que representa uma peça central no processo de desenvolvimento econômico.

Um estudo da MCM Consultores estima que o volume de crédito imobiliário concedido no Brasil, que atualmente gira em torno de 4% do Produto Interno Bruto (PIB), possa chegar a 15% em quatro anos, o que representaria um crescimento médio de aproximadamente 50% ao ano para o setor (LAMUCCI, 2006).

Entretanto, apesar desse potencial de crescimento expressivo, a porcentagem ainda seria inferior aos padrões internacionais. Nos Estados Unidos da América (EUA), por exemplo, esse valor chega à incrível marca de 75% do PIB (LAMUCCI, 2006).

Conforme será visto ao longo deste trabalho, a pequena participação atual do crédito imobiliário na economia brasileira é resultado da incapacidade do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) em suprir o apetite de um mercado ascendente que precisa de financiamento abundante.

Uma das conseqüências do mau desempenho do SFH foi a ampliação do déficit habitacional no país, que, segundo estudo divulgado pela fundação João Pinheiro (2008), situa-se em torno de 7 milhões de unidades residenciais. Apesar deste vir sendo reduzido nos últimos anos em função das evoluções nas formas de financiamento imobiliário, do crescimento desse setor e da migração entre classes sociais, conforme relatado pelo estudo do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Nos últimos cinco anos, o setor imobiliário brasileiro passou por um período de forte expansão. As taxas de juros de mercado mais baixas e programas de subsídios à construção habitacional possibilitaram o aumento da oferta de imóveis, oferecendo opções mais vantajosas de financiamento para os compradores e mais viáveis e rentáveis para as incorporadoras e construtoras. A escassez de financiamento e as altas taxas sempre foram um gargalo para o mercado de construção habitacional brasileiro.

Contudo, o controle da inflação, conquistado a partir da implantação do Plano Real, tem permitido a realização de diversas reformas econômicas e jurídicas no âmbito do mercado de crédito imobiliário, com o objetivo de incentivar seu crescimento.

Semelhante às experiências bem-sucedidas de outros países, algumas dessas reformas giram em torno do desenvolvimento de um mercado secundário de empréstimos, procurando unir os mercados de crédito imobiliário e de capitais, por meio da securitização de recebíveis.

No Brasil, esse modelo de financiamento foi introduzido pela Lei 9.514, de 1997, que, entre outras coisas, criou o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), com a proposta de ser uma alternativa ao SFH.

Nos EUA, por exemplo, a securitização imobiliária foi introduzida no início dos anos 1970. Atualmente, os Mortgage-Backed Securities (MBSs) são um dos mais importantes ativos de renda fixa do mundo, com mais de US\$ 4 trilhões em emissões acumuladas e volume de negociação diário superior a US\$ 150 bilhões. Infelizmente, a utopia não se aplica visto a realidade deste instrumento ter sido um possível originador da crise do *Subprime* que repercutiu para todo o mundo, conforme argumentam LEVITIN e WATCHER em seu *paper* “*Explaining the Housing Bubble*”, divulgado em 2010.

Sob essa ótica, este trabalho trata das formas de financiamento no mercado imobiliário brasileiro, focando particularmente na securitização de recebíveis imobiliários por meio dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), instrumento que tem criado marcos históricos como alternativa de financiamento imobiliário, conforme destacado pelo *Anuário Uqbar 2012*. Apoiando-se em uma análise elaborada, o nosso objetivo será de apresentar a conjuntura econômica brasileira, ressaltando o esgotamento dos recursos de financiamento típicos, de onde a necessidade do apoio do mercado de capitais, mais especificamente dos CRIs, avaliando a eficiência e importância deste instrumento no âmbito brasileiro. Dada a incipiência desse modelo, partiu-se da idéia de que uma análise comparativa ao caso norte-americano seria interessante para avaliar os aspectos positivos e negativos.

Este trabalho está dividido em três partes:



No primeiro capítulo, faz-se uma breve exposição da conjuntura macroeconômica brasileira, passando pela análise do setor de Real Estate de forma geral até focar especificamente nas formas convencionais de financiamento que este setor oferece tanto no âmbito bancário quanto governamental.

O segundo conta, detalhadamente, a história do desenvolvimento da securitização de recebíveis imobiliários nos EUA, relata seu surgimento em um contexto histórico conturbado, explica seu funcionamento e expõe suas falhas como possível criadora da bolha imobiliária americana.

O terceiro analisa especialmente a securitização de recebíveis imobiliários, analisando seu contexto atual como forma alternativa de financiamento imobiliário, posteriormente este capítulo decompõe detalhadamente os determinantes desse instrumento: origem dos créditos, estrutura, legislação, tributação, finalizando com a evolução recente dos CRIs.

## Capítulo 2 - Mercado Imobiliário Brasileiro

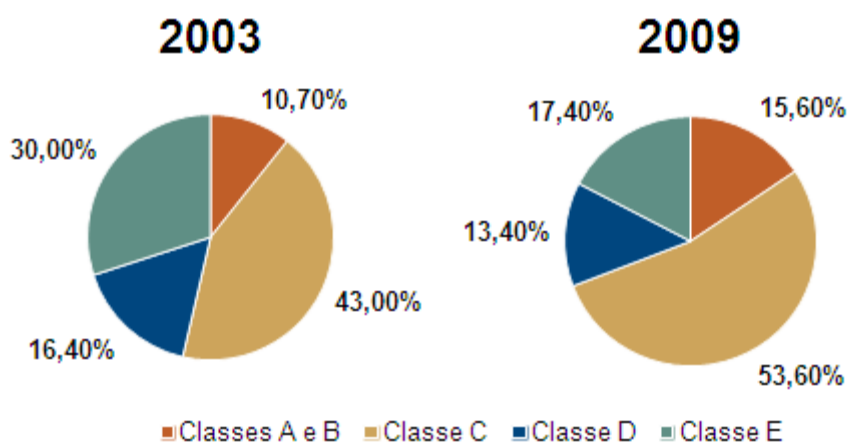
O objetivo desse primeiro tópico é fazer uma análise da conjuntura econômica recente e avançar no debate sobre os limitantes do desenvolvimento imobiliário.

### 2.1. Conjuntura Macroeconômica Brasileira

Olhando em retrospectiva, o Brasil tem muito a comemorar. Passou de um país atrasado, com uma hiperinflação incontrolável para um país macroeconomicamente civilizado, com boas perspectivas de crescimento econômico pela frente. Apesar disso, ainda não conseguiu avançar de forma contundente nas reformas estruturais que o país precisa para ser um país de fato desenvolvido.

O Brasil cresceu a uma média de 3,89% ao ano nos últimos nove anos – supondo crescimento de 3% no ano passado e de 7,5% no ano retrasado. A consequência imediata foi uma queda virtuosa na taxa de desemprego: de 13,1% em 2003 para 5,2% em novembro de 2011. Isso, dentre outras coisas, permitiu que cerca de 30 milhões de pessoas ascendessem à classe média; o que acabou por contribuir para solidificar o processo de crescimento econômico. Nesse aspecto, o consumo das famílias apresentou um vigoroso crescimento desde 2003, com médias trimestrais de 5% – comparada ao mesmo trimestre do ano anterior.

O gráfico de pizza abaixo mostra a distribuição de classe social no Brasil em 2003 e em 2009:

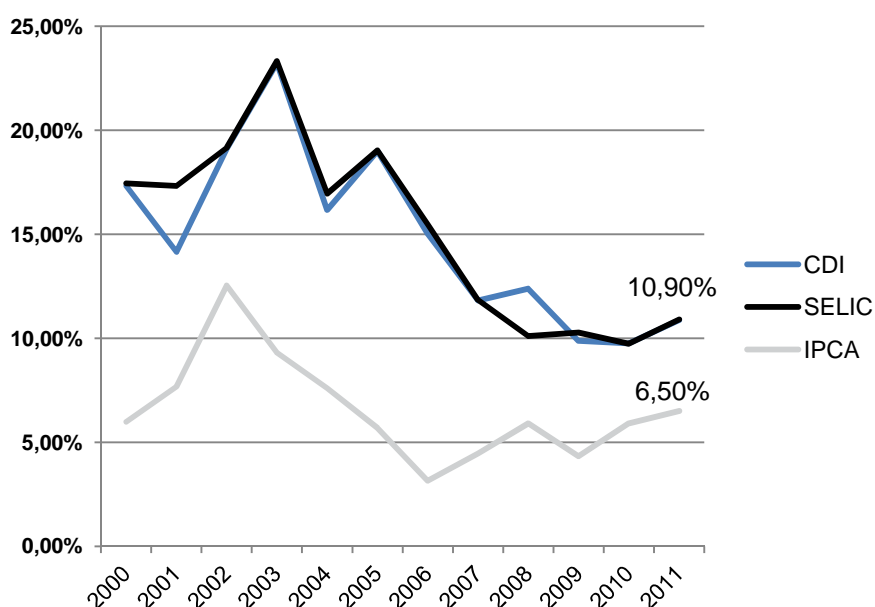


Fonte: IBGE

### Gráfico 1: Distribuição de classe social no Brasil em 2003 e 2009

Os juros básicos seguiram sua curva de descendência. Eram 26,5% a.a. no início de 2003 e hoje são 8,5% a.a. A inflação, sempre uma preocupação nacional, se redimiu dos tempos em que eram catastróficos: estiveram em uma média de 5,9% ao ano no mesmo período.

O gráfico abaixo aponta a trajetória nos últimos 10 anos da taxa básica de juros (SELIC) e de inflação (IPCA) no ano:



Fonte: BACEN

### Gráfico 2: Evolução do IPCA e da taxa SELIC

Mas o que causou esse crescimento? Primeiramente, o cenário externo excepcional, o melhor desde o imediato pós-guerra. Em seguida, um aumento vigoroso da relação crédito/PIB (de cerca de 20% para quase 50% para os créditos privados e de 2% para quase 5% para os créditos imobiliários), proporcionado pelas inovações institucionais, pelo aumento dos financiamentos imobiliários e pelo ambiente externo mais receptivo.

Essa melhoria conjuntural, em conjunto com a política de manutenção dos superávits primários, permitiu ao governo brasileiro reduzir a exposição cambial da Dívida Pública Interna, elevar o nível das reservas internacionais e se tornar credor externo líquido, reduzindo sua exposição aos reveses internacionais. Tudo com um

custo – as reservas internacionais são remuneradas via FED *Funds*, enquanto os passivos (a dívida interna) são remunerados basicamente à taxa Selic, gerando um elevado custo para “carregar” as reservas. A consequência prática dessa estratégia foi a conquista do grau de investimento pelas agências de *rating*.

É claro que não se pode deixar de fora do modelo o fato de em 2012 haver eleições municipais, o aceleração nos projetos para a Copa e as Olimpíadas, o salário mínimo ter sido reajustado em 14% e o poder da política econômica anticíclica – esta última levou um PIB estagnado em 2009 para o maior crescimento desde 1986 em 2010, de 7,5%. Tudo isso, *ceteris paribus* as condições externas, vem impulsionando um crescimento mais arrojado e sustentável.

Porém esse crescimento ainda se mostra muito limitado quando o foco é o setor imobiliário, as formas de financiamento até então precárias não estimulam de forma consistente o crescimento do setor que aponta para um déficit habitacional pouco representativo da situação econômica atual do país. Quando comparado com o nível de crédito imobiliário em outros países, o Brasil, apesar das recentes evoluções, permanece ainda em um nível bastante inferior. O gráfico abaixo compara o volume de crédito imobiliário como percentual do PIB no Brasil em 2009 com o volume em outros países:

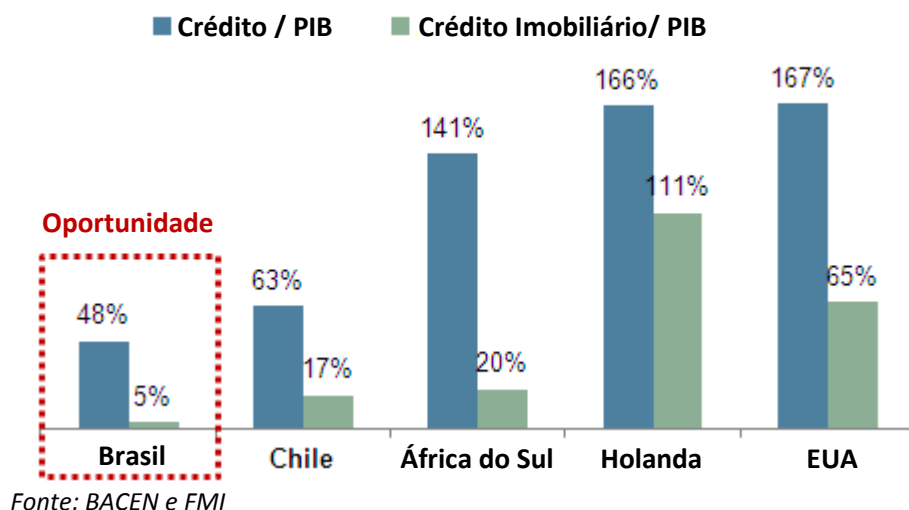


Gráfico 3: Comparativo da relação Crédito/PIB e Crédito Imobiliário/PIB

Nos últimos anos o Brasil retomou o nível da atividade imobiliária em virtude das ações positivas do Governo Federal que influenciaram diretamente o setor e da crescente disponibilidade de crédito decorrente da redução da taxa básica de juros. Entretanto, os investimentos no setor imobiliário brasileiro ainda não foram suficientes para atender o potencial que o mercado oferece.

## 2.2. Setor de Real Estate no Brasil

O mercado imobiliário brasileiro, potencial e efetivo, apresenta um tamanho bastante expressivo se comparado a outros mercados da América Latina. De acordo com a pesquisa realizada, com base nos dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), do IBGE, divulgada pela Fundação João Pinheiro em 2007, o déficit habitacional do Brasil alcança, aproximadamente, 7,2 milhões de moradias e, deste total, 90,9% referem-se a famílias com renda mensal inferior a três salários mínimos.

O quadro abaixo mostra as estimativas do déficit habitacional brasileiro em número de moradias por região geográfica e por faixas de renda familiar no ano de 2007:

Região Geográfica	Déficit Habitacional por Renda Familiar Em Número de Salários Mínimos				Déficit Hab. Regional
	Até 3	3 - 5	5 - 10	+ 10	
Norte	704	81	48	16	<b>849</b>
Nordeste	2.603	157	65	26	<b>2.851</b>
Sudeste	1.805	269	192	75	<b>2.341</b>
Sul	532	78	50	19	<b>679</b>
Centro Oeste	411	47	31	14	<b>503</b>
<b>Déficit Habitacional Total</b>	<b>6.055</b>	<b>632</b>	<b>386</b>	<b>150</b>	<b>7.223</b>

Fonte: Fundação João Pinheiro – 2008

Tabela 1: Déficit habitacional em salários mínimos nas diferentes regiões do Brasil

O mercado imobiliário brasileiro hoje é basicamente liderado por grandes empresas de incorporação imobiliária que foram se consolidando no mercado nos últimos cinco anos. Estas empresas se dedicam à construção e a venda de unidades residenciais cujos mercados consumidores são segregados por segmentos de renda. As

características do empreendimento imobiliário, os esforços de marketing e o formato de construção se diferenciam de acordo com o perfil de renda de cada um dos empreendimentos.

No Brasil, desde a desestruturação do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) o nível de recursos disponíveis para financiamento tanto da produção, como principalmente da comercialização, tornou-se escasso; impondo às empresas empreendedoras a adoção de soluções alternativas para sustentação financeira de suas operações. Este processo, embora venha sendo aperfeiçoado, impôs ao longo dos anos, a adoção de mecanismos incompatíveis tanto as necessidades de *funding* do setor imobiliário, como também, ao nível de demanda do mercado consumidor.

Dentre os mecanismos utilizados para financiar a produção, na ausência de uma estrutura institucional específica, a solução imediata foi que as incorporadoras passassem a buscar recursos junto ao mercado bancário, o que, dada a atual escassez de recursos de longo prazo na economia brasileira, agregou riscos financeiros advindos do descasamento de taxas e prazos entre ativos e passivos, pois: [i] os ativos são advindos dos créditos originados pelo financiamento imobiliário, em geral, de longo prazo e ainda regulado por taxas subsidiadas e; [ii] os passivos são caracterizados por financiamentos de curto prazo e a taxas reguladas por condições de mercado.

Quanto ao financiamento da comercialização, em função da necessidade do adquirente do imóvel contar com um financiamento pós-produção, para adequar a sua capacidade de pagamento à aquisição do bem imobiliário, as próprias empresas empreendedoras passaram a assumir o papel de financiadoras dos adquirentes dos imóveis negociados, entretanto, esta situação além de desviar o foco da empresa, que é desenvolver empreendimentos imobiliários residenciais, alongou o prazo de encaixe das receitas obtidas com a venda das unidades, reduzindo assim, a sua capacidade em produzir novos empreendimentos.

Essa forma de financiamento habitacional desenvolvida pelas incorporadoras pode acarretar em ineficiências ao mercado imobiliário, ao passo que deixa as incorporadoras sujeitas aos riscos inerentes à concessão de financiamentos: risco de aumento da inflação, inadimplência do principal e juros, e o risco de aumento do custo dos nossos recursos captados pelas mesmas.

Além da incidência da taxa de juros, os contratos de venda a prazo geralmente prevêem atualização monetária pelo Índice Nacional de Custo da Construção (“INCC”) aplicado durante o período da construção das unidades autônomas, após a conclusão das obras aplica-se o Índice Geral de Preços - Mensal (“IGP-M”), ambos índices atrelados a inflação. Caso haja um crescimento da inflação, o endividamento dos clientes decorrente da celebração dos contratos de venda a prazo poderá vir a aumentar, ocasionando um crescimento da inadimplência. Afetando diretamente a geração de caixa e o andamento das obras e novos lançamentos.

As empresas do setor imobiliário captam recursos a diferentes taxas e indexadores junto a instituições financeiras e precisam conseguir repassar aos clientes tais condições de remuneração, de modo a vir a conceder financiamentos aos clientes com indexadores diferentes. O descasamento de taxas e prazo entre a captação de recursos e os financiamentos concedidos também afetam o setor.

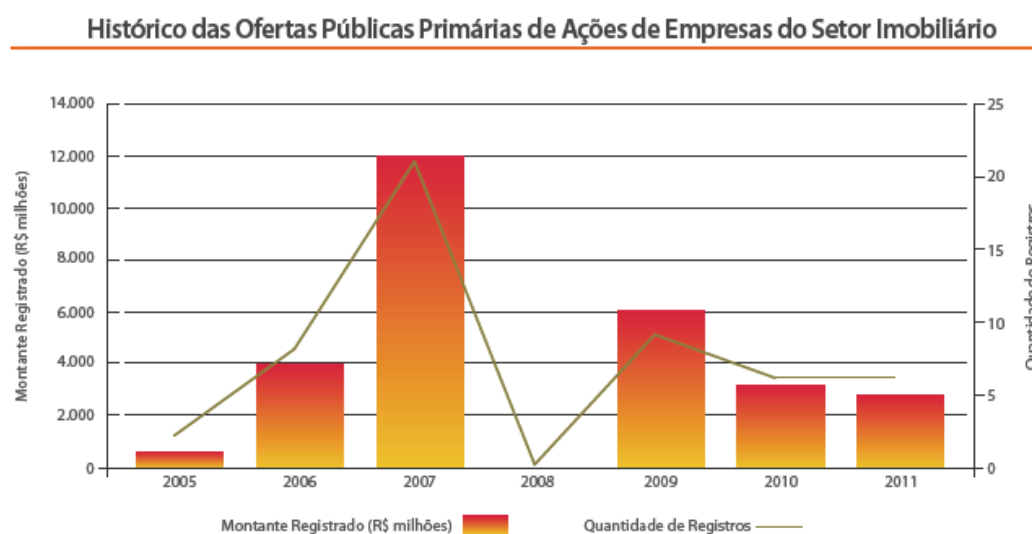
Podemos verificar que tanto a demanda imobiliária quanto o mercado de incorporação são, em grande parte, influenciados pela disponibilidade de crédito imobiliário, para financiar tanto o incorporador na produção de novas unidades como o adquirente final.

### **2.3. Formas convencionais de financiamento**

O mercado de financiamento imobiliário no Brasil é originado por três grandes fontes: Governo, Mercado Bancário e Mercado de Capitais. As duas primeiras formas mais convencionais de captação para a incorporação imobiliária, atualmente representam a maior fatia do financiamento deste setor, porém as tendências do mercado apontam para uma participação mais presente do mercado de capitais, conforme cenário visto a cinco anos.

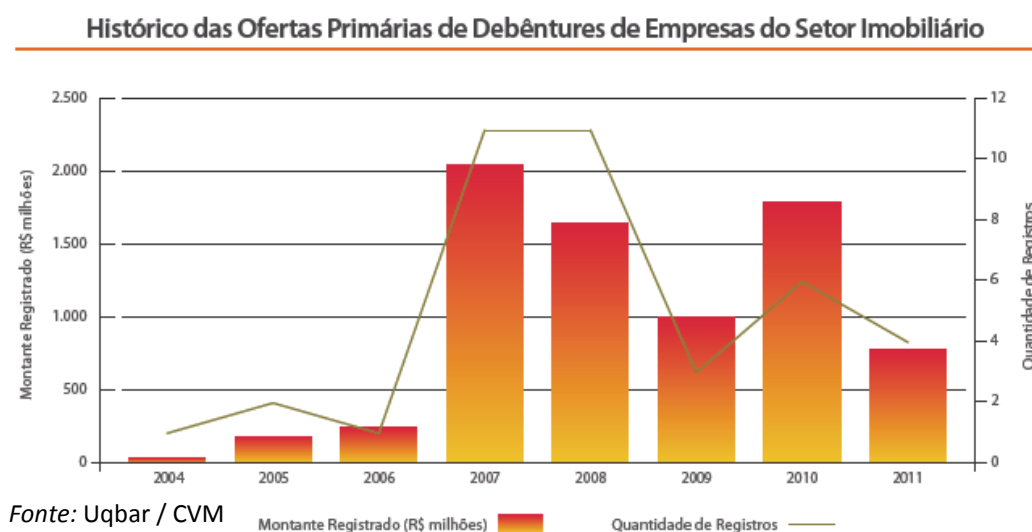
Através da emissão de debêntures e ações das empresas do setor o mercado de capitais contribuiu para a expansão imobiliária recente. As emissões desses títulos ganharam destaque na capitalização das empresas iniciado em 2007 que as oxigenou para o boom imobiliário. As ações foram bastante emitidas no grande movimento de ofertas públicas (Initial Public Offer – IPO) realizado no ano de 2007 e depois perderam

destaque, conforme vemos no gráfico abaixo. Observe-se que em 2008 devido à crise internacional não houve nenhuma oferta pública, perdendo força no mercado mesmo após a recuperação econômica brasileira. As debêntures, títulos de renda fixa, tiveram representatividade similar da emissão das ações por terem sido importantes na capitalização das empresas, contribuindo para a expansão imobiliária, porém, sem perspectivas de serem significativamente importantes para o financiamento imobiliário brasileiro. Pela característica do lastro das debêntures emitidas serem de renda fixa, a queda da emissão após 2007 não foi com a mesma intensidade das ações.



Fonte: Uqbar / CVM

Gráfico 4: Histórico das ofertas públicas primárias de ações das empresas do setor imobiliário



Fonte: Uqbar / CVM

Gráfico 5: Histórico das emissões primárias de debêntures de empresas do setor imobiliário



O mercado de financiamento imobiliário no Brasil, através da maioria de suas fontes, apresentou taxas de crescimento em 2011 ainda mais elevadas que as do ano anterior. Apesar da tendência verificada ao longo do ano de retração de apetite de risco nos mercados globais, com reflexos na queda acentuada dos principais índices de renda variável, incluindo o Ibovespa, tanto o mercado imobiliário brasileiro como boa parte do mercado financeiro atrelado a este setor apresentaram um desempenho de forte crescimento no mesmo período.

Para sustentar este crescimento, o setor imobiliário tornou-se altamente dependente da disponibilidade de crédito no mercado e a política de crédito do Governo Federal afeta significativamente a disponibilidade de recursos para o financiamento imobiliário, influenciando assim a oferta e a demanda por propriedades. Deriva-se desta correlação o fato de que o Sistema Financeiro Nacional ainda possui raízes burocráticas fortes, tornando o mercado imobiliário brasileiro um setor altamente regulado.

Com o objetivo de facilitar e promover a construção e a aquisição da casa própria foi criado, então, pelo Governo Federal, em 1964, o Sistema Financeiro de Habitação (SFH), seu principal integrante é o Banco Nacional de Habitação (BNH) constituído com a finalidade de orientar, disciplinar e controlar o SFH.

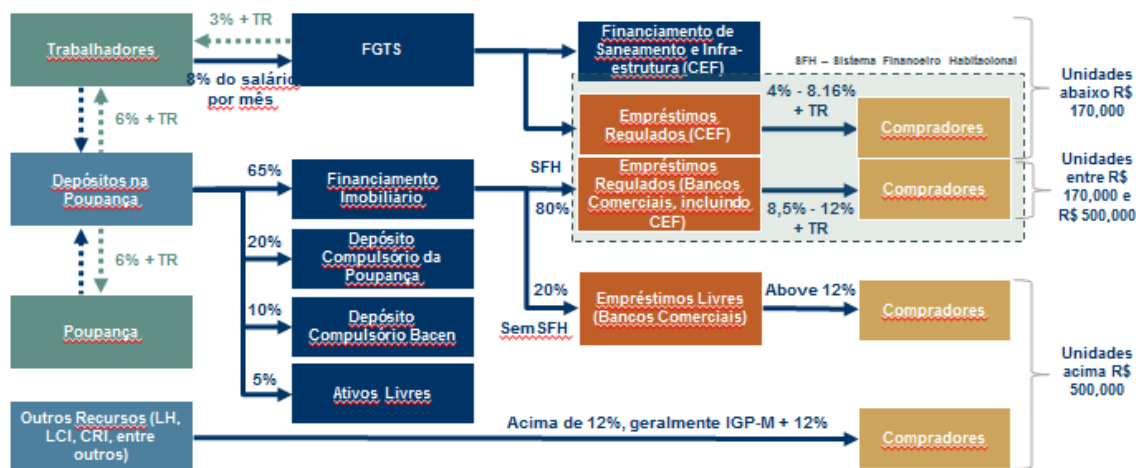
No âmbito governamental e bancário, existem duas grandes fontes de recursos destinadas ao desenvolvimento imobiliário, os recursos oriundos, principalmente: (1) do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS); e (2) dos depósitos em caderneta de poupança.

O FGTS é uma contribuição obrigatória de 8,0% sobre a folha de pagamento dos empregados sujeitos ao regime empregatício previsto na Consolidação das Leis Trabalhistas. A Caixa Econômica Federal (CEF) é o órgão responsável pela administração dos recursos existentes no FGTS.

As condições para financiamentos oriundos dos depósitos em caderneta de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) são reguladas pelo Banco Central. Os financiamentos podem ser realizados de duas formas: (1) através do SFH, o qual é regulado pelo Governo Federal; e (2) através

do sistema de carteira hipotecária, onde os bancos são livres para pactuar as condições do financiamento.

O fluxograma abaixo apresenta o funcionamento da estrutura de *Funding* do mercado imobiliário brasileiro, destacando a presença do SFH neste processo:



Fonte: Banco Brascan

### Fluxograma 1: A dinâmica do financiamento imobiliário no Brasil

De acordo com as regras do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (“SBPE”) e conforme mostrado no fluxograma acima, no mínimo 65,0% dos depósitos da caderneta de poupança devem ser destinados a operações de financiamento imobiliário, sendo: (i) 80,0%, no mínimo, em operações de financiamento habitacional no âmbito do SFH; e (ii) o restante em operações de financiamento imobiliário contratado a taxas de mercado, envolvendo operações de financiamento habitacional.

As operações referidas no segundo item acima são as efetuadas pelos bancos, através de carteiras próprias que utilizam para conceder financiamentos habitacionais. Durante muito tempo, foi permitido que os bancos brasileiros utilizassem boa parte dos recursos captados na caderneta de poupança para aplicação em títulos do Governo Federal, não se observando plenamente a porcentagem cuja destinação estava prevista em lei para a utilização destes recursos. A partir de 2002, o Banco Central limitou os investimentos realizados por bancos em valores mobiliários de emissão do Governo Federal, o que vem provocando um incremento substancial do montante de recursos disponibilizados para o mercado imobiliário.

Com isso, a competição por clientes se intensificou e as condições dos financiamentos bancários concedidos a empresas do setor melhoraram, com redução das taxas e extensão dos prazos para pagamento. Como consequência, desde o segundo semestre de 2005, o setor imobiliário apresentou sinais de aquecimento e o volume de unidades financiadas vem crescendo.

A tabela abaixo detalha o volume de crédito disponibilizado pelas instituições financeiras para o setor imobiliário brasileiro entre os anos de 2006 e 2011:

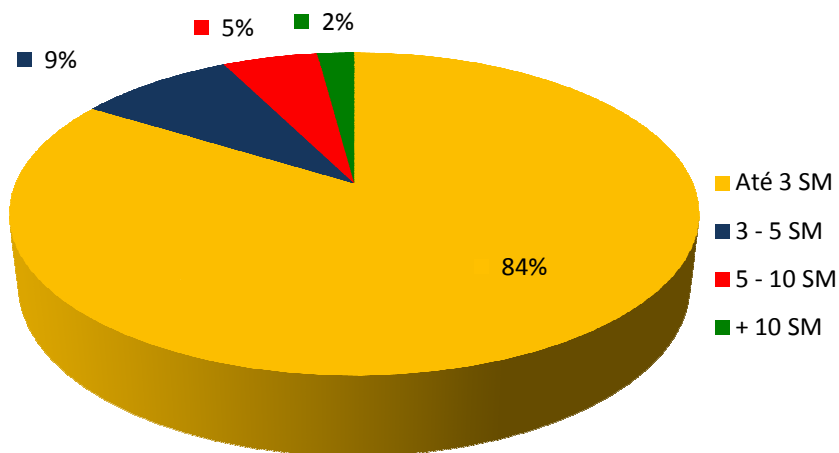
<b>Ano</b>	<b>Nº de Unidades Financiadas</b>	<b>% de mudança em relação ao ano anterior</b>	<b>Volume de Financiamento (Em milhões R\$)</b>	<b>% de mudança em relação ao ano anterior</b>
2006	111988	84,29%	9314	94,34%
2007	194853	73,99%	18252	95,97%
2008	298496	53,19%	29995	64,00%
2009	296765	-0,58%	33889	12,98%
2010	401845	35,41%	54098	59,63%
2011	486600	21,09%	79692	47,31%

*Fonte:* Banco Brascan e SECOVI

Tabela 2: Evolução das unidades financiadas e do volume financeiro

Em 2009, neste contexto de expansão do crédito imobiliário, o Governo Federal lançou o programa habitacional “Minha Casa Minha Vida”, direcionado para a população com renda familiar de até dez salários mínimos. O objetivo do programa era destinar até R\$ 34 milhões para a criação de um milhão de moradias destinadas às Classes C e E, reduzindo, assim, em 14% o déficit habitacional do país.

O gráfico abaixo mostra o grau de concentração do déficit habitacional por faixa de renda familiar (em salários mínimos) em 2007, o que justificaria a ação direcionada do governo:



Fonte: Fundação João Pinheiro (2008)

Gráfico 6: Concentração do deficit habitacional por faixa de renda (em salários mínimos)

O programa, em 2010, se estendeu para sua segunda fase que irá até 2014 com o intuito de construção de mais dois milhões de unidades habitacionais pela Caixa Econômica Federal.

A pergunta crítica é por quanto tempo poderemos contar com o SFH? Levando em consideração a conjuntura econômica atual, existem incertezas de que esse sistema vá sustentar de forma eficiente o crescimento do país. A capacidade de financiamento do SFH pode não ser capaz de saciar por completo as necessidades de financiamento imobiliário para o desenvolvimento do setor.

Em novembro de 1997, o congresso nacional aprovou o Sistema Financeiro Imobiliário - SFI, a partir da Lei 9.514. Sua principal característica é a descentralização por parte do governo, permitindo uma atuação com menor interferência, e baseada em conceitos mais modernos de livre negociação, devidamente reguladas, porém ditadas pelo mercado. Neste novo modelo, as empresas puderam passar a captar recursos disponíveis em prazo e volume compatíveis junto ao mercado de capitais, por meio das operações de securitização de créditos imobiliários.

A Lei 9.514, que criou o Sistema Financeiro Imobiliário, também modificou as securitizações de ativos imobiliários, tornando a estrutura mais acessível e atraente. A introdução da alienação fiduciária forneceu maior segurança jurídica aos contratos, onde

o devedor transfere ao credor a propriedade de imóvel como garantia de pagamento do preço de aquisição do mesmo imóvel.

A securitização de créditos é feita por meio de empresas de securitização imobiliária, instituições não financeiras cujo objetivo é adquirir e securitizar os créditos imobiliários. Desta forma, ofereceu-se nova alternativa à securitização de créditos imobiliários, que antes era efetuada, majoritariamente, através da emissão de debêntures por sociedades de propósito específico constituídas conforme o caso. Os recursos levantados pelas empresas de securitização são realizados por meio da emissão de títulos de dívida, incluindo os Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRIs”). De acordo com a legislação aplicável, os CRIs são valores mobiliários emitidos exclusivamente por companhias de securitização com registro na Comissão de Valores Mobiliários e lastreados em créditos imobiliários.

A matéria-prima para a securitização são os contratos de compra e venda de imóveis com pagamento a prazo, que originam créditos imobiliários usados pelas empresas securitizadoras como lastros para a emissão dos Créditos de Recebíveis Imobiliários (CRIs), estes por sua vez são negociados no mercado financeiro.

Os CRIs, de forma similar às debêntures, podem ser disponibilizados no mercado através de uma emissão pública ou privada (destinados a investidores específicos). Ou seja, é um modelo que oferece ao mercado imobiliário à dinâmica e a liquidez do mercado financeiro. Além disso, a securitização é uma operação mais complexa que outras emissões de valores mobiliários, já que envolve estruturas jurídicas de segregação dos riscos dos originadores e da emissora. Uma análise mais aprofundada deste instrumento será feita no último capítulo.

A possibilidade das incorporadoras e construtoras de venderem seus recebíveis originados pela venda das unidades construídas contribui significativamente para o desenvolvimento do setor devido ao levantamento de capital de giro por meio das incorporadoras, que podem concentrar seus esforços na incorporação e construção de novos empreendimentos. Desta forma o desenvolvimento do mercado secundário tem trazido maior eficiência ao sistema, por meio da especialização das atividades, conforme também veremos no último capítulo.

A securitização de recebíveis imobiliários começou, porém, a ser mais utilizada nos últimos quatro anos e mais fortemente a partir do início de 2011, em consequência do crescimento significativo do setor. Boa parte desse crescimento é consequência da decisão do governo de evitar que empresas sejam financiadas pelos bancos com o uso de recursos da poupança. No fim do ano de 2010, a Secretaria de Política Econômica determinou que, a partir de março, as emissões de certificado de recebíveis imobiliários lastreadas em contratos de aluguel não poderão mais ser contabilizadas pelos bancos para efeito de direcionamento dos recursos da poupança para o financiamento imobiliário. Os bancos são obrigados a destinar ao menos 65% do volume captado na caderneta para o crédito imobiliário e vinham comprando esses papéis para atingir o limite e, com isso, concedendo empréstimos a custos reduzidos para grandes empresas.

O atual momento de estabilidade econômica e efervescência do setor imobiliário pelo qual o país está passando faz com que a securitização de recebíveis seja uma importante fonte de irrigação para empréstimos desse segmento. Porém, a experiência americana aponta para imperfeições desse setor que, quando indevidamente regulado, pode estar diretamente ligado a origem de bolhas no mercado imobiliário.

### Capítulo 3: O Modelo dos EUA

Nesse capítulo, será feita uma revisão histórica com o objetivo de analisar as formas de financiamento imobiliário nos EUA, e como estas evoluíram ao longo dos anos até atingirem mecanismos sofisticados de securitização de recebíveis imobiliários. Paralelamente, nos engajaremos na discussão das falhas desse sistema que podem estar diretamente relacionadas a criação da bolha imobiliária que originou a crise do *Subprime*.

#### 3.1. Evolução das formas de financiamento imobiliário nos EUA

O sistema de instituições voltadas para o financiamento imobiliário nos EUA foi concebido como parte do “*New Deal*”, num esforço para tirar a economia americana da Grande Depressão (CARNEIRO; GOLDFAJN, 2000).

Muitos dos programas observados ainda hoje, relacionados ao financiamento habitacional nos EUA, evoluíram a partir de políticas públicas estabelecidas naquela época, que procuravam assegurar que todo americano tivesse a possibilidade de adquirir uma casa própria.

O *National Housing Act* (NHA), de 1934, representa o marco institucional para o setor. Por meio dele, o congresso fundou a *Federal Housing Administration* (FHA), uma das três agências federais norte-americanas fornecedoras de seguros para hipotecas.

Nos Estados Unidos há duas formas populares de financiamento imobiliário. Um deles é o *Adjustable-rate mortgages* ou ARM onde o valor a ser pago é indexado a um índice público como o CDI, ou nesse caso, a *Federal Funds Rate*, apresentando variações periódicas. A outra forma é conhecida como FRM ou *Fixed – rate mortgages*, onde a taxa de juros e os pagamentos são fixos. É importante frisar que alguns ARM’s possuem características um pouco diferentes dado que a taxa de juros passa a variar com o tempo.

Até 1929 a forma mais comum de financiamento eram os ARM. Porém com a Grande Depressão o cenário mudou. Até então os ARM’s eram financiamentos de curto

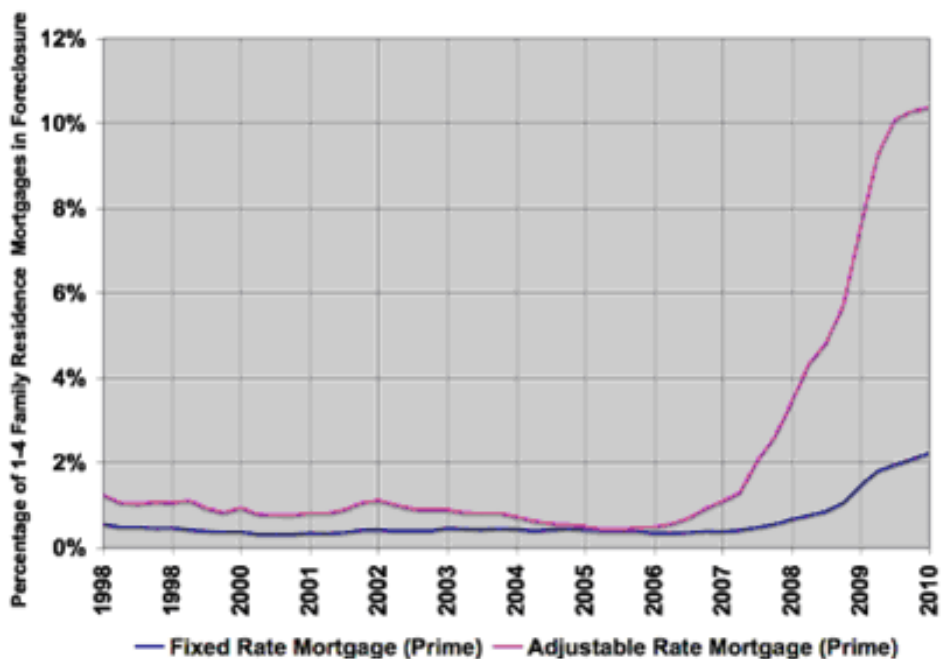
prazo e cujo pagamento do principal ocorre integralmente no vencimento. Dessa forma ao longo financiamento é pago apenas os juros da operação, sendo que o pagamento do principal se dava no final, de uma só vez. Com isso o refinanciamento da dívida era bastante comum e importante peça desse modelo, o que tornava o financiamento fortemente dependente da capacidade de pagamento do devedor. Com a grande depressão, a capacidade de pagamento de toda a população foi corroída, levando ao colapso do mercado imobiliário, e tornando evidente a fragilidade do sistema, expondo o mutuário a altos riscos de refinanciamento e as taxas de juros. Assim ficou evidente fracasso do modelo ARM's.

Após a crise passou a ser adotado o FRM's, se tornando bastante usual. Funcionava da seguinte maneira: era um financiamento de longo prazo onde ocorrem pagamentos de juros e principal ao longo da operação. Os recursos dos empréstimos vinham dos depósitos feitos pela população nas “*Savings & Loans*”, também chamadas de “*Thrifths*”, instituições de depósito responsáveis pelo oferecimento deste produto em particular (VAN ORDER, 2001). As S&L's logo passaram a ser regulamentadas, o que viria a ser parte do problema desse sistema.

Em 1970, com o aumento da taxa de juros e a imposição de um limite pelo Governo as taxas oferecidas pelas S&L's esse depósito perdeu atratividade para as instituições não regulamentadas que ofereciam taxas mais convidativas. Com isso, o custo de financiamento das S&Ls aumentou ao ritmo que a receita se manteve constante dado que esta era atrelado ao fluxo de pagamentos das FRMs, Assim a solvência dessas instituições passou a ser questão de tempo, e a falta de capitalização levou a crise do sistema.

Com a chegada da década de 80 e a redução das taxas de juros e o conseqüente queda do custo de financiamento, o modelo ARM voltou a se tornar atrativo e foi uma das soluções da crise com do FRM. Entretanto, a queda de juros também sustentou a manutenção do modelo FRM, principalmente para os mais avessos ao risco devido à maior previsibilidade de pagamentos e apresentar mais alternativas, sendo mais barato que o ARM's. Logo, o ARM's teve sua demanda bastante limitada por ser considerado um financiamento mais caro, o que fica claro a partir do gráfico abaixo (extraído do texto “*Explaining the Housing Bubble*”, LEVITIN e WATCHER, 2010), e que em época de crise essa diferença aumenta bastante.





Fonte: *Mortgages Bankers Association National Delinquency Surveys*

Gráfico 7: Evolução do financiamento imobiliário de acordo com o tipo de pagamento

A Outra solução foi a securitização, onde recebíveis imobiliários são “empacotados” e repassados pela agencia originadora dos créditos para uma agência de securitização.

### 3.2. Surgimento da securitização de recebíveis imobiliários

Nos EUA, a securitização de recebíveis imobiliários foi introduzida no inicio da década de 70. Esses recebíveis eram usados para estruturar veiculo chamado de *Mortgages-Backed Securities* ou apenas MBS, o qual realiza uma emissão dessa dívida a investidores que serão pagos pelo fluxo de caixa gerado pelo financiamento. A negociação desses ativos é feita no mercado secundário, transferindo o risco de default (risco de crédito dos devedores) das S&L's aos detentores do título.

Os investidores mais comuns eram as empresas de seguros e fundos de pensões, instituições caracterizadas por conseguir carregar um título de longo prazo devido às características do seu ramo de negócios. O fluxo de caixa de saída no curto prazo é menor que nas S&L's enquanto os depósitos são freqüentes, criando assim um colchão para os detentores da dívida suportar os riscos.

A securitização passou então a ser fundamental para a sustentação do financiamento imobiliário de longo prazo, datado desde 1971 e baseado na taxa de juros fixa. O mercado onde os financiamentos eram comercializados era composto por agências patrocinadas do governo, conhecidas como GSE's, como *Freddie Mac*, *Ginnie Mae* e *Fannie Mae*. As GSE's são entidades reguladas com permissão de adquirir hipotecas de acordo com padrões pré-determinados. Um dos padrões era que tanto a *Fannie Mae* e *Freddie Mac* atuassem no mercado nacional das hipotecas, assim, haveria uma diversidade geográfica que reduziria o risco embutido nelas.

A *Ginnie Mae* é uma agência do governo federal americano ligada à securitização de financiamentos realizados pela *Federal Housing Administration* ("FHA") ou pela *Veterans Administration* ("VA"). Com a securitização das hipotecas compradas, cabia as GSE's vender a outra instituição, como um fundo de investimento, por exemplo, esses ativos, onde esse investidor irá emitir um MBS para efetuar o pagamento às GSE's. Também cabem as GSE's o fluxo de pagamento de juros e principal aos detentores dos MBS. Na prática, a *Ginnie Mae* também garantia o fluxo de pagamento dos MBS, mas apenas nas hipotecas efetuadas pela FHA e VA.

Com isso fica claro o papel que essas instituições tinham no mercado de financiamento imobiliário norte americano. Em suma, a dinâmica do mercado funcionava de forma que essas três entidades eram responsáveis por ligar os as pessoas que buscam financiamento imobiliário de longo prazo com base do modelo FRM com os detentores de capital, representados pelos já mencionados seguradores e fundos de pensões.

Vale destacar que o sucesso desse sistema se deu pelo casamento entre o prazo do ativo e do passivo, dado que os detentores da dívida buscavam ativos de longo prazo (devido sua estrutura de negócio) e os mutuários precisavam de financiamento também de longo prazo. Assim, não havia descasamento entre os dois, ao contrário das S&L's, onde o passivo era de curto prazo (os saques de depósitos nas S&L's).

Essas operações realizadas pelas GSE's tinham um baixo risco, porém o risco nunca era zero. Basicamente, o risco incorrido pelas GSE's era o risco do mutuário se tornar inadimplente, ou seja, risco de crédito. Isso tornava a seleção das hipotecas bastante criteriosa, criando incentivos para que as GSE's tivessem rigorosos padrões de

qualidade em relação aos mutuários que almejasse obter crédito. Dessa forma, caso as GSE's garantissem o pagamento do fluxo de recebíveis dos mutuários em caso de inadimplência, os investidores incorriam apenas no risco da taxa de juros. Porém, como as GSE's eram extremamente dependentes desse fluxo de recebíveis, os investidores na verdade incorriam dois riscos: o risco dos juros e de crédito.

Na prática, como *Fannie Mae* e *Freddie Mac* são entidades reguladas pelo governo e era implícita que o governo federal garantisse as securitizações feitas por elas, sua classificação de risco era como o Governo, praticamente livre de risco. Isso acabava por minimizar o risco de crédito aos olhos do investidor, criando-se assim uma falha informacional. O fato é que, enquanto as GSE's tinham um incentivo a respeitar e manter seu padrão de qualidade, o risco de crédito era minimizado e os investidores não incorriam nenhum risco adicional ao de juros.

### **3.3. Formas atípicas de Securitização**

Com o passar dos anos, o mercado foi se desenvolvendo e sofisticando. No início da década de 90, surgiu uma nova e menos regulada forma de securitização que rapidamente se difundiu no mercado. Atraindo a entrada de novos participantes especializados em financiamento imobiliário e securitização, em grande parte composta por instituições privadas, conhecidas como as *Private Label Securitization* ou apenas PLS. O problema foi que com esses novos agentes, o desenvolvimento do mercado de hipotecas securitizadas se deu sem mesma a qualidade de antes, diminuindo o padrão mínimo de crédito exigido. Com isso os bancos de investimentos passaram a ter incentivos a oferecer financiamento imobiliário de pior qualidade, provendo competição ao mercado. Com essas novas instituições securitizadoras, as PLS adquiriram um novo sentido.

Diante desse cenário, o mercado ficou mais competitivo piorando os resultados para as GSE's que tem que reportar seus resultados ao Governo e ficando sujeita à cobrança por um bom desempenho. Com o desenvolvimento das PLS, o mercado piorou para as GSE's, que agora disputavam o mesmo nicho com os bancos de investimentos. Para se manterem competitivas, as GSE's foram forçadas a reduzir o padrão de

qualidade. Os resultados desse cenário mais competitivo foram em grande parte os motivos da chamada crise do *Subprime*, que por origem já leva esta intuição no nome (KRUGMAN, 2009).

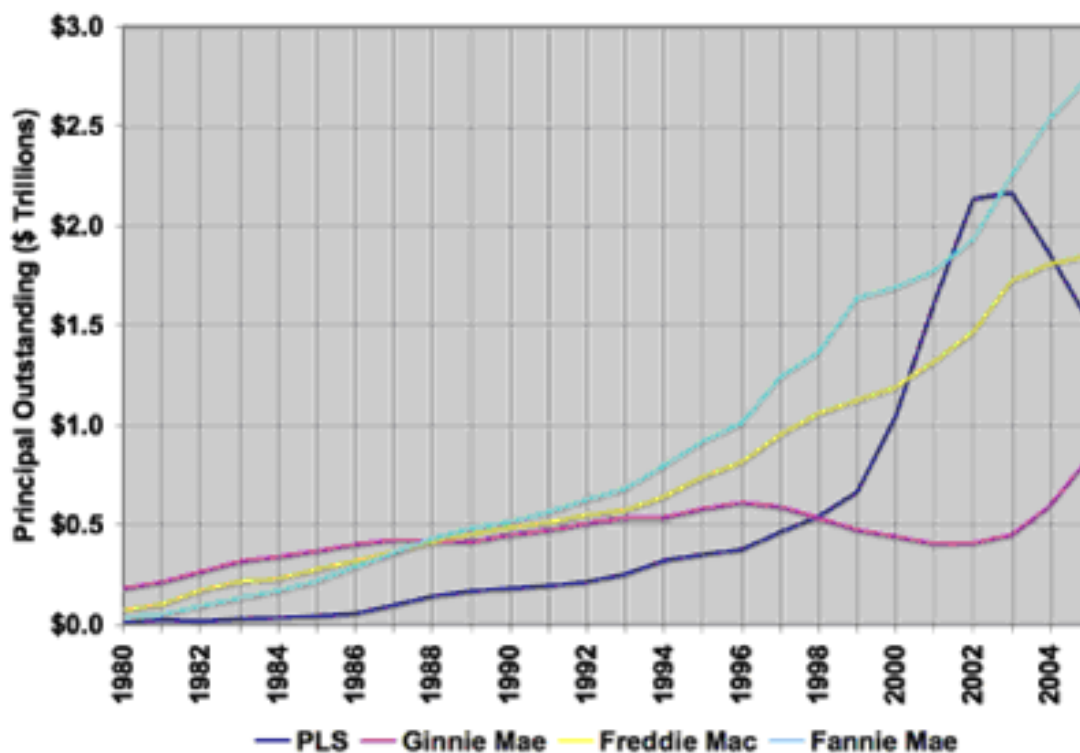
As PLS funcionam exatamente como as GSE's. Elas adquirem um *pooling* de recebíveis imobiliários que são securitizados, constituindo um MBS e depois vendidos no mercado para instituições como fundo de pensão e seguradora. A diferença vem do fato de, ao contrário das GSE's, os patrocinadores das PLS não garantiam o fluxo de pagamento, tanto de juros quanto do principal das PLS. Isto implica que os investidores a partir de então, corria tanto o risco de crédito quanto o risco da variação na taxa de juros. No início do desenvolvimento das PLS, o risco não era grande porque, nos primeiros MBS emitidos, o prazo dos recebíveis imobiliários eram maiores que o limite imposto às GSE's, formando as hipotecas *jumbo* (“*Explaining the Housing Bubble*”, LEVITIN e WACHTER 2010).

A mudança na qualidade do crédito também não ocorreu tão rapidamente. Ela foi ocorrendo conforme o desenvolvimento e sofisticação do mercado, mesmo porque os investidores não estavam familiarizados com o risco de crédito. Portanto, no começo, as PLS se desenvolveram com um risco de crédito menor, mas ainda maior quando comparado as GSE's. Segundo dado extraído do texto de LEVITIN e WACHTER, de acordo com o MBS *Basics* (Nomura Fixed Income Research 2006), de 1992 a 2006, apenas 0,5% das hipotecas *jumbos* tiveram perdas. Além disso, a existência de colaterais ajudava a mitigar o risco no caso do mutuário dar default

Apesar de não ter um risco equivalente às emissões da GSE, as emissões iniciais das PLS tinham uma boa qualidade devido a existência de colaterais, e não foi difícil para as elas obterem um bom *rating* de uma agência de classificação de risco. Entretanto, à medida que a qualidade dos créditos piorava, era preciso de mais artifícios para garantir um bom *rating*. Esses artifícios acabavam por tornar muito complexo a análise desses títulos. Entre essas práticas, podemos mencionar o excesso de colaterais, conhecido como *overcollateralization*, e o aumento dos spreads, que servem como proteção para períodos de default dos mutuários, como exemplos.

A maior complexidade e não homogeneização das estruturas de negócios também foram características que os agentes utilizaram para garantirem o rating das PLS, à

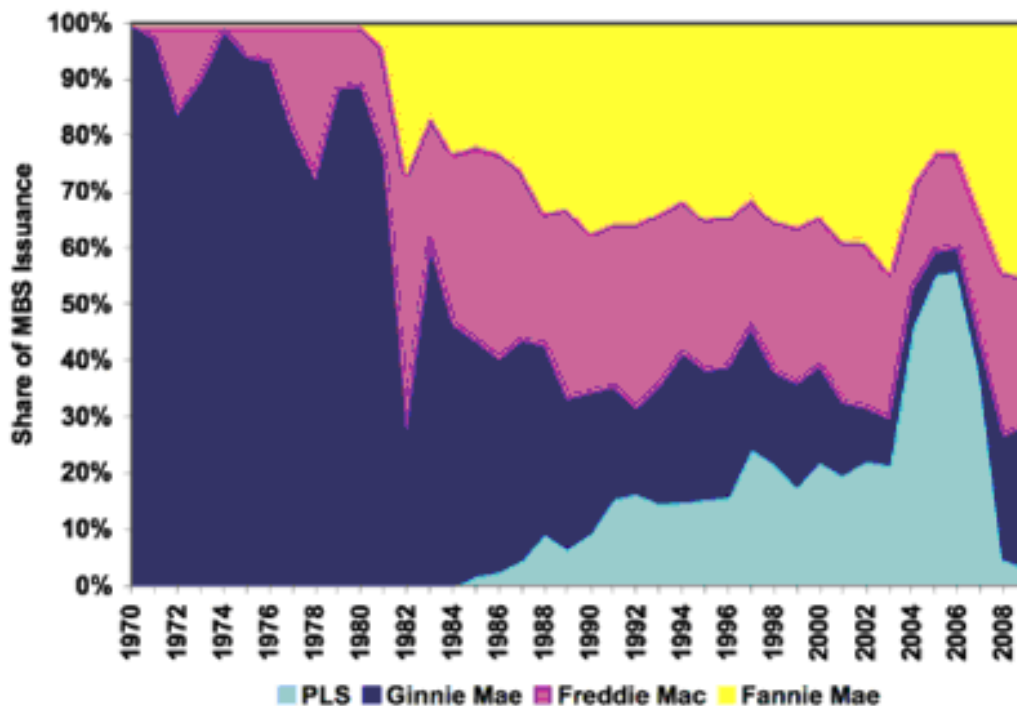
medida que a qualidade dos créditos diminuía. Com a sofisticação do mercado desse mercado as emissões dos MBS aumentaram significativamente, conforme podemos ver nos dois gráficos abaixo que mostram a evolução de MBS por tipo de securitização, pública ou privada, e o *share* de MBS por securitizadora. Ambos os gráficos foram extraído do *paper* “*Explaining the Housing Bubble*”, LEVITIN e WACHTER 2010.



Fonte: *Inside Mortgages Finance, 2010 Mortgages Market Statistical Annual*

Gráfico 8: Evolução das modalidades de financiamento

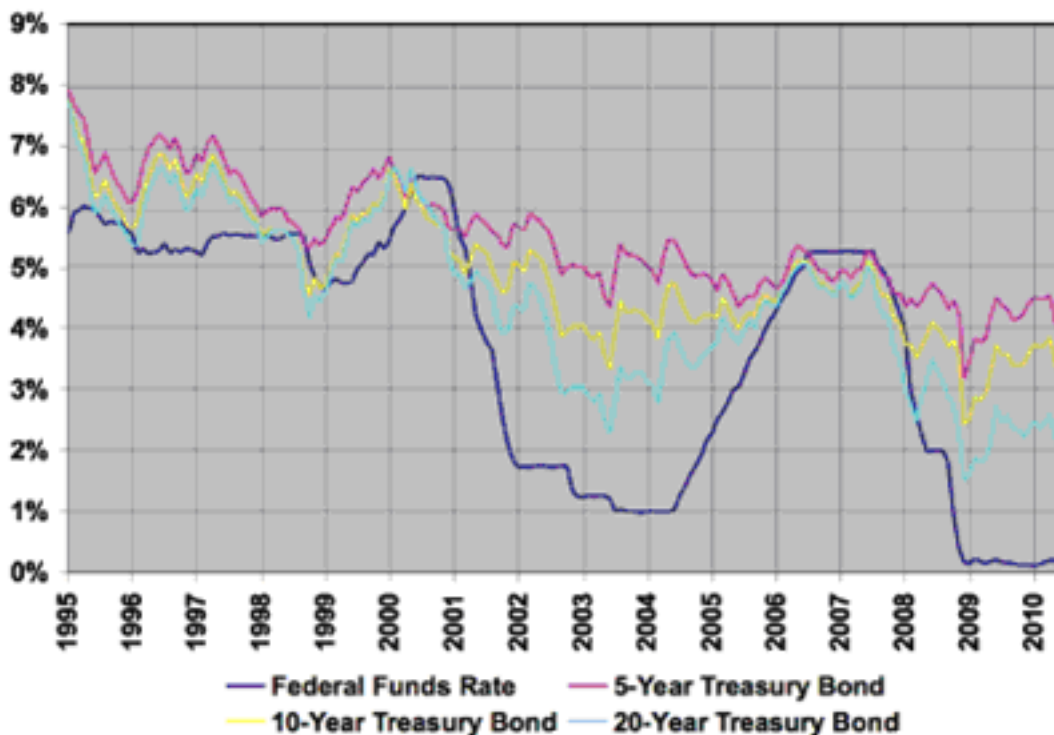
Através do gráfico a cima, podemos observar que com a popularização das PLS, o nível de MBS aumentou significativamente a partir segunda metade da década de 90. Um dos fatores para esse aumento do financiamento imobiliário dos EUA é a maior base de pessoas elegíveis a concessão de crédito imobiliário. Além disso, à medida que a qualidade do crédito era reduzida, maior se tornava a base e mais financiamentos eram contratados.



Fonte: Inside Mortgages Finance, 2010 Mortgages Market Statistical Annual

Gráfico 9: Market share de financiamento por tipo de securitização

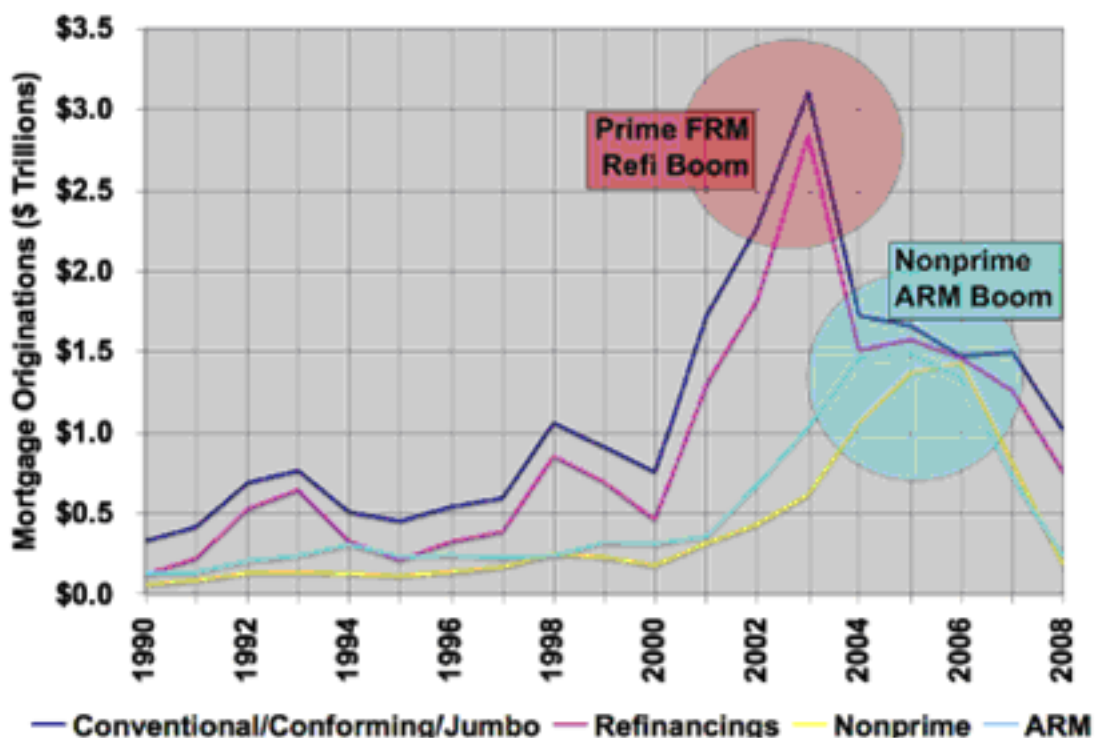
Um importante ponto de destaque pode ser visto no gráfico abaixo, onde o grande salto de PLS de menor qualidade, conhecido como *nonprime*, se deu em 2004, quando o *share* das PLS passou de 22% em 2003 para 46% em 2004.



Fonte: Federal Reserve Statistical Release H.15

Gráfico 10: Evolução da taxa de juros americana

Esse período foi marcado por baixa taxa de juros, que ajuda também a explicar o aumento de demanda por financiamento imobiliário já que ambos são positivamente correlacionados. A baixa taxa de juros também impulsionou os refinanciamentos imobiliários, atingindo seu *boom* em 2000. Essa situação fica clara conforme pode ser visto no gráfico a cima e no gráfico abaixo, extraídos do *paper* “*Explaining the Housing Bubble*”, LEVITIN e WACHTER 2010.

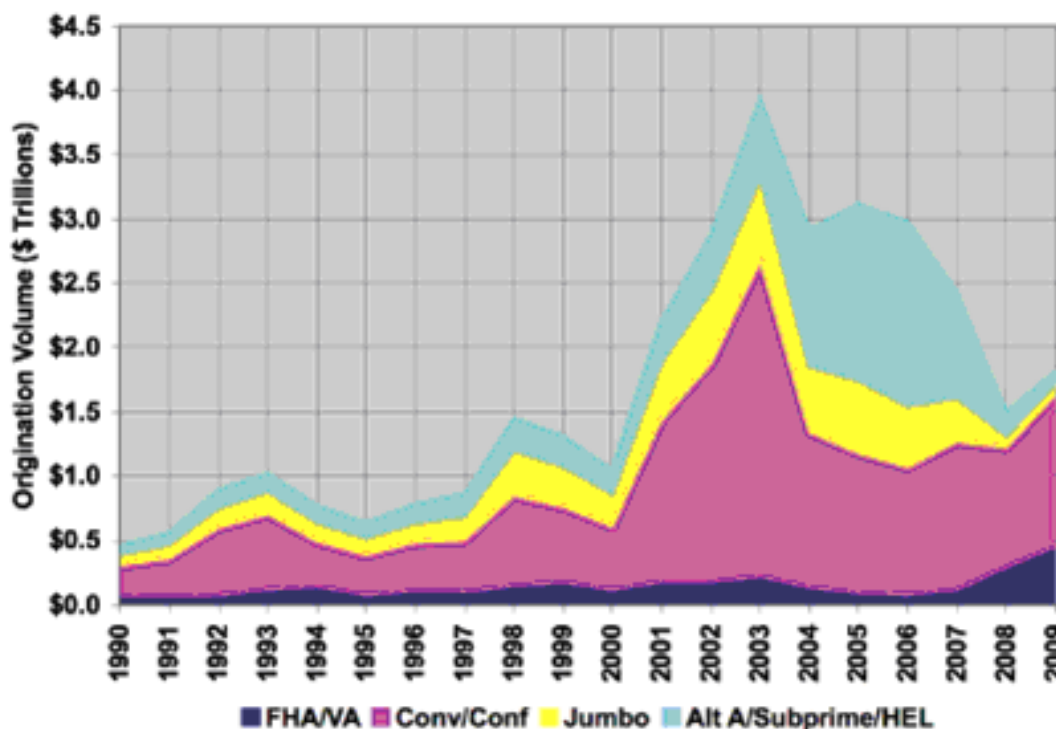


Fonte: *Inside Mortgages Finance, 2010 Mortgages Market Statistical Annual*

Gráfico 11: Progresso de refinanciamento e compra de novos financiamentos

Analisando esses gráficos, vemos que o período de 2001-2003 apresenta um crescimento exponencial no mercado imobiliário, provendo grandes lucros para as instituições que atuam no mercado. De fato, a política de remuneração adotada pelas instituições criava incentivos para que seus executivos tivessem objetivos desalinhados com a visão dos investidores. Ocorre que o principal problema é que os executivos são remunerados por volume transacionado e pela geração de lucro para a empresa, portanto, para eles a qualidade do crédito não estava no topo de suas preocupações. A visão imediatista dos executivos dado suas metas de curto prazo acabava por criar incentivos para que créditos de pior qualidade fossem utilizados.

Essa foi a prática adotada a cada vez que a base de pessoas de certo padrão chegava ao máximo. As exigências mínimas eram diminuídas, atraindo um novo *pool* de pessoas, iniciando todo o processo de originação dos recebíveis imobiliários e a conseqüente estruturação dos MBS. Além disso, novos produtos também foram criados como estratégia pelas instituições à medida que esses gerassem volumes, aumentando assim o lucro. O gráfico abaixo mostra como o volume de hipotecas aumentou a partir de 2001, com a combinação de juros baixa e novas instituições de securitização.



Fonte: *Inside Mortgages Finance, 2010 Mortgages Market Statistical Annual*

Gráfico 12: Evolução do volume de novos financiamentos por categoria

Observamos que o tipo do produto foi outro fator que passou a mudar. Instrumentos menos tradicionais passaram a ter mais apelo devido algumas de suas características específicas, como por exemplo, a maior facilidade nos pagamentos iniciais ou os custos indexados. Isso gerou uma distorção nesse mercado, traduzido por um aumento de produtos ARM's mesmo em um período onde a taxa de juros aumentava. O que não faz sentido já que em um cenário de elevação de juros, o ARM tem um custo mais elevado.

A explicação para isso se basearia no fato de proprietários passarem a ver o imóvel estritamente como um investimento, como um papel da bolsa de valores e não



mais um bem de consumo. O baixo custo de entrada, a partir de um excesso de hipotecas mal precificadas, garantiria que os proprietários tivessem a alavancagem para tal investimento.

O crescimento por esses produtos menos tradicionais se intensifica a partir de 2004, quando o *share* de PLS se torna significativo em relação ao mercado, o que corrobora a visão de uma diminuição dos padrões de qualidade. Ao mesmo tempo, as PLS menos tradicionais acabavam por permitir mais financiamento imobiliário. Como consequência direta, o nível de preços dos imóveis aumentou. Com esse aumento sendo incorporado pelas famílias, os imóveis passaram a permitir uma tomada maior de crédito, dado que estes eram muitas vezes utilizados como colateral.

O problema desse esquema é que ele presumia que a base de tomadores desses empréstimos continuaria crescendo, em esquema semelhante ao de uma pirâmide. Sem essa expansão da base, o aumento do preço dos imóveis se torna insustentável, impossibilitando o refinanciamento pelos devedores, pois seu patrimônio perdia valor. O que gerou um significativo problema dado que as famílias estavam altamente alavancadas. O aumento de pagamentos mensais, corrigidos por uma taxa de juros que subia, comprometia ainda mais a capacidade de pagamento do trabalhador. Dessa forma, o reconhecimento dessa dificuldade por parte das financiadoras de hipotecas foi questão de tempo, e a expectativa de uma crise começou a se materializar.

O aumento observado da oferta de crédito imobiliário acabou gerando ativos mal precificados principalmente por causa da mudança de um mercado de securitização regulado para um desregulado. Além disso, os produtos eram heterogêneos e de grande complexidade dificultando os investidores de precificar corretamente o risco embutido nesses ativos. A evidência clara da má precificação dessas novas emissões de MBS se dá no fato deles não exigirem um spread maior por incorrerem maiores riscos. Isso gerava uma assimetria de informações dado que o preço não representava os riscos e custos verdadeiros, havendo uma grande ineficiência de alocação de recursos.

Um importante agente nesse cenário de má precificação dos MBS são as agências de classificação de risco. Há uma crença no mercado financeiro (principalmente antes da crise) na capacidade das agências de obterem as informações corretas e completas o suficiente para atribuir um rating que seja condizente com a qualidade do ativo avaliado,

o que não se observou na prática. Muitos economistas apontaram como causa dessa ineficiência a falta de punição às agências quando atribuído um *rating* errado, incentivando-as a preservar sua reputação no longo prazo. Nesse sentido, a companhia securitizadora que fizesse a emissão de um MBS, era incentivada a procurar uma agência de risco que lhe garantiria a melhor avaliação de risco do seu ativo. No caso das PLS, essas representavam cerca de 40% da receita de uma agência de classificação de risco, logo havia também uma pressão nelas em atribuir uma qualificação boa, gerando um evidente conflito de interesses. Mesmo no melhor dos casos, quando a agência havia todo tipo de informações dos recebíveis imobiliários, era difícil atribuir um *rating* dada à complexidade dos produtos. A má qualidade da avaliação dos ativos teve papel central na “maquiagem” da rentabilidade aos investidores.

Um fator bastante relevante não citado, é a expansão do produto chamado *collateralized debt obligation* (CDO), que gerou outras falhas desenvolvidas no sistema. O CDO nada mais é que um resseguro para os ativos securitizados, os MBS. Com esta prática, um MBS de baixa qualidade, servia de “lastro” para a criação de um CDO de maior qualidade, com alavancagem maior. A ressecuritização podia não parar neste ponto. Os CDO’s de baixa qualidade podiam ser ressecuritizados tornando-se ativos de melhor qualidade. A ressecuritização só tornava o processo mais complexo e aumentava a assimetria informacional. Ou seja, todos os motivos para a má precificação dos recebíveis imobiliários e dos ativos oriundos deles, formaram um conjunto de ativos de grande alavancagem que os investidores ofereciam ao mercado, em troca de taxas que não eram condizentes com o risco desses ativos.

Apesar de terem sido um fator de destaque na criação da bolha imobiliária americana, em grande parte por conta de sua má regulação e fiscalização, os MBS seguem sendo uma boa alternativa de investimento tanto para o originador, ao passo que permite que obrigações com o mesmo risco de crédito tenham risco total menor, quanto para o detentor desses papéis que passa a ter um fluxo de recebíveis com garantia real.

Em resumo, para que o sistema funcione é necessário que haja mecanismos consistentes que reduzam seu risco moral além de garantir a confiança recíproca entre os agentes a todo o momento.

No Brasil, as reformas estruturais necessárias estão sendo feitas, precisando, entretanto, de experiências reais. O passado inflacionário e de altas taxas de juros ainda está presente na percepção dos investimentos locais, com pouca atração a investimentos de longo prazo. De outro lado, a recente história de estabilidade econômica tende a possibilidade de originação de recebíveis imobiliários em condições de mercado, capazes de remunerar potenciais investidores, permitindo a execução das primeiras operações de CRI.

#### **4. Securitização de Recebíveis Imobiliários no Brasil**

O objetivo deste último tópico será mostrar que o desenvolvimento do crédito imobiliário baseado na securitização de recebíveis pode ser um modelo eficiente também para o caso brasileiro dado o refinamento dos novos instrumentos de securitização de recebíveis imobiliários, com destaque nos CRI's.

Mostraremos que, embora ainda jovem, o mercado de CRI's cresceu, criando-se novos tipos de ativos lastreados em recebíveis imobiliários e desenvolveu-se uma indústria financeira relacionada a eles.

##### **4.1. Contexto atual da Securitização Imobiliária**

Conforme vimos no capítulo anterior, a securitização foi o caminho encontrado pelos EUA para suprir o aumento da demanda por crédito habitacional. No Brasil, esse tipo de operação é menos difundido que nos países desenvolvidos. No entanto, vem ganhando importância nos últimos cinco anos. As primeiras operações de securitização de crédito foram realizadas pela Varig e Embratel na década de 1990. A companhia aérea securitizou seus créditos futuros de vendas de passagens aéreas emitidas no exterior e pagas com cartão de crédito, enquanto a Embratel cedeu seu fluxo de recebíveis de um contrato com a empresa de telecomunicações AT&T. Antes disso existiam apenas debêntures lastreadas em créditos de recebíveis. Ou seja, apenas na década de 90 surgiu o conceito de cessão de direitos creditórios originando a estrutura de securitização atualmente conhecida.

A securitização pode se dar em duas formas: Efetiva ou parcial. O que as diferencia as duas formas é a vinculação a uma sociedade de propósito específico (SPE) que ocorre na forma efetiva. Nesse caso, a SPE compra os créditos da cedente através de um contrato de cessão de direitos creditórios, sendo esses créditos desassociados do patrimônio da cedente. Além disso, o detentor desse papel corre um risco menor de insolvência. (Moraes 2008)

Conforme vimos, foi fundamental para o desenvolvimento do mercado brasileiro de créditos imobiliários a criação do SFI. Vale lembrar que nesse ato foram

estabelecidas regras para a criação de companhias securitizadoras, determinando que somente elas tenham autorização para emitir CRI e instituiu o regime de alienação fiduciária do ativo originador do crédito. A alienação fiduciária é o instrumento de recuperação de bem imóvel, possibilitando o tomador do crédito à transferência temporária do direito de propriedade como garantia de existência de uma dívida, com o impedimento legal de venda.

Temos, portanto que diversos tipos de recebíveis podem ser securitizados, como por exemplo, recebíveis de cartão de crédito, financiamento de automóveis ou recebíveis de contrato de venda de bens de consumo, mas vamos focar especificamente nos créditos imobiliários. Esses ativos são de suma importância, pois são alternativas de *funding* para o setor imobiliário no mercado de capitais. Hoje, os instrumentos normalmente utilizados são a Letra de Crédito Imobiliário (LCI), a Letra Hipotecária (LH), a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários. Segue abaixo uma breve explanação sobre cada um desses instrumentos.

### **LCI – Letra de Crédito Imobiliário**

A LCI é um título de crédito nominativo, lastreado por créditos imobiliários que são garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária, conferindo aos seus detentores direito de crédito, acréscido de juros e atualização monetária (caso estipulado), além de isenção de imposto de renda para pessoa física. É emitida por instituições financeiras (normalmente um Banco com carteira de crédito imobiliário) autorizadas pelo Banco Central do Brasil (“Bacen”). São considerados de baixo risco para o investidor por contar com a mesma garantia da caderneta de poupança, o Fundo Garantidor de Crédito (FGC) para até R\$ 70 mil por emissor e ainda alienação fiduciária do imóvel.

### **LH - Letra Hipotecária**

A LH é um ativo de crédito nominativo semelhante a LCI, onde deve representar a totalidade do crédito imobiliário. A diferença básica para a LCI é em relação a garantia do lastro. A LH é lastreada por créditos imobiliários garantidos por hipoteca (uma ou

mais), não havendo alienação fiduciária mas algumas vezes pode ter garantia fidejussória do emissor (em geral, os mesmo que emitem LCI). Além disso, os créditos imobiliários podem ser de varios empreendimentos. Não pode ter prazo de vencimento superior ao prazo de vencimento dos créditos hipotecários que lhe servem de garantia. O investidor recebe o direito de crédito, juros e atualização monetária (se estipulado), além de isenção de imposto de renda. A utilização desse ativo esta diminuindo com o surgimento e evolução de novos instrumentos, conforme veremos mais a frente.

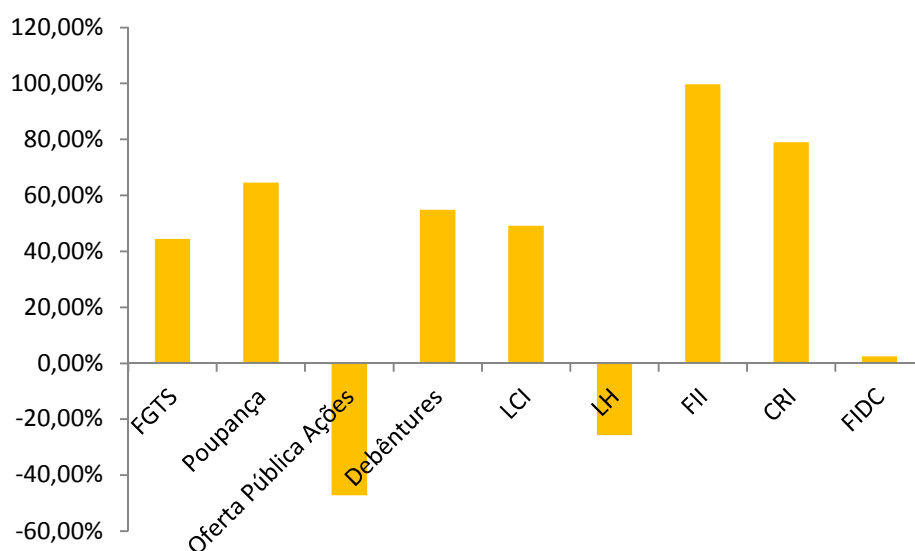
### **CCI – Cédula de Crédito Imobiliário**

Criada pela Lei Nº 10.931/04, a CCI é um título representativo de créditos imobiliários. Emitida pelo credor do crédito imobiliário, podendo ser integral ou fracionária, dependendo da representatividade perante o crédito. Quando fracionária, a soma das CCI's fracionárias deve respeitar o valor total dos créditos que representam. Pode ser emitida com ou sem garantia, real ou fidejussória, sob a forma escritural ou cartular. Uma das principais vantagens deste título é o fato de o crédito nele representado poder ser utilizado como lastro dos CRI's.

Além dos supracitados títulos de crédito, temos que os Fundos de Investimento Imobiliário (“FII”), conforme o anuário da UQBAR 2012, “oferecem uma remuneração variável pro investidor através de diversos investimentos no setor imobiliário como, por exemplo: (a) direitos reais sobre bens imóveis, (b) títulos imobiliários de renda fixa, (c) ações, debêntures, notas promissórias e outros valores mobiliários de emissores cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII, (d) ações de companhias de capital fechado ou sociedades limitadas cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII, (e) certificados de potencial adicional de construção, e (f) cotas de outros FII ou de Fundos de Investimento em Participações (FIP) e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) que tenham ativos de atividades permitidas aos FII. Os FII são constituídos sob a forma de condomínio fechado e podem ter prazo de duração indeterminado”.

Enquanto que “os FIDC’s são fundos que podem ser constituídos sob a forma de condomínio fechado ou aberto que investem em títulos de direitos creditórios, ou seja, em direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, com garantia real ou fidejussórias”.

Diante das opções de financiamento apresentadas, podemos observar através do gráfico abaixo, que as que mais evoluíram entre 2009 e 2010, contribuindo de forma mais significativa para o financiamento do setor foram os Fundos de Investimento Imobiliários (FII) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI):



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do Uqbar 2012

Gráfico 13: Captação de recursos de financiamento imobiliário por instrumento entre 2009 e 2010

Podemos verificar que as Ofertas Públicas e as Letras Hipotecárias (LH) estão em baixa, a primeira dada a consolidação das empresas que já passaram por processos de Ofertas Públicas entre os anos de 2007 e 2009 e as Letras Hipotecárias devido a garantia baseada em hipotecas imobiliária ter menor atratividade do que aquelas baseadas em alienação fiduciária dos ativos, como por exemplo os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). As Letras de Crédito Imobiliário (LCI), por sua vez, tem um perfil mais de curto prazo e remuneração baseada em renda fixa.

Verificamos, portanto, que os Fundos de Investimento Imobiliários (FII) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) vêm ganhando destaque como forma de

financiamento do setor. Isso foi estimulado pela da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 472/2008 e, em seguida, da Lei nº 12.024/2009, as quais permitiram, respectivamente, investimentos preponderantes em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) por parte de FII e isenção tributária destes fundos em relação aos rendimentos destes títulos.

A securitização imobiliária vem ganhando importância como um canal alternativo em um ambiente macroeconômico e setorial de demanda ascendente por este tipo de crédito e de tendência de exaustão do ritmo de crescimento das fontes tradicionais do financiamento imobiliário. Em 2011 os números referentes aos títulos de securitização imobiliária comprovam um momento de forte crescimento neste segmento. O principal título do mercado de securitização imobiliária é o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), emitido pelas Companhias Securitizadoras.

#### **4.2. Certificados de Recebíveis Imobiliários**

O CRI é um título de crédito nominativo lastreado em créditos imobiliários e constitui uma promessa de pagamento em dinheiro. O CRI é de emissão exclusiva das companhias securitizadoras de créditos imobiliários e só pode ser emitido com a única e exclusiva finalidade de adquirir créditos imobiliários.

Suas vantagens são que (i) permite a captação de recursos em mercados financeiro e de capitais com lastro em financiamentos imobiliários, sendo que é o único título de crédito que oferece lastro (fluxo de pagamentos) e garantia real ao investidor; (ii) transforma um fluxo de recebíveis de médio ou longo prazo em ativos financeiros negociáveis à vista, propiciando uma nova forma de alavancagem financeira para as empresas do setor imobiliário. Isso é, são instrumentos com perfil de renda fixa, e rentabilidade normalmente atrelada a um índice de inflação adicionada a um cupom de juros. Podem ser Emissores: participante constituído como companhia securitizadora de créditos imobiliários, com registro de companhia aberta, atualizado, na CVM. Ou seja, são títulos semelhantes ao MBS utilizados nos EUA e sua utilização no Brasil vem crescendo em larga escala como a principal alternativa de *funding* para o setor, conforme veremos detalhadamente a seguir.



#### **4.2.1. A origem do CRI**

A origem dos créditos imobiliários ocorre quando os compradores firmam contratos no mercado primário das instituições do SFI. Conforme destacado por Moraes (2008), esses contratos serão os lastros das emissões de CRI, e podem ser (i) contratos de financiamento imobiliário por mútuo com alienação fiduciária em garantia (SFI); (ii) contratos de compra e venda de imóvel com financiamento imobiliário e alienação fiduciária em garantia (SFI); (iii) contratos de financiamento imobiliário por mútuo com garantia hipotecária (SFH); (iv) contratos de compra e venda de imóvel com financiamento imobiliário e garantia hipotecária (SFH); (v) contratos de financiamento imobiliário por mútuo com alienação fiduciária em garantia e cessão fiduciária de direitos creditórios de contrato de locação; (vi) contratos de locação comercial com cessão dos respectivos recebíveis; e (vii) cédulas de crédito bancário (CCB) com garantia em recebíveis imobiliários.

Esses contratos de longo prazo originam os direitos creditórios imobiliários que são agrupados em Certificados de Crédito Imobiliário (CCI's), após seus termos e fluxos financeiros forem devidamente analisados quanto à adimplência e conformidade com os contratos de venda imobiliária. O originador do crédito cede esses Certificados de Crédito Imobiliário para uma securitizadora através de um termo de cessão de créditos. Esse termo pode conter cláusulas de recompra e exercício de coobrigação caso haja inadimplência do credor.

Com esses lastros, a securitizadora, por sua vez, estrutura uma emissão de CRI, podendo ter uma ou mais séries. Esses títulos são em sua grande maioria registrados na CVM e negociados e liquidados em mercado de Balcão Organizado. No Brasil, este mercado é a Central de Custódia de Liquidação Financeira de Títulos – CETIP. Esses ativos são muitas vezes vendidos para a carteira de Bancos, entrando no limite de 65% dos recursos da poupança a serem destinados financiamento imobiliário, corretoras ou Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários (DTVM).

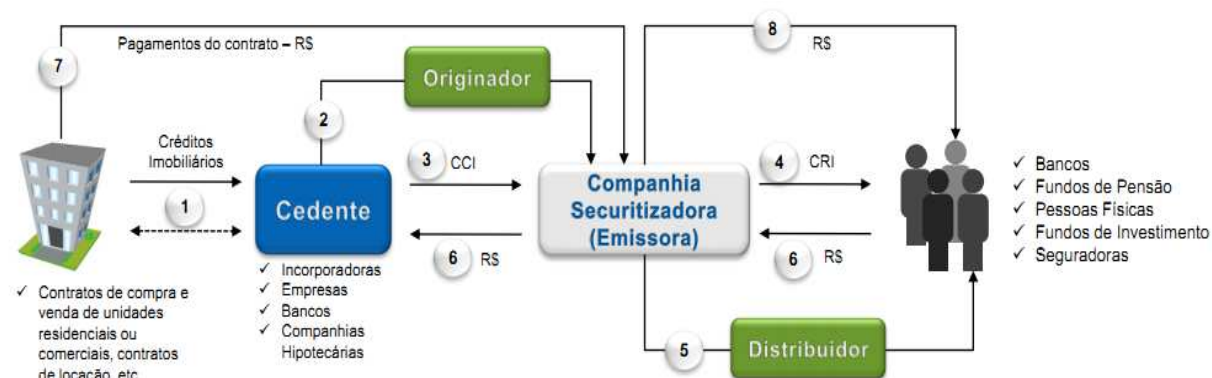
Ao longo do período em que durar a emissão, os valores recebidos pela securitizadora através da cessão dos créditos é utilizado para amortização do principal e da remuneração do título junto aos investidores do CRI, seguindo as regras estabelecidas no Termo de Securitização. As operações podem contar com agentes

fiduciários, que são responsáveis por verificar o enquadramento dos fluxos de acordo com as regras estabelecidas no Termo e os relatórios de controle fornecidos pela securitizadora, protegendo, assim, os interesses dos detentores do título. As emissões podem contar ainda com uma classificação de uma agência de risco, que atribui um *rating* independente do emissor. Isso geralmente ocorre quando a emissão quer atrair investimentos provenientes de fundos de investimento e de previdência privada que possuem classificação mínima de *rating* como cláusula restritiva dos ativos que virão a ser adquiridos pelo fundo.

As formas de emissão dos CRI podem ser público ou privada. Quando for uma colocação pública, deve se observar se a emissão tem registro na CVM ou se foi dispensado, e caso tenha, pode ter prospecto ou não. O volume e as formas de colocação estão extremamente atreladas a legislação e regulamentação criada pela CVM.

#### 4.2.2. Estrutura de um CRI

O fluxograma abaixo explica de forma detalhada como é originado um CRI:



- 1 A Cedente constitui **Créditos Imobiliários**, que podem ser provenientes de: contratos de compra e venda de unidades residenciais, contratos de compra e venda de terrenos, contratos na modelagem "Built to Suit", contratos de locação de longo prazo, dentre outros.
- 2 Dependendo da operação, poderá haver um **Originador**, responsável por identificar a operação.
- 3 A Cedente emite uma **CCI**, com lastro nos **Créditos Imobiliários**, e cede a **CCI** para a **Companhia Securitizadora**.
- 4 A **Companhia Securitizadora** emite o **CRI**.
- 5 Dependendo da operação, poderá haver um **Distribuidor** que atuará na colocação do **CRI** junto aos **Investidores**.
- 6 Com os recursos captados junto aos **Investidores**, a **Companhia Securitizadora** paga a Cedente.
- 7 A **Companhia Securitizadora** passa a receber e controlar o fluxo de pagamentos do contrato que dá lastro ao **CRI**.
- 8 A **Companhia Securitizadora** paga aos **Investidores** a receita proveniente do lastro do **CRI**.

Fonte: Banco Brascan

#### Fluxograma 2: A estrutura do Certificado de Recebível Imobiliário

### 4.2.3. Legislação, Regulamentação e Tributação

A evolução histórica da legislação brasileira referente a securitização foi fundamental para a consolidação e desenvolvimento do mercado de CRI. Abaixo temos as leis, resoluções, medidas provisórias e decretos do Banco Central do Brasil, que foram criadas a medida que o mercado foi se desenvolvendo, exigindo uma maior organização e regulamentação.

<b>Leis Federais</b>	
Nº 8.668 /1993	Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e dá outras providências
Nº 9.514/1997	Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), institui a alienação fiduciária de coisa imóvel, possibilita a instituição do regime fiduciário por companhias securitizadoras de crédito imobiliários (Securitizadoras Imobiliárias) e da outras providências
Nº 9.779/1999	Institui condições para critérios relativos à distribuição de rendimentos e ganhos de capital de FII e estabelece que os rendimentos e ganhos líquidos auferidos por estes fundos, em aplicações financeiras de renda fixa ou de renda variável, sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte.
Nº 10.931/2004	Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, letras de crédito imobiliário (LCI), cédula de crédito imobiliário (CCI), cédula de crédito bancário (CCB). Altera Lei Federal Nº 9.514/1997.
Nº 11.033/2004	Isenta do imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, a remuneração produzida por CRI, letras hipotecárias (LH) e LCI.
Nº 11.076/2004	Dispõe que os atos e contratos referidos na Lei Federal Nº 9.514/1997 poderão ser celebrados por escritura pública ou por instrumento particular com efeitos de escritura pública.
Nº 11.196/2005	Isenta do imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, os rendimentos distribuídos pelos FII: (i) cujas cotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado; e (ii) que apresentem, no mínimo, 50 cotistas. Este benefício não será concedido a cotistas pessoa física que representem 10,0% ou mais da totalidade das cotas emitidas pelo FII ou cujas cotas lhe derem direito ao recebimento de rendimento superior a 10,0% do total de rendimentos auferidos pelo fundo. Altera a Lei Federal Nº 11.033/2004.
Nº 11.481/2007	Dispõe sobre o objeto da alienação fiduciária de coisa imóvel. Altera a Lei Federal Nº 9.514/1997
Nº 12.024/2009	Isenta do imposto de renda na fonte os rendimentos auferidos em aplicações efetuadas pelos FII em CRI, LH, LCI e cotas de FII. Altera a Lei Federal Nº 8.668/1993
<b>Medida Provisória - Poder Executivo Federal</b>	

Nº 2.158-35/2001	Autoriza a dedução nas receitas das Securitizadoras Imobiliárias das despesas de captação de recursos. Altera o Art. 3º da Lei 9.718/98.
Nº 517/2010	Reduz a zero a alíquota do imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos de (i) títulos mobiliários pagos a investidores estrangeiros, desde que estes títulos atendam determinadas condições, dentre elas ter prazo médio ponderado superior a quatro anos; (ii) debêntures emitidas por sociedade de propósito específico constituída para implementar projetos de investimento na área de infra-estrutura pagos a pessoas físicas domiciliadas no país.
<b>Resolução - Ministério do Trabalho e Emprego - Poder Executivo Federal</b>	
Nº 649/2010	Define critérios e condições para aquisição de CRI, lastreados em créditos imobiliários enquadrados no âmbito do SFH, pelo agente operador do FGTS. Altera o primeiro item da resolução Nº 578/2008.
<b>Resoluções Conselho Monetário Nacional (CMN)</b>	
Nº 2.517/1998	Considera como valores mobiliários os CRI
Nº 2.686/2000	Estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo e a Securitizadora Imobiliárias.
Nº 3.792/2009	Aprova novas diretrizes para as entidades fechadas de previdência complementar, aumentando os limites permitidos de investimento e criando novos segmentos com seus limites próprios. Destaque para os FII que na nova classificação não fazem mais parte do segmento de imóveis, tendo sido deslocados para o segmento de investimentos estruturados.
Nº 3.932/2010	Altera e consolida as normas sobre direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do SBPE. Permite, para efeito do cumprimento da exigibilidade: (i) que os valores referentes aos créditos imobiliários cedidos a partir de 1º de março de 2011 pelas instituições integrantes do SBPE às Securitizadoras Imobiliárias, vinculados a CRI possam permanecer computados; e (ii) que os CRI lastreados nestes créditos imobiliários possam ser computados como operações de financiamento imobiliário.

<b>Instruções da Comissão de Valores Imobiliário (CVM)</b>	
Nº 206/1994	Dispõe sobre normas contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras dos FII.
Nº 400/2003	Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primários ou secundários.
Nº 414/2004	Dispõe sobre o registro de companhia aberta para as companhias securitizadoras de créditos imobiliários, Securitizadoras Imobiliárias e de oferta pública de distribuição de CRI. Alterada pelas instruções Nº 443/2006 e Nº 446/2006.
Nº 472/2008	Regulamenta os FII e revoga a antiga norma que regulava a matéria (Instrução CVM Nº 205, de 14 de janeiro de 1994). Alterada pelas instruções Nº 478/2009 e Nº 482/2010.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da Uqbar 2012

Tabela 3: Evolução da legislação no Brasil

Adicionalmente, as leis referentes a incidência de Imposto de Renda sobre essas operações evoluíram de forma a estimular o investimento em títulos imobiliários:

<b>Incidência de Imposto de Renda sobre os rendimentos provenientes de investimentos em CRI</b>	
Pessoa Física	Isenta
Investidores com residência no exterior	15% - Resolução do Conselho Monetário Nacional Nº 2.689 de 26/01/2000 Isenção (MP Nº 517/2010): títulos atendam determinadas condições dentre elas ter prazo médio ponderado superior a quatro anos.
Pessoas Jurídicas (exceto instituições financeiras)	Imposto de Renda retido na fonte alíquota regressiva de acordo com o prazo da aplicação (desde a data de aplicação até a data de resgate): 22,5% - até 6 meses 20,0% - de 6 meses a 12 meses 17,5% - de 12 a 24 meses 15,0% - mais de 24 meses
Instituições Financeiras Fundos de Investimento Seguradoras Entidades de Previdência Complementar Aberta Sociedades de Capitalização Corretoras Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários	Isentas

Fonte: Moraes (2008)

Tabela 4: Incidência de Imposto de Renda sobre os CRI

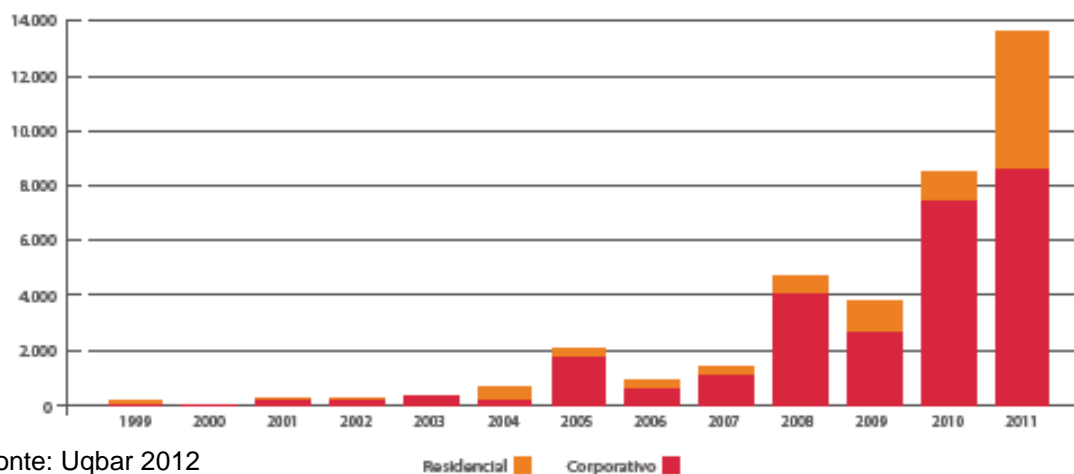
#### **4.2.4. Evolução do Mercado de CRI**

A securitização dos CRI vem se desenvolvendo aceleradamente para se estabelecer como a principal fonte de financiamento complementar da poupança e FGTS. O SFI foi a originadora do mercado de securitização de créditos imobiliários estabelecendo os procedimentos e criando as companhias securitizadoras.

A elevadíssima taxa de expansão da emissão de CRI é notória uma vez tendo crescido mais de 100% em 2010 e mais 60% em 2011 (Uqbar 2012). A emissão de CRI em 2011 já atinge a incrível marca de mais de R\$ 13,5 bilhões. Conforme apresentado

no gráfico abaixo, a composição do total emitido foi majoritariamente de créditos corporativos, porem os créditos residenciais estão ganhando participação.

#### Histórico do Montante de Emissões de CRI (em R\$ milhões)

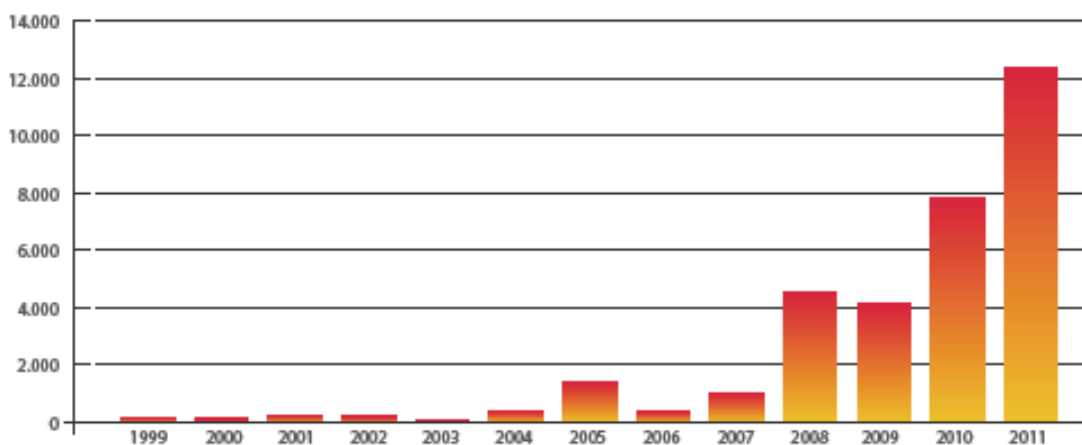


Fonte: Uqbar 2012

#### Gráfico 14: Histórico das emissões de CRI

Os CRI são regulados pela CVM e negociados na CETIP, na qual foi apurada a evolução histórica dos depósitos de CRI tendo atingido mais de R\$ 12 bilhões em 2011, evidenciando o elevado crescimento. Segue gráfico com evolução histórica dos depósitos de CRI da CETIP:

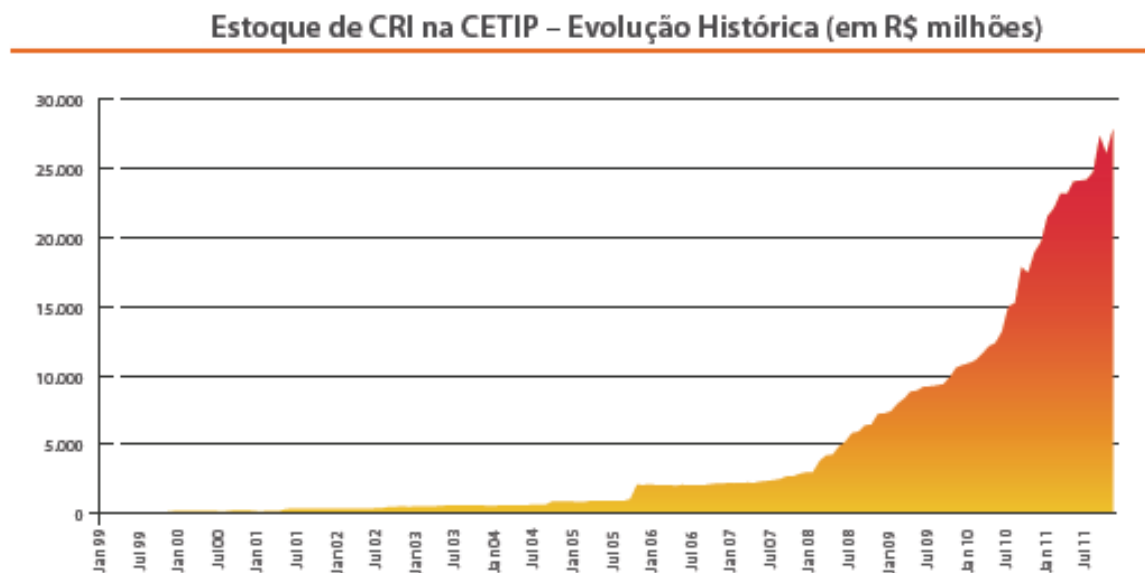
#### Depósitos de CRI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)



Fonte: Uqbar 2012

#### Gráfico 15: Evolução dos depósitos de CRI na CETIP

O gráfico a seguir mostra que em relação ao estoque, este valor teve um crescimento ainda maior saltando de aproximadamente R\$ 19 bilhões em 2010 para aproximadamente R\$ 28 bilhões em 2011:



Fonte: Uqbar 2012

#### Gráfico 16: Estoque de CRI na CETIP

Diferentemente dos FII que são majoritariamente investidos por pessoas físicas, os CRI tem uma composição mais equilibrada com os bancos comerciais responsáveis pela maior parcela dos CRI emitidos. Isso se deve ao fato de que o investimento em CRI era alocado pelos bancos comerciais como investimento imobiliário de forma a atingir a exigibilidade mínima de aplicação dos recursos de depósitos da poupança.

### Composição do Montante Emitido de CRI em 2011 por Classe de Investidor (% de Montante)



Fonte: Uqbar 2012

#### Gráfico 17: Composição dos CRI emitidos em 2011 por classe de investidor

O marco histórico de volume financeiro mencionado demonstra como o mercado nacional de securitização de recebíveis imobiliários não sofreu impacto equivalente a outros mercados em razão das crises europeia e americana.

Tal característica de crescimento ocorreu em razão não só de determinados fatores econômicos e conjunturais, como por exemplo, (i) o aumento da renda da população e consequente entrada no rol de tomadores de recursos para financiamento habitacional e seu impacto no aumento da demanda por imóveis; (ii) a redução dos juros; (iii) o alongamento dos prazos de financiamento; (iv) a sinalização do final do funding decorrente da poupança e respectiva necessidade de busca por fontes alternativas de financiamento; e (v) a entrada do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) como um dos principais investidores em CRI, conforme detalhado a cima; como em razão de outra externalidade positiva: a intervenção estatal sob algumas formas, das quais uma das mais relevantes é a mudança nas normas sobre direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE).

Como mencionado acima, um dos principais fatores conjunturais responsáveis pelo alto crescimento no volume das emissões de 2011, foi a volta do FGTS nas



aquisições de CRI. Tal mudança se deve em certa razão por conta de ajustes nas normas que regulam o uso dos recursos do FGTS e que culminaram na exclusão de determinados requisitos para aquisição de CRI (por exemplo: a exclusão do antigo requisito de coobrigação das companhias securitizadoras de crédito imobiliário nos CRI).

No ano de 2011 o FGTS foi responsável pela aquisição de mais de R\$ 3,00 bilhões em CRI, ou seja, mais de 20,0% das emissões do ano. Referido acontecimento não é apenas relevante sob o ponto de vista de aumento do volume de emissões de CRI, mas principalmente porque referida estrutura de mercado de capitais, tendo como investidor o FGTS, funcionou como um vaso comunicante entre alguns sistemas de financiamento imobiliário, como o próprio sistema com as regras específicas do FGTS, o Sistema Financeiro de habitação (SFH) e o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), fazendo com que os recursos de um sistema realimentassem outro sistema.

Outro fator interessante do ano de 2011 foi a mudança nos tipos de lastro das operações de CRI, sendo que outra marca foi atingida. Pela primeira vez, a maioria das operações de CRI foi realizada com lastro em crédito imobiliário ao invés de locações. O mercado existente até então sempre esteve mais focado em operações corporativas, com base em contratos de locação atípica na modalidade de *build to suit*.

Essa mudança se apresenta totalmente em linha com as alterações de mercado existentes e com a revogação da Resolução nº 3347/06 do Conselho Monetário Nacional (“CMN”) que tratava das normas sobre direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do SBPE e pela Resolução nº 3932/10 do CMN (“Res. 3932”). A Res. 3932 dentre outras disposições e alterações, determinou que só fosse considerados CRI possíveis de serem incluídos no chamado “Mapa 4” das instituições financeiras aqueles que tivessem lastro em crédito imobiliário (excluindo expressamente a possibilidade, até então existente, de inclusão de CRI com lastro em locações).

Ademais, a Res. 3932 dispôs que as instituições financeiras que realizarem as operações de cessão de suas carteiras de crédito imobiliário às companhias securitizadoras de créditos imobiliários e que sejam vinculados à emissão de CRI, poderão ser utilizados para os fins do cumprimento das exigibilidades de manutenção de

no mínimo 65,0% do montante captado em depósito de poupança em operações de financiamento imobiliário.

A situação que se apresenta é a de uma economia com crescimento consistente que já leva em conta a limitação do SFH e mais especificamente dos recursos advindos da poupança, a necessidade da expansão dos instrumentos que aportam capital para o financiamento imobiliário é evidente. Tais mudanças surtiram impacto direto no mercado, sendo que até 28 de fevereiro de 2011, data que a nova resolução entrou em vigor, foram realizadas diversas emissões de CRI com lastro em locação, para aquisição por instituições financeiras, e, posteriormente o mercado viu operações novas com reais cessões de créditos imobiliários pelos bancos, das quais podemos destacar a operação da Caixa Econômica Federal, realizada em maio de 2011, cujo lastro foram contratos de financiamento imobiliário residencial, sendo R\$ 1.000,00 o valor de emissão de cada CRI.

A Referida emissão inaugurou uma nova etapa no mercado de capitais voltado para financiamento imobiliário.

## 5. Conclusão

Pode-se tirar algumas semelhanças e diferenças entre os sistemas financeiros habitacional e imobiliário brasileiro e norte-americano.

Apesar de terem começado com 30 anos de diferença um para o outro, tanto o *National Housing Act* (NHA) dos EUA quanto o SFH do Brasil tinham como preocupação inicial facilitar às suas respectivas populações a aquisição da casa própria por meio da expansão do crédito habitacional.

Inicialmente, os processos de concessão de crédito dos dois sistemas também eram relativamente semelhantes. A originação dos empréstimos, os serviços complementares e o papel de investidor eram realizados pelo mesmo agente: os originadores.

Uma diferença neste caso é que nos EUA os originadores eram entidades de poupança e crédito (“*thrifts*”), enquanto no Brasil esse papel era desempenhado pela Caixa Econômica Federal, construtoras e incorporadoras.

A partir daí, as primeiras diferenças começam a aparecer. Nos EUA, o tripé básico “seguro contra inadimplência, mercados primário e secundário líquidos e contratos padronizados” começou a ser desenvolvido logo na promulgação do NHA, e foi continuamente melhorado ao longo dos anos.

O resultado foi uma base sólida que deu sustentação para a disseminação do processo de securitização de recebíveis imobiliários, a partir da década de 1980.

A história brasileira, por sua vez, é diferente. Após a criação do SFH em 1964, o sistema passou por pouco mais de 15 anos satisfatórios para, logo em seguida, entrar em decadência na década de 1980 com a aceleração da inflação.

Assim, apenas a partir de 1994, com o controle da inflação, é que se pôde começar a pensar num sistema alternativo ao SFH.

O SFI, criado para ser exatamente esta alternativa, vem se desenvolvendo num ambiente de maior abertura econômica, no contexto da globalização econômica e de expressivo desenvolvimento do mercado de capitais.

Esse novo contexto exige a adoção de práticas eficientes em todas as esferas da economia, não sendo o crédito imobiliário exceção.

Procurou-se mostrar que, tratando de sistemas de financiamento, a securitização de recebíveis imobiliários pode trazer exatamente essa eficiência exigida. Conforme discutido, seus benefícios são vários (redução do risco de crédito total do sistema, canalização de recursos dos mercados de capitais, especialização de atividades, reduções de custos, ganhos de produtividade, redução das taxas cobradas de empréstimos, dilatação de prazos, maior oferta de recursos etc.) e seus possíveis malefícios são poucos e controláveis.

Outro aspecto interessante de se ressaltar é a diferença entre os papéis desempenhados pelos Governos norte-americano e brasileiro na evolução de seus respectivos sistemas.

O Governo norte-americano induziu o desenvolvimento de um arcabouço legal e regulatório bem-sucedido e procurou manter uma relativa estabilidade macroeconômica, o que permitiu o estabelecimento de um mercado secundário de hipotecas extremamente líquido e uma integração do mercado de crédito imobiliário ao mercado global de capitais.

No Brasil, principalmente na década de 1980, o Governo brasileiro se fez presente por meio da concessão de subsídios aos mutuários, via FCVS, passando a desempenhar papel semelhante ao do Governo norte-americano somente a partir da instituição do Plano Real.

A criação do SFI e a promulgação da Lei 10.931/04 tiveram efeito positivo no que diz respeito ao quadro institucional e regulatório, à execução de garantias, à segurança jurídica e ao desenvolvimento da securitização de recebíveis imobiliários.

No plano econômico outras conquistas foram alcançadas, como o controle da inflação em níveis baixos, a expansão do crédito, o fortalecimento do mercado de capitais, entre outras.

Entretanto, apesar de todas as melhorias apresentadas, alguns problemas antigos persistem e alguns problemas novos apareceram.

Um dos problemas persistentes refere-se à dificuldade de acesso das classes mais populares ao financiamento habitacional. A maior restrição à inclusão dessas classes continua sendo a insuficiência de renda, sobre a qual as medidas implantadas pelo Governo são neutras até o momento.

Outro problema, que em certa medida causa o anterior, refere-se ao baixo crescimento da economia brasileira, nos últimos 20 anos, que tem contribuído pouco para aumentar a renda da população. Isso sem falar no problema da distribuição de renda.

Contudo, pode-se dizer que a elevada taxa de juros é o principal problema macroeconômico a ser enfrentado a fim de se estimular a expansão do crédito imobiliário no Brasil. Considerando que a inflação deve permanecer controlada, a redução das taxas de juros combateria diversos problemas simultaneamente (custo, crescimento, renda etc.) e seria um importante catalisador para o setor. Nesse contexto, uma política fiscal responsável é indispensável.

Neste trabalho, também pode-se ver que tipos de instrumentos financeiros já vêm sendo desenvolvidos no país. Além dos CRIs, que vêm obtendo destaque no segmento imobiliário comercial e corporativo, a tendência é que se desenvolvam novos instrumentos, voltados também para o segmento habitacional/residencial, semelhantes aos MBSs norte-americanos.

Assim, apesar dos problemas apontados, o quadro que vem se desenhando para o futuro é, sem dúvida, promissor.

Pode-se afirmar que o país vem trilhando o caminho correto no sentido da construção de um modelo de crédito imobiliário permanente, equilibrado e economicamente sustentável. Procurou-se mostrar que, à semelhança da experiência dos EUA e de outros países, esse caminho passa pela securitização de recebíveis imobiliários e pela integração do mercado de crédito imobiliário ao de capitais.

## 6. Referências Bibliográficas

- LEVITIN, A. J. e WACHTER, S. M., 2010. “Explaining the Housing Bubble”, Research Paper n° 10-15, University of Pennsylvania Law School.
- COTIAS, A., “Poupança pode secar já em 2012”, Jornal Valor Econômico, 26/05/2011.
- CARNEIROS, D. C. e VALPASSOS, M. V. F., 2003. “Financiamento à habitação e instabilidade econômica”, Ed. FGV, 1ª Edição
- BACHA, Edmar; DE BOLLE, Monica. **Novos Dilemas da Política Econômica**. Rio de Janeiro, LTC , 2011, 298p.
- BRAZILIAN SECURITIES. **Prospecto Definitivo de Distribuição das Séries 2.010-180 e 2.010-181 da 1ª Emissão de Certificado de Recebíveis Imobiliários da Brazilian Securities**. Brazilian Securities Companhia de Securitização. São Paulo. 2010
- CVM. **Instrução da CVM n° 400**. Comissão de Valores Imobiliários – CVM. 2003.
- CVM. **Instrução da CVM n° 414**. Comissão de Valores Imobiliários – CVM. 2004.
- CVM. **Instrução da CVM n° 443**. Comissão de Valores Imobiliários – CVM. 2006.
- CVM. **Instrução da CVM n° 476**. Comissão de Valores Imobiliários – CVM. 2009.
- FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO. **Déficit Habitacional no Brasil – Municípios Selecionados e Microrregiões Geográficas**. Fundação João Pinheiro, Belo Horizonte. 2008
- UQBAR. **Anuario Imobiliario: Securitização e Financiamento Imobiliário 2012**. Uqbar Educação e Informação Financeira Avançada Ltda. São Paulo. 2012
- MORAES, D. Carrasqueira. **O SFI: A Securitização como Instrumento de Fomento do Crédito Imobiliário**. Dissertação (Mestrado), FEA / USP. São Paulo – 2008
- CETIP. **Manual Titulos Imobiliarios**. São Paulo. 2012
- FGV. **O Crédito Imobiliário no Brasil: Caracterização e Desafios**. São Paulo, 2007.

- NAPOLITANO, G., “A maior alta do mundo”, Revista Exame, 18/05/2011 Relatórios Anuais Perdigão, Disponível em: <<http://www.perdigao.com.br/ri/default.htm>>, Acesso em: 31 mar. 2009.