

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA



A crise do *subprime*, suas origens e interpretações contextualizadas a partir de uma análise do caso da falência da New Century.

Luis Felipe Nobre Tedesco (1420438)

Orientador: Prof. ° Stefan Alexander

Data: 23/11/2019

Rio de Janeiro, RJ, Brasil.

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO DEPARTAMENTO DE
ECONOMIA



A crise do *subprime*, suas origens e interpretações contextualizadas a partir de uma análise do caso da falência da New Century.

Luis Phelipe Nobre Tedesco (1420438)

Orientador: Prof. ° Stefan Alexander

Data: 23/11/2019

Rio de Janeiro, RJ, Brasil.

Luis Phelipe Nobre Tedesco

"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

Aos meus pais, Celso e Cristina, por todo apoio e sacrifício feito durante toda a minha vida para me proporcionar uma educação de qualidade. Sou muito grato por ter vocês ao meu lado.

Ao meu orientador Stefan Alexander por ter aceitado o desafio de me orientar e toda sua disponibilidade, disposição e presença como orientador. Fico extremamente feliz pela oportunidade de ter trabalhado ao lado de alguém que admiro e me espelho profissionalmente como o Stefan.

Ao Departamento de Economia da PUC-RJ e todos os seus integrantes, que foram extremamente importantes para a minha formação pessoal e profissional.

A todos os amigos que fiz no período de faculdade, especialmente Carlos, Felipe, Thamirez, Carol, Fernanda, William e todo o pessoal do Nicho. Apenas a oportunidade de ter conhecido vocês já fizeram valer os anos de PUC RIO.

1. INTRODUÇÃO	8
2. CRONOLOGIA DA CRISE	10
2.1 O estouro do LTCM(-1998)	
2.2 A última crise antes de 2008 (2000-2002)	
2.3 Período de recuperação (2000-2002)	
2.4 Eventos Pré Crise (2004-2007)	
2.5 O estouro da bolha (2007-2008)	
2.6 A volta do <i>Too Big Too Fail</i> (1998-2008)	
3. CAUSAS DA CRISE	20
3.1 O Contágio de ideias	
3.2 A Política Monetária e seus impactos sobre as taxas de juros	
3.3 A atuação das Agências de <i>Rating</i>	
3.4 A falta de Regulação ou Regulação ineficiente	
3.5 As Inovações Financeiras	
4. NEW CENTURY E O MERCADO FINANCEIRO E IMOBILIÁRIO	25
4.1 A importância da New Century	
4.2 Os <i>Hedge Funds</i>	
4.3 O Mercado Imobiliário Americano	
4.4 O Setor de Crédito Imobiliário	
4.5 O início da New Century	
4.6 Os Fundadores da New Century	
4.7 Uma breve história da New Century	
4.8 A gestão corporativa da New Century:	
4.8.1 A Estratégia Corporativa	
4.8.2 A Gestão de Portfólio	
4.8.3 A Política de <i>Hedge</i>	
4.8.4 As Política de Financiamento	
4.8.5 As Operações	
4.8.5.1 <i>Whole Loan Sales</i> :	
4.8.5.2 <i>Securitization Structured as sales</i> :	
4.8.5.3 <i>Securitized structured as financings</i>	
4.9 Conselho de administração	
4.10 O Estudo de Caso	
4.10.1 Análise financeira e operacional da companhia	
4.10.2 Receita Financeira (1999-2002)	
4.10.3 Resultados operacionais (1999-2002)	
4.10.4 Lucro Líquido (1999-2002)	
4.10.5 Receita Financeira (2002 - 2006)	
4.10.6 Resultados operacionais (2002-2006)	
4.10.7 Lucro Líquido (2002-2006)	
4.10.8 Análise do Balanço patrimonial	
4.10.8.1 Ativos	
4.10.8.2 Passivo	
4.11 New Century: <i>Mortgage Packer</i>	
4.12 New Century; Carteira de Crédito	

4.13 Riscos do Negócio:

4.13.1 Dependência de recursos externos para se financiar e ter liquidez:

4.13.2 Mercado extremamente competitivo

4.13.3 Uma recessão na economia americana que afetasse negativamente o mercado imobiliário

4.13.4 Os resultados da companhia poderiam ser afetados por mudanças nas taxas de juros

4.13.5 Variação no preço dos imóveis

5. **CONCLUSÃO**.....54

6. **REFERÊNCIAS**.....57

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Comportamento do preço das casas nos EUA (1998-2008)	15
Figura 2 - Taxa de inadimplência por tipo de hipoteca	16
Figura 3 – Informações dos empréstimos gerados pela <i>Wholesale loan Division</i> em 2005	36
Figura 4 – Empréstimos gerados pela <i>Retail Loan Division</i> em 2005.....	37
Figura 5- Distribuição geográfica das hipotecas financiadas pela New Century no período entre 2003 e 2005	38
Figura 6- Maiores originadores de hipoteca nos EUA em 2006.....	41
Figura 7 – Receita financeira da NC entre 1999 e 2002.....	44
Figura 8- Resultados operacionais NC entre 1999 e 2002	44
Figura 9 – Lucro líquido NC entre 1999 e 2002	45
Figura 10 – Receita financeira da NC entre 2002 e 2006.....	46
Figura 11 – Resultados operacionais NC entre 2002 e 2006.....	47
Figura 12 – Lucro líquido NC entre 2002 e 2006	47
Figura 13 – Ativos New Century (Balço Patrimonial)	48
Figura 14 – Passivos New Century (Balço Patrimonial)	49
Figura 15- Balço Patrimonial NC <i>Mortgage Packer</i>	50
Figura 16- Balço Patrimonial NC Carteira de crédito	51

1. INTRODUÇÃO

A crise econômica a partir de 2008, popularmente apelidada de Crise do Sub-Prime, foi a maior desde a grande depressão em 1929. Quais as origens da crise, seus mecanismos e suas características são temas de diversos debates. A partir de diversos pontos de vista, advieram inúmeras interpretações e formas de explicar a enormidade de fenômenos que extrapolaram mercados específicos e geografias. Existem aqueles que defendem que a crise poderia ser explicada por fenômenos muito anteriores à 2008. Alguns autores e analistas acreditam que os aspectos estruturais do Mercado de hipotecas nos EUA é que seriam responsáveis pelo caráter explosivo da crise e outros minimizam a importância destes, creditando ao Mercado Financeiro e aos Derivativos o poder de disseminação e ampliação de uma crise que poderia ter sido contida à um setor específico e uma geografia apenas. Esta crise é um campo fértil para inúmeros estudos e interpretações e a proximidade histórica nos convence que estas análises e interpretações ainda serão temas de debate por um longo período.

Neste trabalho não procuramos desenvolver uma teoria ou ambicionar uma explicação completa de um fenômeno com esta complexidade e contemporaneidade, mas, apenas, nos deter em um evento específico, que acreditamos ter uma importância cronológica e fática aos eventos que se sucederam. Este evento, é considerado o marco histórico da crise de 2008 e pode ser visto como o momento que o fenômeno financeiro invade a economia real. Procuramos utilizar as ferramentas existentes em Finanças Corporativas Aplicadas, e suas bases acadêmicas, como instrumental de análise e suporte para uma interpretação econômica dos fatos.

Este trabalho está dividido em dois módulos. No primeiro, faremos uma descrição histórica e vamos buscar entender toda a cronologia da crise, assim como as principais interpretações para suas possíveis causas. Nesta cronologia histórica, posicionaremos o caso de falência da empresa New Century. Este caso é relevante, pois diversos autores apontam este momento como o marco inicial da crise. No segundo, faremos o estudo de caso da falência da New Century, Tomando como base o Harvard Business School, Case Study, 9-113-002, *New Century Financial Corporation*, de autoria de **Palepu, Krshna; Srinivasan, Suraj e Cornell, Ian**. Com as ferramentas de Finanças Corporativas Aplicadas, vamos analisar seu modelo de negócios e a cronologia de eventos que levaram à sua falência. A partir desta análise, nos deparamos para as informações e elementos que esta análise factual nos fornece para entendermos como a crise extrapola seus limites

financeiros e invade o lado real da economia. E procuramos observar como esta análise pode fornecer elementos para estudos e interpretações futuras da Crise do *Subprime* e os mecanismos de propagação de uma crise desta natureza.

2. CRONOLOGIA DA CRISE

O objetivo do capítulo é apresentar a cronologia pré-crise de 2008 destacando eventos que servirão de base para construir e explicar as possíveis interpretações para as causas da crise. Esse capítulo também irá apresentar em ordem cronológica as principais instituições financeiras que sucumbiram a crise do *Subprime* destacando a *New Century*.

Nesse capítulo começaremos a análise pelas duas últimas crises financeiras que ocorreram nos Estados Unidos antes da crise de 2008, observando a forma como as instituições financeiras e governo americano lidaram com esses eventos para entender como esta pode ter impactado no comportamento posterior dos bancos, nos preços dos ativos e na economia real.

Discutiremos também os conceitos de *Too Big Too Fail* e *Too Systemic Too Fail* que serão importantes posteriormente para destacar a importância da falência da *New Century* para o sistema financeiro americano.

E parafraseando Charles Kindleberger em seu livro *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* “Não existe inflação sem moeda, nem bolha sem crédito”, para compreender a bolha do mercado imobiliário que gerou a crise do *Subprime* serão expostos os movimentos do *Federal Reserve* no ajuste da política monetária no início do século XXI e algumas características e peculiaridades do mercado de crédito imobiliário americano.

2.1 O estouro do LTCM (-1998)

A crise do LTCM pode ser vista como o prelúdio da crise de 2008. A intervenção do FED à um Fundo de Investimento, que formalmente excederia seu escopo e atuação, é um precedente importante para a interpretação do que estaria por vir. E, por isto, começamos nossa análise por este evento.

O *Long Term Capital Management* (LTCM) foi um *hedge fund* fundado em 1994 pelos economistas Robert Merton e Myrron Scholes (vencedores do prêmio Nobel de 1997) e o ex *trader* da *Salomon Brothers* John Meriwether em conjunto com outros associados. O fundo estava performando em um nível extremamente alto de forma que no fim 1997 eles atingiram um retorno anual de 40% e quase triplicaram o dinheiro de seus acionistas. Os excelentes desempenhos fizeram LTCM se tornar muito popular entre investidores e conseqüentemente o PL sobre gestão do fundo aumentou de forma colossal.

Como estratégia para impulsionar o retorno de seus acionistas eles tomaram a decisão de aumentar a alavancagem do fundo. Essa estratégia tornou o fundo muito mais arriscado, quando em 1998 as condições dos mercados começaram a piorar, principalmente em agosto quando o governo russo anunciou a desvalorização da moeda nacional e a moratória da dívida causando uma crise de confiança nos países emergentes, esse movimento fez com que o *spread* entre os títulos do governo americano e dos países emergentes aumentasse consideravelmente. Esses acontecimentos acabaram fazendo com que em agosto o PL da LTCM fosse reduzido à metade do valor que era no início do ano (USD 2,3 Bilhões). O fundo estava com problemas de iliquidez e sua iminente falência ameaçava colapsar todo o sistema financeiro já que muitos bancos e fundos de pensão estavam investidos no *Hedge Fund* (DOWD, 1999).

Diante deste cenário um grupo liderado pelo lendário investidor Warren Buffet fez uma proposta pela compra do fundo por 250 milhões de dólares (além de fazer um aporte de 3,75 Bilhões de dólares no fundo). Os gestores temendo pela sua própria continuidade na gestão à frente da empresa recusaram a oferta, além disso já havia a expectativa da intervenção do FED que posteriormente “convenceu” 14 bancos a comprarem 90% do fundo por 3,65 Bilhões de dólares (DOWD, 1999).

A crise do LCTM pode, portanto, ser considerada o ponto de partida para a crise de 2008, pois a intervenção do FED neste momento acabou lançando o órgão a uma posição de responsabilidade sobre os fundos de investimento e outras instituições financeiras grandes/interconectadas o suficiente com potencial de ameaçar a saúde da economia como um todo. Essa nova responsabilidade “assumida” pelo Federal Reserve acarretou em um problema de risco moral onde as grandes instituições financeiras estão mais dispostas a correrem riscos pois sabem que se por um lado eles podem aumentar seus lucros de forma substancial, na outra ponta caso eles tenham problemas haverá uma entidade que irá resgata-los e assim minimizar suas perdas. Logo salvar um fundo de investimento pode ser a curto prazo uma boa forma de acalmar os mercados, mas no longo prazo os incentivos a ter mais responsabilidade financeira por parte dos gestores são severamente reduzidos .

2.2 A última crise antes de 2008 (2000-2002)

No início do século XXI a economia americana sofreu dois duros golpes com a “*Dot-com bubble*” e os atentados terroristas. A crise das “pontocom” aconteceu devido a uma

euforia que tomou conta do mercado com as novas empresas que estavam surgindo no ramo de comércio online. Usando como exemplo empresas bem-sucedidas como Ebay e Amazon, muitos investidores viam as novas empresas do ramo de internet com um potencial gigantesco, de forma que a euforia que tomou conta dos mercados fez muitos analistas ignorarem métricas de precificação como o fluxo de caixa descontado, e optassem por utilizar múltiplos que acabavam supervalorizando as companhias.

No fim a maioria das empresas de internet não atenderam a expectativa, como por exemplo a eToys que no último quarto de 2000 reportou uma perda de USD 74 milhões de dólares, sendo que em fevereiro de 2001 suas ações estavam valendo 9 centavos de dólar, pouco tempo depois a empresa declarou falência. Em novembro de 2001 a Amazon gigante do setor de *E-Commerce* teve sua ação atingindo seu patamar mais baixo sendo negociada a 5,51 dólares. Com muitos casos de empresas da internet falindo, a NASDAQ que é a bolsa americana onde são negociadas as empresas de tecnologia acabou tendo uma queda de cerca de 78% entre março de 2000 até outubro de 2002.

Paralela a “bolha da internet” o ano de 2001 ficou marcado também pelo maior atentado terrorista da história americana com o ataque ao *World Trade Center* no dia 11 de setembro de 2001. Antecipando o pânico que tomaria conta dos mercados, a *New York Stock Exchange* (NYSE) e a NASDAQ permaneceram “fechadas” até o dia 17 de setembro. No primeiro dia que a NYSE voltou a operar sofreu uma queda de mais de 7%. Até o fim da semana a bolsa de Dow Jones registrou uma perda de 14% e o índice do S&P uma queda de 11,6%. O impacto financeiro foi estimado em perdas de mais de um trilhão de dólares nesta semana.

Com esses eventos extremamente desfavoráveis a economia norte americana, o Federal Reserve buscou aquecer a economia e iniciou um processo de redução da taxa de juros. O início do processo foi em junho de 2000 de forma que entre maio de 2000 e dezembro de 2001 a taxa de juros foi reduzida de 6,5% para 1,75%. Essa medida era uma estratégia para evitar ou minimizar os problemas causados pelos choques negativos que estavam acontecendo nos EUA, gerando crédito mais barato para as famílias consumirem e as empresas investirem.

2.3 Período de recuperação (2000-2002)

No período de 2002 até 2003 as taxas de juros nos EUA continuaram a cair chegando ao patamar de 1%. Com uma taxa de juros cada vez menor, as famílias americanas

passaram a ter um melhor acesso a crédito permitindo investimentos de longo prazo como a compra de casas. A hipoteca é um instrumento onde um indivíduo contrai uma dívida para adquirir um imóvel o pagando ao longo do tempo acrescido de uma taxa de juros, em caso de não pagamento da dívida o credor pode tomar o ativo como colateral. Esse aumento de liquidez na economia fez com que as instituições financeiras tivessem mais disponibilidade de recursos e incentivos a gerar crédito, já as famílias por terem acesso a um crédito mais barato tinham incentivos a investir na compra de novas residências.

O mercado imobiliário americano estava historicamente vindo de um período de valorização o que tornava a compra de imóveis um investimento com potencial alto de retorno e risco baixo para boa parte das pessoas. Nos empréstimos hipotecários é gerado um fluxo de caixa onde os devedores vão pagando ao longo do tempo o valor do principal acrescido de uma taxa de juros (que pode ser fixa ou variável dependendo do tipo de hipoteca que foi contratada), de forma que como o preço dos imóveis estava continuamente em uma crescente o incentivo do devedor a pagar sua dívida era alto já que o fato de ser executado pelo banco representaria uma perda financeira, já que o valor do ativo usado como colateral era maior do que o valor da dívida a ser paga.

As instituições financeiras que emprestavam recursos para financiamento hipotecário tinham na securitização através dos *MBS's* um instrumento para transferir o risco de crédito para outros investidores e ter mais recursos para oferecer a potenciais tomadores de empréstimos. Um *MBS (Mortgage Backed Securities)* é um “*pool*” de hipotecas onde o detentor desse ativo financeiro recebe o fluxo de caixa gerado por esses empréstimos imobiliários. Considerando um período onde as taxas de juros estavam extremamente baixas, um ativo financeiro como um *MBS* que aparentemente era um produto tão seguro quanto uma *treasury* do governo americano, mas que oferecia uma rentabilidade superior passou a integrar carteiras de boa parte das instituições financeiras pelo mundo, principalmente fundos de pensão que tem regras restritas com relação a risco.

Em um panorama onde os bancos estavam com excesso de liquidez, o mercado imobiliário cada vez mais aquecido e as famílias demandando crédito para aproveitar essa oportunidade, fez com que as instituições financeiras fossem mais propensas a tomar riscos e oferecerem modalidades de crédito mais arriscadas. Um exemplo são os *interest only loans*, onde os investidores conseguiam recursos para financiar suas residências de imediato, mas a despesa com a dívida no curto prazo era muito mais baixa já que eles apenas pagavam os juros sobre o principal nos primeiros anos. Outro exemplo foi os empréstimos “NINJA” (*No Job, No Income, No Asset*) onde os emprestadores estavam

ofertando crédito para indivíduos com o FICO *Score* (uma medida de *Rating* de crédito que avalia o potencial tomador do empréstimo com uma nota entre 300 e 800) a níveis extremamente baixos. Como forma de ilustração um indivíduo com o FICO *Score* abaixo de 620 é considerado um candidato ruim e conseqüentemente tem mais dificuldade no acesso ao crédito.

2.4 Eventos Pré Crise (2004-2007)

A política monetária no período assumiu um caráter mais contracionista com o Federal Reserve subindo a taxa de juros em 4 pontos percentuais em um período de 2 anos (em junho de 2004 a taxa de juros era de 1,25 em junho de 2006 ela estava em 5,25%), como muitos dos empréstimos imobiliários eram do tipo *ARM* (*Adjustable – rate mortgages*) tornando as hipotecas mais caras já que a taxa de juros do empréstimo imobiliário era ajustada de acordo com a remuneração das *treasuries* americanas. Com isso o nível de inadimplência hipotecária passou a subir no período como pode ser visto na figura 1.

Com aumento da taxa de juros e conseqüentemente o encarecimento dos empréstimos hipotecários, a demanda por novas residências passa a ser reduzida gerando um excesso de oferta no já superaquecido setor, esse excesso de oferta combinada com o aumento da inadimplência fez com que em setembro de 2006 o preço dos imóveis caísse pela primeira vez em 11 anos nos Estados Unidos. A redução no preço das residências causou um sério problema pois muitos credores usavam o crescimento do valor de suas hipotecas para pegar novas dívidas e pagar a hipoteca original (ou investir em novas hipotecas), a partir do momento em que o preço das residências passa a cair esse instrumento de refinanciamento baseado na valorização das hipotecas não possa mais ser utilizado e o incentivo dos proprietários a pagar sua dívida é cada vez menor quando o preço dos imóveis despensa já que o custo da dívida ultrapassa o valor de mercado do bem, gerando mais inadimplência.

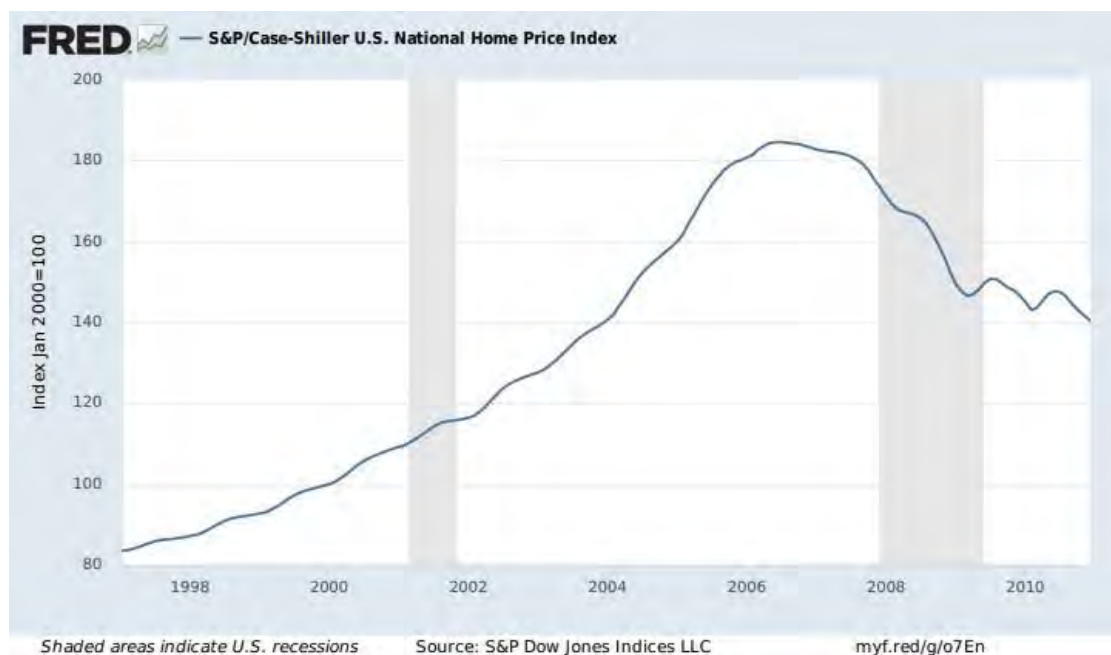
Outro fator importante a ser destacado é que os investidores talvez prevendo uma recessão nos anos seguintes, começaram a demandar títulos do tesouro americano de vencimento de longo prazo entre 3 e 20 anos em detrimento dos títulos com vencimento no curto prazo.

Esse movimento provocou um aumento no preço e conseqüentemente uma diminuição do retorno dos títulos de longo prazo. Com isso no dia 22 de dezembro de

2005 a *yield curve for U.S treasurys* se inverteu, o FED estava subindo suas taxas de juros aumentando o retorno dos títulos de curto prazo, mas o movimento não foi acompanhado na mesma intensidade pelos papéis com vencimento mais longo. A *T-Bill* de 2 anos estava remunerando 4,4 % enquanto a *treasury note* de 7 anos remunerava a 4,39%. Nos anos seguintes o *spread* entre as curvas de curto e longo prazo continuaram a aumentar, de forma que em julho de 2016 o *T Bond* de 10 anos do governo americano estava remunerando a 5,06% enquanto um *T Bill* de 3 meses estava pagando 5,11%. Esse movimento é extremamente antinatural, de forma que ele tem consequências perigosas para as instituições financeiras que por exemplo necessitam de empréstimos para equilibrar o caixa no curto prazo e tem aplicações em ativos com vencimento no longo prazo, essas instituições acabam sendo colocadas em uma situação onde os ativos comprados por ela que teoricamente tem um prêmio de risco relacionado a tempo sendo reduzido e assim elas perdem dinheiro e tem um custo maior para adquirir empréstimos de curto prazo.

O gráfico abaixo retirado do FRED de St. Louis mostra o comportamento do preço das residências nos EUA ao longo dos 10 anos da nossa cronologia.

Figura 1 Comportamento do preço das casas nos EUA (1998-2008)

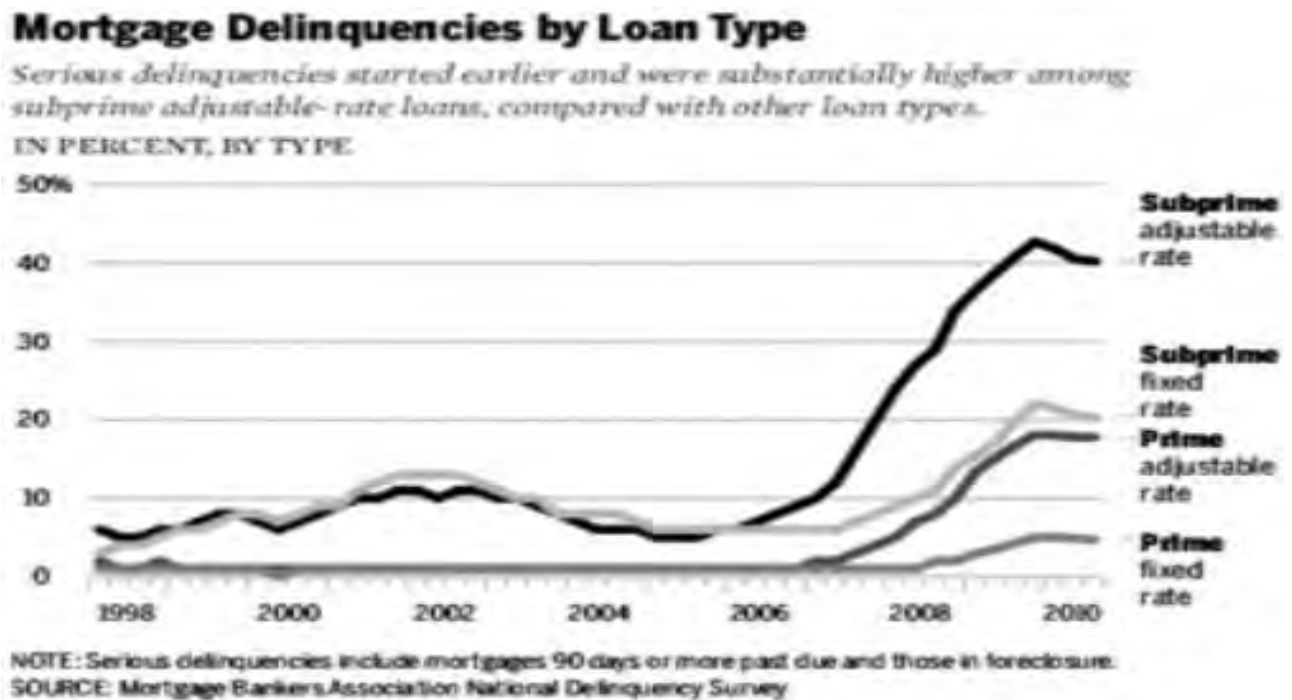


Fonte: Site do FED de St Louis

Disponível em: <https://fred.stlouisfed.org/series/CSUSHPINSA>

O gráfico abaixo da *Mortgage Bankers Association* mostra o crescimento na taxa de inadimplência dos empréstimos imobiliário nos períodos de crise que abordamos (1998 e 2001) além de um aumento brutal a partir de 2006 com a queda do preço dos imóveis americanos afetando não só as hipotecas *subprime* e que tinham taxas de financiamento ajustáveis e pelo aumento da taxa de juros se tornaram mais caras, mas prova o efeito circular que a queda do preço dos imóveis gerou na inadimplência até das hipotecas *prime* e com taxas de juros pré acordadas.

Figura 2 Taxa de inadimplência por tipo de hipoteca



Fonte: Mortgage Bankers Association

Disponível em:

https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Mortgage_delinquencies_by_loan_type-_1998-2010.GIF

2.5 O estouro da bolha (2007-2008)

No início de 2007 a bolha que estava sendo formada nos últimos anos começou a estourar. O primeiro indício foi quando em fevereiro a Freddie Mac instituição criada para dar liquidez ao mercado de hipotecas e títulos hipotecários, anunciou que iria parar de comprar os títulos mais arriscados. Em abril a New Century a líder no mercado de empréstimos *subprime* declarou falência. As agências de rating S&P e Moody's começaram a diminuir *rating* de títulos lastreados em hipotecas *subprime*.

Em junho o banco de investimento Bear Sterns informou a investidores que não iria aceitar resgates de um de seus fundos de crédito estruturado, os problemas relacionados as hipotecas mais arriscadas passaram a ficar cada vez mais evidentes em julho o banco liquidou dois fundos de investimento que estavam investidos em *Mortgage backed Securities*. No mesmo mês a líder no setor de empréstimos hipotecários a Countrywide Financial passou a dar sinais de dificuldades. Em agosto a American Home Mortgage Investment Corporation especialista em empréstimos do tipo *ARM's* declara falência e a Countrywide tem seu *rating* rebaixado pela agência Fitch. Em setembro a Northern Rock uma das maiores instituições financeiras de crédito imobiliário britânico precisa da ajuda do banco da Inglaterra para ter liquidez e não sofrer com uma corrida bancária.

Logo em janeiro de 2008 o Bank of America anuncia a compra da Countrywide Financial por cerca de 4 bilhões de dólares. Em fevereiro o governo inglês anuncia a estatização do banco Northern Rock. Em março o FED anunciou que garantiria 29 bilhões de dólares de ativos arriscados da Bear Sterns para o JP Morgan finalizar a aquisição da instituição financeira. Em 15 de setembro no dia mais icônico que “marcou” a crise de 2008 a Lehman Brothers o quinto maior banco de investimento americano pediu concordata. No mesmo dia o Bank of America anuncia que tem interesse em comprar o Merrill Lynch por 50 bilhões de dólares. No dia seguinte o board do *Federal Reserve* autoriza um empréstimo de 85 bilhões de dólares para a AIG a maior companhia seguradora do mundo, em contrapartida o governo recebe como garantia 79,9% das ações do grupo. Com a crise financeira no seu ápice, foi levado até o congresso americano um programa de compra de ativos arriscados por parte do governo como forma de injetar liquidez e evitar que novas instituições financeiras fossem obrigadas a pedir concordata. A primeira proposta desse programa conhecido como TARP (*troubled asset relief program*) foi rejeitada no dia 29 de setembro de 2008 o que fez com que o índice da bolsa Dow Jones caísse 778 pontos na maior queda de sua história em um dia. No entanto no dia 3 de outubro o presidente George W Bush assinou uma nova proposta do TARP de

cerca de 700 bilhões de dólares como forma de tentar estabilizar a economia.

2.6A volta do Too Big Too Fail (1998-2008)

O conceito de *Too Big Too Fail* é utilizado para explicar que uma instituição é tão grande que os danos a economia que a falência desta empresa causaria seriam maiores do que os custos que o governo teria de intervir e evitar essa falência. Esse termo é muito utilizado principalmente para falar de grandes instituições financeiras, que em caso de quebra elas causariam danos generalizados para a economia. Raghuran Rajan apresentou em 2009 um trabalho para o senado americano que ele produziu chamado *Too Systemic to fail: Consequences, Causes, and Potential Remedies*, onde ele trouxe o conceito de *Too Systemic too Fail* já que não é o tamanho da empresa que determina a capacidade de depreciação da economia que a quebra desta empresa causaria e sim o quão interconectada é a instituição ou o setor em que ela atua (ele utiliza como exemplo a Bear Sterns, mas podemos fazer referência ao resgate do LTCM e ao impacto da falência da New Century, que apesar de não ser tão grande era parte importante e interconectado do setor de imobiliário e financeiro).

O conceito de *Too Big Too Fail* que ficou muito conhecido após 2008. Mas a atuação das autoridades governamentais, em especial o FED, permite trilhar um caminho lógico para a crise da Long Term Capital Management, o evento onde a LTCM um *Hedge Fund* extremamente alavancado acabou tendo uma perda significativa de ativos com a crise da Rússia e foi “resgatado” pelo Federal Reserve em 1998, até a crise do *sub-prime* de 2008, 10 anos depois, na falência da New Century e nos eventos que a sucederam. Com a ameaça de crise sistêmica, os eventos a partir de 2008 expandem ainda mais às fronteiras de atuação do FED, interferências e *bail-outs*.

3. CAUSAS DA CRISE

Esse capítulo busca apontar as possíveis causas da crise de acordo com a visão de alguns autores como o vencedor do prêmio Nobel Robert Schiller se baseando em livros e *papers* que estarão retratados nas referências.

3.1 O Contágio de ideias

Usando o conceito de mania empregado por Charles Kindleberg e Robert Aliber em seu livro *Manias, Panic and Crashes* (2015), o termo mania é usado para sugerir “uma perda de conexão com a realidade, ou até histeria em massa”. Robert Shiler em seu livro “*A solução para o subprime*” (2009) argumenta que o elemento mais importante a ser considerado para entender um período de bolhas especulativas é o contágio social que a opinião de *boom*, gerada pela observação geral do rápido aumento nos preços de um ativo. No início dos anos 2000 uma visão otimista do mercado imobiliário estava em evidência. Em uma pesquisa conduzida por Shiler ele descobriu que os compradores de imóvel de São Francisco esperavam um aumento de 9% ao ano nos preços das casas pelos próximos 10 anos. Cerca de um terço dos entrevistados demonstraram expectativas demasiadamente otimistas com um aumento às vezes acima de 50%. As expectativas desses indivíduos não eram baseadas em estudos sobre o mercado imobiliário, análise da conjectura econômica para os próximos anos ou algo do tipo, basicamente eles passaram a formar suas expectativas através de observações de períodos anteriores verificando a tendência de ascensão dos preços dos imóveis e recebiam a opinião de outras pessoas que justificassem esse aumento, caracterizando isso o chamado contágio de ideias. Esse contágio, tem efeito circular de forma que aumentos especulativos de preços incitam um otimismo econômico, promovendo um aumento de gastos, maior crescimento econômico, maior otimismo e conseqüentemente um novo aumento de preços. O contratempo é que nesse cenário onde as expectativas estão exageradamente otimistas, pois as pessoas julgam de forma racional, porém equivocada a informação de que outros dispõem acabamos entrando no problema das chamadas “cascatas de informação” onde o indivíduo passa a balizar suas decisões através das decisões dos outros agentes, sob a ótica de que é necessário concordar com a crença da massa, já que sente implausível a possibilidade de todas as pessoas estarem erradas.

3.2A Política Monetária e seus impactos sobre as taxas de juros

Durante os primeiros anos do terceiro milênio, os Estados Unidos estavam recebendo um fluxo de capital externo muito alto, principalmente dos países asiáticos que estavam comprando títulos americanos para manutenção de taxas de câmbio em níveis favoráveis para a exportação e se proteger contra possíveis desvalorizações de suas moedas frente ao dólar ainda traumatizados da crise asiática no fim dos anos 90. Em paralelo com os atentados terroristas e explosão da bolha da internet no início dos anos 2000, havia uma preocupação do FED com a possibilidade de um período recessivo e ameaça de deflação (BRUNNERMEIER, 2009).

O federal reserve adotou um ciclo de políticas expansionistas no início do século XXI, chegando ao patamar de 1% para a taxa de juros em meados de 2003, com a manutenção das baixas taxas de juros até 2004. Esse período foi caracterizado por ser o de alta mais acelerada nos preços dos imóveis. Em complemento a taxa de juros real da economia americana foi negativa por 31 meses entre outubro de 2002 e abril de 2005, simultâneo ao movimento de crescimento mais brusco nos preços das casas. A política monetária não pode ser caracterizada como uma das culpadas pela formação da bolha imobiliária, e sim foi uma consequência da bolha ocorrida no mercado acionário nos anos 2000. Portanto ele argumenta que o “erro” foi a condução da política monetária por parte de um banco central que não entendia a situação onde a economia se encontrava e que estava com os olhos voltados para a atividade econômica, de forma a tentar a todo custo prevenir recessão ou deflação que via no aumento dos preços dos ativos um sinal positivo e que continuaria de forma indefinida. Outro ponto que pesa contra a teoria que responsabiliza a política monetária como causadora da bolha é que o período de juros baixos foi de apenas três anos enquanto os preços dos imóveis cresceram por nove anos seguidos, sendo que mesmo no período em que o FED aumentou sua taxa básica de juros em 1999 os preços continuaram a progredir. Além disso as taxas de juros de longo prazo que são as que hipotecas com taxas fixas são atreladas, não responderam na mesma intensidade que a queda da taxa de juros (SHILER, 2009).

O impacto maior do movimento das políticas do FED pode ser correlacionado com a crescente demanda por novos produtos financeiros no Estados Unidos. Boa parte do *boom* no mercado imobiliário resultou dos recursos que surgiram para financiar títulos como *CMO's (Collateralized Mortgage Obligations)*, que gerava um excesso de recursos para os emprestadores que precisavam abusar da criatividade para sustentar a originação de novas hipotecas. Nesse cenário começaram a ganhar destaques novas modalidades como

as hipotecas com taxas ajustáveis que eram mais sensíveis a essas mudanças de taxas de juros, já que em um movimento de queda dos juros a demanda por essa classe de empréstimo aumentava bastante, mas quando as taxas passam a subir o valor necessário a ser desembolsado pelos mutuários aumentava, sendo muitas vezes insustentável gerando um aumento no número de inadimplências (KINDBLERGER; ALIBER 2015).

3.3 A atuação das Agências de *Rating*

Como abordado anteriormente a bolha imobiliária que os Estados Unidos estavam acomodando começou a despertar o interesse geral, o “bolo” crescia continuamente e todos queriam um “pedaço”. Com isso as instituições financeiras se viam em uma situação onde a demanda por crédito estava extremamente elevada, como tanto as pessoas quanto as instituições acreditavam na bolha, novas modalidades de crédito mais flexíveis foram aceitas. Com isso o período de expansão no preço dos imóveis correspondeu a uma época onde eram oferecidas hipotecas sem a necessidade de pagamento do principal (os chamados *interest only*), outros tipos de produtos questionáveis que se proliferaram e empréstimos sem a apresentação de documentação por parte dos mutuários se tornaram comuns.

Com isso as hipotecas que compunham muitas das carteiras de investimentos de fundos de pensão e outros investidores através de *securities* como MBS's continuavam a receber a nota máxima (AAA) das empresas de *rating*, que correspondia a mesma nota dada aos títulos americanos. A mensagem que era passada para os investidores era que a probabilidade de que as pessoas não pagassem suas hipotecas era a mesma de que o governo americano não pagasse seus credores (SHILER, 2009).

A manutenção do rating desses ativos, sendo classificados como completamente seguros, causou um impacto perigoso no setor. Por exemplo se um fundo de pensão que possui muitas restrições com relação aos tipos de investimento em que pode aplicar correlacionados aos riscos atrelados, se depara com a possibilidade de investir em um título de renda fixa como um MBS que tem a mesma qualidade de um título do governo americano ou de outros países sólidos mas apresenta uma rentabilidade levemente superior, esse ativo terá a preferência dos gestores para compor a carteira do fundo. Com isso a fonte de recursos para a geração de novas hipotecas aumenta, os emprestadores têm incentivos a fazer o dinheiro “rodar” (mesmo que com empréstimos de baixa qualidade) e gerar novos instrumentos securitizados que serão vendidos para fundos de pensão, multimercado, entre outros, alimentando a bolha. No momento que a bolha estoura os

cotistas dos fundos de pensão que botaram seu dinheiro em um fundo seguro para garantir sua aposentadoria começam a ter perdas inesperadas e todo o seu planejamento precisava ser revisto.

Outro fator importante é que produtos estruturados recebiam ratings mais favoráveis se comparados com *bonds*, pois as agências de rating recebiam uma taxa maior ao avaliar estes produtos. Dessa forma a demanda por *securities* aumentava já que elas recebiam notas altas que aparentavam demonstrar um baixo risco de crédito exatamente o que gestores estavam procurando para rentabilizar seus fundos, títulos com baixo risco e com uma rentabilidade levemente maior.

3.4 A falta de Regulação ou Regulação ineficiente

Em seu livro Shiller indica que uma das causas mais apontadas é a falha dos reguladores em atuarem em um mercado agressivo de empréstimos.

A partir de 1980 com a aprovação do *Depositary Institutions Deregulatory and Monetary Control Act* passou a ser possível para bancos e instituições financeiras cobrar taxas de juros mais altas que compensassem os custos de *default*. Durante os anos 90 com a ascensão de novas financiadoras de hipotecas como era o caso da New Century, se mostrou necessário expandir o escopo da regulação, o que não ocorreu de fato. Dessa forma estes bancos de investimentos e outros emprestadores não bancários tiveram a oportunidade de evoluir sem enfrentar uma regulação comparável a qual estão sujeitos os bancos comerciais (SHILER, 2009).

3.5 As Inovações Financeiras

A indústria financeira estava em ascensão durante o período, tendo o crescimento de novas instituições como por exemplo a New Century, que não era um banco comercial, mas fornecia crédito para hipotecas. Uma nova tendência que contribuiu para o boom imobiliário e conseqüentemente para a crise de 2008.

As instituições financeiras estavam adotando um modelo de “originar e distribuir” onde eles forneciam crédito, que posteriormente eram securitizados e negociados com outras instituições financeiras, dessa forma era gerada mais liquidez que possibilitava uma maior oferta de crédito. Além disso os bancos estavam acessando o mercado de crédito de curto prazo para se financiar, se mantendo extremamente dependentes deste crédito, e

em caso de deterioração das condições de acesso a esse financiamento talvez não ter saúde financeira para evitar uma insolvência.

Como as hipotecas eram investimentos que seriam pagos ao longo de muitos anos, as vezes até décadas, dessa forma os bancos (ou emprestadores imobiliários) levantavam fundos de curto prazo através de um *asset backed comercial paper*, já que os ativos eram lastreados por ativos (nesse caso hipotecas) onde em caso de *default* o dono do *comercial paper* tinha autonomia para vender os ativos subjacentes. Essa estratégia de emprestar a longo prazo e captar no curto prazo expunha as instituições financeiras ao risco de liquidez de financiamento o que ocorreu com a New Century quando o mercado de crédito se fechou para ela, não permitindo que ela conseguisse rolar sua dívida de curto prazo e honrar com seus compromissos.

A popularização de novos produtos financeiros abriu um mar de possibilidades para investidores aumentarem seus ganhos e conseqüentemente seus riscos. Por exemplo um fundo de pensão que pelo seu regulamento só poderiam investir em ativos de renda fixa do tipo AAA (o que limita as possibilidades de rentabilizar estes fundos), encontraram uma forma de “burlar” seu regulamento investindo na *senior tranche*¹ classificada como AAA de um MBS que tinha classificação BBB (BRUNNERMEIER, 2009).

¹ Senior tranche representava a parte dos MBS menos expostas ao risco de crédito, já que os primeiros pagamentos de hipotecas que compunham o portfólio eram todos direcionados a essa *tranche*.

4. NEW CENTURY E O MERCADO FINANCEIRO E IMOBILIÁRIO

4.1 A importância da New Century

Para entender melhor a relevância do Caso New Century, é importante revisarmos alguns aspectos relevantes da economia americana no fim dos anos noventa quando esta foi fundada e início dos anos 2000 quando a companhia atingiu seu auge e declinou rapidamente até seu trágico fim.

Neste capítulo vamos apresentar as características principais do mercado imobiliário americano no período, buscando entender o papel da New Century para o crescimento deste setor, a indústria de fundos de investimento no período e como a companhia se relacionava com elas e o setor de “*Mortgage Lenders*” dando ênfase em qual era a posição da New Century nesse setor e compreendendo um pouco os seus principais concorrentes.

Após o panorama geral vamos focar na companhia especificamente, entendendo sua história, gestão e operação.

Somente entendendo os detalhes e o contexto pode-se perceber a importância deste caso para a evolução da crise e o porquê este é considerado o marco zero. Aquele momento onde a crise financeira afeta e invade à economia real.

4.2 Os *Hedge Funds*

A indústria de *Hedge Funds* se expandiu muito no início do novo milênio, no fim dos anos 90 existiam apenas 515 *Hedge Funds*, com menos de 500 bilhões de dólares sobre gestão. Após a bolha da internet no início dos anos 2000 e consequente perda experimentada por investidores (por exemplo o Standard & Poor’s 500 caiu cerca de 38% no período entre março de 2000 e outubro de 2002), enquanto os *Hedge Funds* conseguiram mitigar essas perdas e performar melhor que o mercado. Dessa forma, através de uma estratégia de proteção do portfólio, e se movendo na direção contrária do mercado os Fundos pareciam ter descoberto a fórmula de gerar valor independente das condições de mercado. Aliado a isso, durante o período as taxas de juros estavam caindo, tornando mais barato para essas instituições tomarem dinheiro emprestado e consequentemente se alavancar montando posições maiores e assim amplificar seus retornos. A partir de 2002 com a retomada do crescimento global e queda dos retornos dos títulos de renda fixa, o fluxo de recursos para fundos de investimento começou a se

expandir, os investidores ansiosos por maiores retornos começaram a trocar aplicações mais tradicionais e conservadoras por estratégias mais arrojadas. A maior demanda e disponibilidade de capital fez com que a indústria de fundos crescesse de forma acelerada nos anos 2000, sendo que no final de 2005 haviam mais de dois mil e duzentos *Hedge Funds* pelo mundo gerenciando quase 1,5 trilhões de dólares, sendo responsáveis por mais de 20% do volume de ações negociadas nos EUA e 80% em alguns mercados de dívidas e derivativos. Esse período de expansão dos fundos de investimento, fez com que o setor financeiro estivesse crescendo mais rápido que a própria economia americana, de forma que nos anos 80 as instituições financeiras eram detentoras de aproximadamente 15% dos lucros nos EUA, enquanto em 2005 esse número subiu para 25% (ZUCKERMAN, 2009).

4.3O Mercado Imobiliário Americano

Após os ataques às torres gêmeas em 2001 a economia americana e principalmente o mercado imobiliário deu sinais de oscilação. Na tentativa de aquecer a economia como um todo o *Federal Reserve* foi agressivo em sua política monetária com a redução de taxas de juros que iniciou o ano de 2001 em 6,5% e chegou a atingir 1% na metade de 2003, tornando os vários tipos de dívida e crédito mais baratos, simultaneamente o movimento de queda de juros no período foi uma tendência mundial.

É importante notar que é cultural dos americanos a noção de ser dono de sua própria casa, faz parte do “*American Dream*”. Até meados do século passado, existia uma aversão por parte dos americanos em contrair dívida, de forma que contrair empréstimos para itens que não fossem a aquisição de um automóvel ou um imóvel era extremamente incomum, somado a isso o fato de que para se conseguir uma hipoteca era necessária uma entrada de 20% do valor do imóvel, deixava o sonho de ser um “*homeowner*” apenas para as pessoas mais estruturadas financeiramente.

Esse jogo começou a virar com um trabalho de convencimento que foi feito para mudar a aversão a dívida das pessoas, um bom exemplo é o comercial da *Master Card*, que tenta estimular o consumo pregando que certas experiências não têm preço. Em complemento a isso em 1977 foi inventada em Wall Street a securitização, onde um amontoado de empréstimos era reunido pelo fornecedor de crédito e revendido para outros investidores, transferindo o risco e gerando liquidez sendo assim possível gerar mais empréstimos de forma a expandir a oferta de crédito.

Como dito anteriormente os americanos tem essa estima de ser donos de suas próprias residências, e o governo americano fez o possível para tornar esse sonho possível, através

da adoção de políticas estimulantes, como por exemplo tornar os juros pagos em hipotecas dedutíveis no imposto de renda. Além de criar facilidades fiscais para os mutuários, também houve uma mudança de postura de forma que pessoas com pior nível de crédito passaram a ter mais facilidade em contratar um crédito imobiliário. Em 2000 por exemplo haviam mais de 160 Bilhões de dólares alocados em empréstimos *Subprime*, o que representava mais de 11% do número total de hipotecas contra 4% em 1993 de acordo com a *Mortgage Bankers Association* (ZUCKERMAN, 2009). Os preços das casas continuavam a subir após 2001, amparados por crédito mais barato, a economia estava bastante segura, desemprego baixo, imigração intensa e limitação de oferta de novas terras para construção. Foi verificado um aumento real no preço dos imóveis nos Estados Unidos de 85% entre os anos de 1997 e seu pico em 2006 (SHILER, 2009).

Esse aumento contínuo nos preços dos imóveis deu a falsa sensação de que a tendência seria eterna para os emprestadores. As instituições financeiras que se encontravam ávidas por lucros, em um ambiente onde a renda fixa remunerava muito pouco, viram no crédito imobiliário uma boa forma de amplificar seus retornos. Com o maior apetite por riscos, essas instituições passaram a abaixar seus padrões emprestando assim mais dinheiro e se amparando na contínua subida dos preços e queda dos juros, já que se um mutuário tivesse problema com sua hipoteca, refinar não seria um transtorno.

O ímpeto pelos maiores retornos, gerou uma grande quantidade de novas formas imprudentes de financiamento hipotecário. Além dos já citados empréstimos *ARM's* extremamente populares quando se falam de hipotecas *Subprime*, tivemos também os *Piggyback Loans* onde o mutuário não precisava desembolsar uma taxa de entrada para adquirir um imóvel. Havia também os *Liar Loans* onde a renda declarada pelo candidato ao empréstimo era tomada como verdade pelo credor sem necessidades de comprovantes ou extratos bancários, além dos já citados empréstimos *Ninja*. A oferta de crédito era tão elevada que muitas pessoas conseguiam um empréstimo em valores até um quarto maiores que o valor do imóvel desejado, de forma que o restante do dinheiro poderia ser usado para despesas discricionárias e supérfluas. Em 2005 quase um quarto das hipotecas eram feitas sem a necessidade de um pagamento de entrada, frente a apenas 3% em 2001. Mais de 40% dos empréstimos tinham documentação limitada contra 27% quatro anos antes. A interseção (empréstimos sem entrada e com documentação limitada) correspondiam a apenas 1% em 2001 em 2005 já representavam 12 % de todas as hipotecas. As próprias hipotecas serviam como colateral para a contração de novos

empréstimos, como o valor de mercado destes ativos estavam subindo de forma ininterrupta era possível usá-lo como uma forma de acesso a mais crédito devido ao aumento de seu patrimônio (ZUCKERMAN, 2009).

4.4. O Setor de Crédito Imobiliário

Os anos 1990 ficaram marcados como um período de ascensão do mercado imobiliário alavancado pelos empréstimos do tipo *subprime*, que por serem mais arriscados acabavam tendo uma taxa de remuneração mais alta. Esse crescimento das hipotecas *subprime* foi impulsionado pela sofisticação do mercado de capitais, em períodos de taxas de juros mais baixas a necessidade por produtos financeiros como os *Mortgage Backed Securities* que remunerassem melhor que os títulos públicos, mas apresentassem um baixo risco de crédito, amparados pela diversificação dos empréstimos que compunha a carteira que era vendida e o crescimento do setor real da economia no qual era interligada. Nesse sentido surgiu a New Century explorando as circunstâncias que permitiam os originadores de hipotecas, securitizar e vender os empréstimos transferindo o risco para outros investidores e ganhando liquidez para gerar novos empréstimos. Adicionalmente nos anos 80 a legislação de “Teto” das taxas de empréstimo foi abolida, o que permitiu as instituições financeiras cobrarem uma taxa de juros mais alta e emprestar a credores com nível de risco mais elevado. A Tax Reform Act de 1986 permitiu que os indivíduos deduzissem os juros pagos em suas hipotecas. Portanto a combinação de mudanças na legislação, taxas de juros extremamente baixas, aumento nos preços dos imóveis e proliferação de crédito imobiliário menos tradicionais impulsionou o crescimento do setor de crédito imobiliário (PALEPU; SRINIVASAN; CORNELL, 2009).

Para entendermos melhor o papel da New Century na indústria é interessante entender o setor como um todo. De forma mais geral o setor de crédito imobiliário foi uma área da economia que teve grande crescimento no período citado acima, era um setor muito pulverizado onde os principais *players* eram grandes bancos como Wells Fargo, JP Morgan e Bank Of America que estavam entre os 5 maiores originadores de hipotecas em 2006, mas mesmo assim os 3 somados detinham apenas cerca de 13% de *Market Share*. É importante destacar ainda a *Countrywide Financial* que era líder no setor de hipotecas em 2006 tendo cerca de 6,74% de *Market Share* e cerca de 175 Bilhões de dólares em

financiamentos imobiliários, curiosamente essa empresa se envolveu em um escândalo de cunho político quando a companhia foi acusada de comprar apoio político através de facilidades em créditos imobiliários para aqueles que estavam no FOA (*Friends of Angelo*²). Em 2008 a *Countrywide* foi comprada pelo *Bank Of America*. A *New Century* era apenas a 10ª maior emissora de hipotecas em 2006 com cerca de 1,6% de *Market Share*, mas seu destaque vinha por ser uma das líderes no “subsetor” que era o de hipotecas *Subprime*.

Este representava uma parte ínfima do total de hipotecas no mercado americano nos anos 90, entretanto entre 2001 e 2006 o número de empréstimos Sub-Prime cresceu cerca de 216% de 190 Bilhões para 600 bilhões passando a representar 20,1% do número total de hipotecas contra 8,6% em 2001 (PALEPU; SRINIVASAN; CORNELL, 2009). Nessa subindústria tínhamos como principais destaques a HSBC Finance braço do grupo HSBC com sede em Illinois, enquanto na Califórnia tínhamos a *New Century* e *Countrywide* que eram a segunda e terceira respectivamente maiores originadoras de crédito Sub-Prime.

Vamos dar um espaço especial a *Countrywide* antes de entrar especificamente na *New Century*, para representar como funcionava o mercado de crédito imobiliário pré-crise nada melhor do que buscar retratar através da empresa líder do setor. A jornada da *Countrywide* para se tornar a maior fornecedora de hipotecas dos Estados Unidos incluía agressividade na qual a empresa buscava atrair novos clientes, abordagem via telefone com a promessa de garantir o melhor negócio possível para os clientes fazia parte da estratégia ofensiva da companhia. Na prática a empresa os empréstimos oferecidos acabavam tendo um alto custo para o cliente, motivados pelas altas comissões recebidas por seus vendedores e busca incessante pelos lucros e consequentemente alta do preço das ações da corporação tornando seus executivos presença recorrente na lista de maiores remunerações dos EUA. O resultado dessas práticas pode ser visto quando o mercado passou a desacelerar, até 30 de junho de 2007 cerca de 25% dos empréstimos *Subprime* que a *Countrywide* concedia estavam em atraso, um aumento de dez pontos percentuais em relação ao mesmo período no ano passado, e quase 10% dos empréstimos estavam atrasados em mais de 90 dias enquanto em 2006 esse valor era de 5,35%. E esses números são explicados pela irresponsabilidade na hora de conceder empréstimos, a lista de modalidades arriscadas oferecidas incluem cerca de 45% dos empréstimos serem do tipo ARM's, o fato de a *Countrywide* emprestar mesmo para credores com FICO Score abaixo

² Angelo Mozilo → Fundador e CEO da *Countrywide Financial*

de 500, empréstimos a clientes que atrasavam mais de 90 dias o pagamento de suas atuais hipotecas nos últimos 12 meses além dos *Piggyback Loans* onde os mutuários não precisavam desembolsar seus recursos. Esse tipo de comportamento era estimulado pelo fato dos empréstimos podres serem muito mais rentáveis, estes em 2006 geravam uma margem de lucro de 1,84% contra 1,07% dos *prime loans*.

As companhias desse setor operavam em 3 diferentes linhas de negócios, a primeira era chamada *loan origination* onde era feito o processo de captação de clientes, análise das aplicações e financiamento das hipotecas. A segunda linha de business era *Loan Securitization* onde essas empresas juntavam as hipotecas através de uma SPE, as transformando em um único ativo securitizado que era revendido para instituições financeiras, que passavam a receber o fluxo de caixa oriundo dos pagamentos das hipotecas. E a última área de atuação era *Loan Servicing* onde eram recolhidos os rendimentos das hipotecas e transferindo a renda para quem adquiriu o *securitie*, além de outras despesas como seguros e impostos.

Um exemplo prático da agressividade que ditava o tom na busca de novos clientes por parte dos *subprime mortgage lenders* foi retratado em um comercial da *Americanquest* que passou durante o superbowl³ onde uma mulher cai no colo de um homem após uma turbulência em um avião, com a seguinte mensagem “Não julgue tão rápido, nós não vamos”, deixando claro que a companhia não iria se ater a simples métricas de classificação de risco como o FICO SCORE para negar um empréstimo a possíveis candidatos.

Durante os anos 80 o Nova Yorkino, Angelo Mozilo foi um dos grandes nomes da indústria de empréstimos hipotecários, e passava a seus funcionários como vender hipotecas de forma eficiente, mas sempre focando nos tipos tradicionais. Com a ascensão de novos *players* como a New Century, e seus resultados expressivos, Mozilo deu o braço a torcer e passou a adotar práticas menos convencionais para expandir seu *Market share* e amplificar seus retornos. Dessa forma nos anos 2000 a Countrywide se estabeleceu como a maior prestadora de hipotecas dos EUA. Para ilustrar a situação em 2004 os empréstimos do tipo *ARM's* representavam quase metade das hipotecas totais da companhia, enquanto em 2003 esse valor era de apenas de 18%, os empréstimos *subprime* eram 11% do total, um aumento de 6 pontos percentuais em relação ao ano anterior (ZUCKERMAN, 2009).

³ Superbowl é a final do futebol americano, evento onde o segundo de publicidade comercial é o mais caro do mundo.

4.5O início da New Century

Brad Morrice, no início dos anos 90 trabalhava para uma originadora de hipotecas no sul da Califórnia, quando percebeu que o preço dos imóveis estava explodindo e decidiu ao lado de seus dois sócios, Robert Cole e Edward Gostchall investir três milhões de dólares e assim fundar a New Century, nome que insinuava a tendência dos novos tempos e a intenção da companhia recém fundada, explorar um mercado consumidor de indivíduos com pouco acesso a crédito que eram ignorados pelos grandes bancos. A proposta da New Century era simples e muito interessante, oferecer crédito a indivíduos com histórico ruim de crédito ou nenhum histórico, a taxa de juros mais elevadas securitizando os empréstimos e revendendo a outros investidores como *Hedge Funds* e fundos de pensão. Aparentemente a New Century tinha uma proposta inovadora que iria melhorar todos os envolvidos no processo, novos indivíduos realizariam o sonho da casa própria graças a oportunidade de crédito que a New Century oferecia a eles, a New Century conseguia gerar lucro se aventurando em um mercado pouco explorado, de forma a ter um negócio relativamente seguro já que o risco era transferido para outros investidores, que por sua vez conseguiam um novo produto com retornos mais elevados, já que a securitização diminuía os riscos individuais das hipotecas e as taxas elevadas de juros atreladas a cada hipoteca compensavam as perdas de *default*.

Em 1997 os 3 sócios, decidiram abrir o capital da companhia, empolgados com a ascensão do mercado imobiliário. A companhia então começou a fazer parcerias com corretores independentes, que buscavam clientes, apresentando os tipos de empréstimos que a New Century oferecia, dessa forma após a captação enviavam a documentação dos clientes para os executivos avaliarem e assim conceder ou não o crédito, em caso positivo os corretores recebiam uma comissão pela condução do processo inicial, como os padrões de julgamento da New Century estavam longe de ser o mais rigorosos e a companhia julgava de forma rápida os potenciais clientes ela se tornava muito atraente para o *brokers* fazerem parcerias.

A regulação (ou falta dela) deu margem para a New Century continuar crescendo e se tornar a segunda maior *subprime lender* competindo com a Countrywide de Mozilo e a HSBC Holdings PLC, braço do gigante banco. O sucesso da empresa fez com que o lendário gestor, David Einhorn se tornasse um dos grandes acionistas da empresa e participasse do *board* da companhia.

Em 2005 quase 30% dos empréstimos concedidos pela New Century eram do tipo

Interest Only, onde os mutuários pagavam nas primeiras parcelas apenas os juros do empréstimo, ao invés de pagar principal mais os juros, além disso cerca de 40% das hipotecas da New Century eram concedidas sem a verificação de documentos, apenas sendo analisada a renda declarada (ZUCKERMAN, 2009).

Em 1995 quando a New Century começou as hipotecas *Nonprime* representavam apenas 1% do total das hipotecas americanas, dez anos depois da revolução causada pela New Century elas correspondiam a aproximadamente um quarto do total (ZUCKERMAN, 2009).

4.6 Os Fundadores da New Century

A New Century foi uma companhia fundada em 1995 por Brad Morrice, Edward Gotschall e Robert Cole que já tinham experiência no ramo hipotecário tendo os três trabalhado na *Plaza Home Mortgage*. A New Century originalmente atuava como uma empacotadora de hipotecas, ela buscava potenciais clientes para oferecer crédito imobiliário, securitizava e vendia os empréstimos a outros investidores.

Edward Floyd Gotschall nascido e criado em Ohio, se formou em contabilidade pela Arizona State em 1979. Iniciou sua carreira na Touche Ross (que posteriormente se tornou a consultoria Delloite) e posteriormente passou a seguir carreira no setor de crédito imobiliário sendo um dos fundadores da Option One onde foi CFO e posteriormente na Plaza Home Mortgage onde também foi CFO. Em 1995 co - fundou a New Century assumindo a posição de COO da empresa até 1998 quando se tornou CFO da companhia, posição que ocupou até 2004 quando se tornou *Vice Chairman*. Edward faleceu em 2009 aos 53 anos.

Brad Morrice formado em economia e Psicologia pela Claremont McKenna College, graduado em direito por Berkeley uma das instituições mais renomadas do mundo e com MBA em Stanford, após atuar em algumas firmas de advocacia iniciou sua carreira no setor de crédito imobiliário na Plaza Home Mortgage onde chegou a presidência da companhia de 1993-1995 quando saiu para fundar a New Century. Na New Century, Morrice foi o CEO da companhia. Atualmente atua no setor de *Venture Capital* na Harley Laguna Beach onde foi um dos fundadores.

Robert K Cole possui MBA pela Wayne State University, foi presidente de operações da NBD Bancorp, foi diretor da Option One Mortgage, presidente da Plaza Home Mortgage Corporation, e *chairman* do conselho de diretores da New Century, além de ter sido diretor da companhia desde novembro de 1995.

4.7 Uma breve história da New Century

A companhia um ano após sua fundação já tinha originado mais de USD 350MM em empréstimos. Em junho de 1997 a empresa se tornou uma companhia de capital aberto, foi lançada na bolsa da NASDAQ, sendo negociada a um preço em torno de 10 dólares. A ação da companhia vinha sendo negociada na mesma faixa de preço até dezembro de 2001, quando a ação passou a subir. Nesse ano a companhia excedeu os 6,2 Bilhões de dólares em *Subprime Mortgages*. A empresa continuou em um ritmo de crescimento muito acelerado no período entre 2001 e 2004 com retornos anuais em torno de 70%, fazendo com que sua ação chegasse ao pico histórico no valor de USD 63,91 no final de 2004. Nesse mesmo ano a empresa se tornou uma “*Real State Investment Trust*” passando a ser negociada na bolsa de Nova York (*New York Stock Exchange*). Em 2006 a companhia começou a dar sinais aos investidores de que passava por um momento de turbulência, o lucro líquido caiu aproximadamente 34% em relação ao ano anterior e não foi publicado um balanço auditado referente ao ano fiscal de 2006. O ano seguinte foi marcado pelos últimos suspiros da companhia, começando pela reestruturação anunciada no final de janeiro, quando foi a público divulgar que os balanços e demonstrações financeiras referentes ao ano de 2006 estavam sendo calculadas erradas. Em 7 de fevereiro foi anunciado que seriam corrigidas as demonstrações financeiras, divulgando um prejuízo no último quarto do ano em oposição ao lucro que havia sido reportado. No dia seguinte as ações da corporação fecharam em uma queda de 36% em comparação com o dia anterior, fechando o dia sendo negociada por 19,24 dólares. Em 2 de março (importante notar que era uma sexta feira) a companhia informou que não apresentaria seu relatório anual 10-K⁴ referente ao ano fiscal de 2006 em tempo, e solicitou a seus credores uma flexibilização nos *covenants*, para continuar acessando o mercado de crédito de curto prazo. Na segunda feira, 5 de março a ação terminou o dia sendo negociada a 4,56 dólares, representando que em um mês houve uma queda de aproximadamente 83% do valor de mercado da companhia. Em 8 de março, a empresa parou de fornecer crédito para novos empréstimos e declarou que não teria como pagar cerca de 70 milhões de chamada de margem de um total de 150 milhões, desenlace da crise de liquidez que a empresa estava enfrentando por não conseguir acessar o mercado de crédito de curto prazo, já que

⁴ Relatório anual exigido pela SEC, com um resumo das informações do desempenho financeiro da empresa.

apresentava dificuldades de cumprir com os *covenants* acordados. No dia 13 de março a empresa foi removida da *New York Stock Exchange*. E no dia 2 de abril de 2007 a New Century declara falência pelo capítulo 11 da legislação americana. No dia 24 de maio, a empresa anuncia ainda que os resultados de 2005 estavam errados (PALEPU; SRINIVASAN; CORNELL, 2009).

4.8 A gestão corporativa da New Century:

4.8.1 A Estratégia Corporativa

As estratégias principais adotadas pela companhia segundo o seu relatório anual do ano de 2005, 10 anos após sua fundação e a consolidação de seus negócios eram:

Aumentar o volume de hipotecas retidos em sua carteira (*Loans Held for investment*), com o intuito de aumentar o resultado financeiro da empresa (*interest income*). A companhia considerava a melhor estratégia ela própria originar as hipotecas, ao invés de adquirir de uma outra empacotadora de hipotecas *ou SPE*⁵, já que deste modo ela teria mais confiança sobre os empréstimos que compõe sua carteira e minimizaria os custos das operações.

Ampliar os produtos oferecidos e as formas de distribuição de hipotecas: Com intuito de aumentar a participação de mercado da companhia e expandir a receita da companhia para os próximos anos, a New Century adquiriu em 2005 a RBC Mortgage (Que tinha gerado mais de 200 milhões de dólares em hipotecas, e era a 18ª maior companhia de empréstimo imobiliário de Atlanta).

Aumentar a produtividade e redução de custos operacionais, de forma a consolidar a posição da empresa frente a seus concorrentes.

Fazer a gestão ativa do portfólio de hipotecas da companhia, os gestores estavam buscando sempre manter o nível de risco retorno associado aos empréstimos concedidos a companhia, com uma estratégia de hedge que visava reduzir a exposição da carteira as variações das taxas de juros, resultado de parte dos ativos estarem atrelados a taxas de juros fixas, e os ativos a taxas de juros variáveis.

4.8.2 A Gestão de Portfólio

A New Century mantinha uma parte de seus empréstimos, como investimentos em sua carteira na forma de *Collateralized Mortgage Obligations*. Com isso a empresa, receberia o fluxo de caixa pago pelos mutuários, de forma a gerar uma receita financeira

⁵ SPE é *Special Purpose Entity*

oriunda do pagamento de juros por parte dos mesmos, a empresa neste caso ficava exposta ao risco de crédito por parte dos mutuários. Outra parte importante da receita financeira da companhia vinha da diferença entre os juros acordados nos empréstimos e os juros que deveriam ser pagos aos *bondholders* dos ativos lastreados pelas hipotecas da New Century. As taxas de juros relativa a esses ativos costumavam ser atreladas a LIBOR, de forma que um aumento nesta taxa resultava em uma redução da receita financeira de juros e o valor de mercado dos empréstimos.

A empresa adotava a estratégia de financiar seu portfólio de hipotecas via alavancagem, utilizando a meta de manter um nível entre 12 e 14 vezes do *equity* da companhia como um todo.

4.8.3 A Política de Hedge

A empresa usava diferentes estratégias para mitigar os riscos a que eles estavam expostos, como contratos futuros de Euro Dólar, futuros e Swaps de juros. Essa política visava preservar o valor de mercado dos ativos e fluxo de receita da empresa mesmo em cenários desfavoráveis para a empresa principalmente relacionados a taxas de juros. Sendo vedada a utilização dos derivativos apenas para a proteção de carteira.

4.8.4 As Política de Financiamento

A política de financiamento da companhia, previa que a empresa poderia adotar medidas de aumento de caixa, via emissões de novas ações, dívida ou retenção de recursos gerados no período anterior (respeitando as normas de distribuição de dividendos).

4.8.5 As Operações

A companhia operava desde sua fundação como uma “empacotadora de hipotecas”, basicamente buscando clientes e oferecendo financiamento hipotecário, gerando assim uma carteira de empréstimos que era securitizada e vendida a outros investidores. A New Century possuía dois departamentos de empréstimos:

The Wholesale Loan Division: Essa área que seria algo como os empréstimos por atacado, estava presente em dezenove estados americanos espalhados em trinta e três escritórios onde trabalhavam cerca de mil *account executives* que eram os responsáveis pela aprovação dos empréstimos oferecidos em associação com aproximadamente 50.000 corretores imobiliários. Essa divisão era responsável por cerca de 85% dos empréstimos da companhia. A *whole sale loan division* operava com o nome de New Century

Mortgage Corporation, e se destacava pela eficiência e velocidade, onde através do *website* um corretor emitia uma proposta de financiamento e geralmente recebia a aprovação (ou não) dentro de doze segundos. Durante o ano de 2005 a divisão originou cerca de 49,2 bilhões de dólares em hipotecas, em torno de 87,7% do total da New Century. A quantidade de *brokers* que contribuía para a divisão era extremamente pulverizada, de forma que, a New Century aprovou solicitações de mais de quarenta e sete mil corretores diferentes, sendo que os dez “principais” agentes da companhia representavam apenas 5,6% dos empréstimos gerados. O trabalho do corretor era o de identificar os clientes e auxiliar no preenchimento da solicitação, reunindo toda a documentação servindo de ponte entre o mutuário e a New Century, fazendo com que a empresa através dos corretores gerasse um maior volume de empréstimo e captasse mais clientes, sem incorrer de custos de marketing e mão de obra fixa, já que a procura e abordagem era feita totalmente pelos *brokers* cabendo a New Century além de julgar os pedidos de crédito apenas definir as taxas de juros e forma de financiamento.

A tabela abaixo retirada do balanço de 2005 publicado pela New Century tem as informações a respeito dos empréstimos gerados pela *Wholesale Division* durante o ano de 2005.

Figura 3: Informações dos empréstimos gerados pela *Wholesale loan Division* em 2005

The following table sets forth selected information relating to loan originations and purchases through our Wholesale Division during the periods shown:

	For the Quarters Ended			
	March 31, 2005	June 30, 2005	September 30, 2005	December 31, 2005
Principal balance of originations and purchases (in thousands)	\$9,073,489	12,131,216	14,859,085	13,160,531
Average principal balance of loans originated and purchased (in thousands)	\$ 185	184	185	187
Combined weighted average initial loan-to-value ratio(1)	81.3%	81.8%	81.4%	80.8%
Percent of loans secured by first mortgages	94.9%	93.3%	93.0%	92.9%
Property securing mortgage loans:				
Owner occupied	92.7%	93.9%	94.4%	93.7%
Non-owner occupied	7.3%	6.1%	5.6%	6.3%

(1) Weighted average LTV is the LTV of the first lien mortgages and combined LTV of the second lien mortgages.

Fonte: Resultado Financeiro da New Century (2005).

http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/73/73989/reports/NEW2005AR.pdf

O operacional desta divisão funciona no seguinte processo: O corretor identificava um potencial cliente e fazia o cadastro dele no site da New Century, onde a proposta de empréstimo seria encaminhada para o centro de operação mais próximo onde seria

analisado em questões de *compliance*, após isso dentro de 24 horas sairia a resposta aprovando ou não a solicitação de crédito, em caso de retorno positivo a New Century emitia uma lista de solicitações para os corretores apresentarem como por exemplo a indicação de um fiador ou verificações de crédito. Após essa etapa os executivos da New Century trabalhavam diretamente com o corretor para acertar os detalhes da subscrição. O processo costumava levar em torno de trinta dias para ser finalizado.

The Retail Mortgage Loan Division: Era uma área voltada a busca direta por clientes, contando com cerca de duzentos e trinta e cinco escritórios em trinta e cinco estados americanos além de uma unidade de telemarketing, operando sob o nome de Home 123 Corporation essa área “dispensava” os corretores imobiliários e trabalhava de forma mais agressiva para captar novos compradores, buscando se conectar com os possíveis clientes através de diversas mídias como rádio, e-mail, telemarketing, comerciais de televisão e propagandas na internet. Essa área, foi responsável em 2005 por gerar aproximadamente 6,9 bilhões de dólares em hipotecas, o que representava 12,3% do total originado pela companhia.

Figura 4 – Empréstimos gerados pela *Retail Loan Division* em 2005

The following table sets forth selected information relating to loan originations through our Retail Division during the periods shown:

	For the Quarters Ended			
	March 31, 2005	June 30, 2005	September 30, 2005	December 31, 2005
Principal balance of originations and purchases (in thousands)	\$1,178,078	1,312,954	1,852,513	2,540,375
Average principal balance of loans originated and purchased (in thousands)	\$ 147	151	154	159
Combined weighted average initial loan-to-value ratio(1)	78.5%	78.9%	78.8%	78.7%
Percent of loans secured by first mortgages	98.8%	98.2%	96.7%	94.7%
Property securing mortgage loans:				
Owner occupied	96.6%	96.9%	95.9%	94.8%
Non-owner occupied	3.4%	3.1%	4.1%	5.2%

(1) Weighted average LTV is the LTV of the first lien mortgages and combined LTV of the second lien mortgages.

Fonte: Resultado Financeiro da New Century (2005).

http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/73/73989/reports/NEW2005AR.pdf

Figura 5- Distribuição geográfica das hipotecas financiadas pela *New Century* no período entre 2003 e 2005.

O gráfico abaixo representa a distribuição das hipotecas financiadas pela New Century, nos períodos abaixo:

Geographic Distribution

The following table sets forth by state the aggregate dollar amounts (in thousands) and the percentage of loans we originated or purchased for the periods shown:

	For the Years Ended December 31,					
	2005		2004		2003	
California.....	\$20,956,373	37.35%	17,356,938	41.13	11,228,322	41.01
Florida.....	4,863,876	8.67	2,673,481	6.33	1,653,316	6.04
New York.....	3,179,280	5.67	2,630,074	6.23	1,632,744	5.96
Arizona.....	2,228,800	3.97	810,231	1.92	326,349	1.19
New Jersey.....	2,203,526	3.93	1,484,548	3.52	885,513	3.23
Texas.....	2,145,907	3.82	1,552,140	3.68	1,135,005	4.15
Illinois.....	1,841,152	3.28	1,314,726	3.11	1,230,530	4.49
Massachusetts.....	1,738,268	3.10	1,303,383	3.09	943,160	3.45
Nevada.....	1,444,757	2.58	1,053,166	2.50	315,799	1.15
Maryland.....	1,315,028	2.34	843,577	2.00	488,052	1.78
Other.....	14,191,274	25.29	11,177,376	26.49	7,544,048	27.55
Total.....	<u>\$56,108,241</u>	<u>100.00%</u>	<u>42,199,640</u>	<u>100.00</u>	<u>27,382,838</u>	<u>100.00</u>

Fonte: Resultado Financeiro da New Century (2005).

http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/73/73989/reports/NEW2005AR.pdf

Importante notar que aproximadamente três quartos dos empréstimos originados pela New Century eram do tipo *ARM's* sendo esses caracterizados por serem mais arriscados devido à incerteza relacionada a política monetária, de forma que em um ambiente com aumento da taxa de juros os empréstimos se tornavam mais caros para os devedores. Além disso a empresa também oferecia os extremamente arriscados empréstimos do tipo *Interest Only*, onde os mutuários pagavam apenas os juros referentes ao empréstimo o que apresentava um risco maior para o credor, já que o valor do principal não era amortizado. A média do FICO SCORE entre 2004-2006 dos empréstimos da New Century era de 632, (onde o máximo era 800) de forma que se um indivíduo tinha FICO SCORE de 620 ele já era considerado de alto risco (PALEPU; SRINIVASAN; CORNELL, 2009).

Após a aprovação, as hipotecas permaneciam na carteira da New Century entre trinta e noventa dias, quando eram securitizadas ou vendidas. A empresa, portanto, necessitava capital de giro neste período e acessava o mercado de crédito de curto prazo para manutenção de liquidez no período, sendo necessário se ater a um grau máximo de endividamento (PALEPU; SRINIVASAN; CORNELL, 2009).

4.8.5.1 Whole Loan Sales: Os compradores das hipotecas da New Century, precificavam o ativo que seria comprado após analisar aproximadamente um quarto das hipotecas que compunham a carteira. Após a análise os investidores poderiam remover uma parte das hipotecas que estavam presentes na carteira. A New Century vendia os

empréstimos a um valor acima do par⁶ já que a taxa de juros paga pelos *home owners* era mais alta que a taxa que a *New Century* vendia o MBS para os investidores. Caso houvesse um *default* em uma das três primeiras parcelas de uma hipoteca, seja por motivos de fraude ou de superestimação do valor do imóvel usado como colateral, a *New Century* era obrigada por contrato a recomprar esse empréstimo. Esses empréstimos voltavam para a carteira da *New Century* e eram revendidos com desconto chamados nas demonstrações contábeis de “*Scratch and Dent*” (PALEPU; SRINIVASAN; CORNELL, 2009).

A companhia tinha necessidade por questões relacionadas as normas contábeis de estabelecer reservas para a recompra de empréstimos. *New Century* estimou o valor de recompras futuras baseado nos empréstimos negociados nos três meses anteriores e na taxa histórica de recompra.

4.8.5.2 Securitization Structured as sales: A *New Century* amontoava os empréstimos para uma *Special Purpose Entity* (SPE) que era encarregada de securitizar os empréstimos e revender para novos investidores. *New Century* então oferecia um seguro chamado *Credit enhancement*, no caso de as hipotecas não gerarem o fluxo de caixa esperado. O risco de calote da primeira tranche então pertencia a *New Century*, que receberia o valor referente ao seguro após o pagamento do principal, juros tarifas e outras despesas operacionais da SPE. Esse fluxo de caixa esperado e os pagamentos recebidos pelo “seguro” eram o “residual interest”. A *New Century*, portanto, securitizava e vendia o fluxo de caixa que seria gerado como *Net Interest Margin Securities* (NIMS), mas mantinha a parte referente a *residual interest* como um ativo no seu balanço. Mas de acordo com as normas contábeis quando vendidos os empréstimos que tinham sido securitizados seriam removidos do balanço, mas os juros residuais seriam mantidos. Dessa forma na Demonstração de Resultados do Exercício, a venda do ativo securitizado iria aparecer como receita de venda. De acordo com o U.S. GAAP (FAZ 140), os *residual interest* deveriam ser precificados a valor de mercado. Como não havia mercado para compra e venda de juros residuais, a *New Century* precificou eles trazendo a valor presente do fluxo de caixa esperado. Sendo necessário estimar as taxas de desconto, *prepayment rates*, e as perdas esperadas (*Default* por parte dos proprietários) (PALEPU; SRINIVASAN; CORNELL, 2009).

⁶ *Premium recapture*: Como era chamado o valor acima do par o qual a *New Century* vendia seus empréstimos a outros investidores.

4.8.5.3 Securitizations structured as financings: Começou em dois mil e três como nova forma de negócios da New Century, onde eles passaram a securitizar e reter os empréstimos securitizados em seu balanço como ativos, classificando com “*Mortgage Loans held for investment*” (LHFI). A empresa recebia então os pagamentos coletados dos proprietários das casas (Entrava na DRE como interest income) e pagavam juros aos *Bondholders* o que saía (aparecia como interest expenses na DRE). Dessa forma o diferencial entre os juros recebidos e os juros que eram pagos permitiu a criação da *Allowance for Loan Losses* (ALL) que era uma reserva para as possíveis perdas dos *securities* que eram mantidos em carteira. O ALL era calculado mensalmente a perda potencial dos LHFI nos próximos 18 meses, de acordo com a projeção de *default*, *prepayment rates*, e as taxas de juros. As provisões de perda eram contabilizadas e as perdas realizadas eram cobertas pela ALL (PALEPU; SRINIVASAN; CORNELL, 2009).

4.9O Conselho de Administração

O conselho da New Century em março de 2007 era composto por 11 membros. Destes estavam incluídos os três fundadores além de 8 membros.

Os oito membros independentes eram:

Marilyn A. Alexander (Auditoria, finanças, governança e Relação com investidores)

Graduada em filosofia e psicologia por Georgetown e com MBA pela Wharton School da Universidade da Pensilvânia, teve experiência profissional na Marriott Corporation e na Walt Disney além de participar de outros conselhos.

Harold A Black (Compensação e Relação com Investidores)

Formado em Business pela universidade da Georgia e com doutorado pela Ohio State, possuiu uma carreira acadêmica de destaque com mais de 100 trabalhos publicados além de prestar consultoria para alguns dos maiores bancos dos Estados Unidos. Fez carreira como professor de finanças da Universidade do Tennessee.

David Einhorn

Famoso investidor, o excêntrico Einhorn é bacharel em artes e ciências pela universidade de Cornell, fundador da Greenlight Capital, tornou se conhecido por conseguir achar fraudes em balanços de empresas listadas na bolsa, e por ter feito dinheiro apostando contra o mercado imobiliário americano em 2007.

Frederic J. Forster

Possuindo MBA pela Harvard Business School, foi diretor do LoanTrader, e presidente da H.S Ahmanson and Company e da Home Savings of America.

Donald E Lange

Bacharel em Business pela Universidade de Winsconsin, Lange foi presidente e CEO da Pacific Financial Services, uma firma de crédito imobiliário, além de ter sido diretor da Mortgage Electronic Registration System e presidente da Mortgage Bankers Association of America.

William J. Popejoy

Foi presidente da Federal Home Loan Mortgage Corporation, além de ter sido chefe executivo da Orange County.

Michael M. Sachs

Formado em contabilidade pela universidade de Illionois e direito por Stanford foi sócio no escritório Sachs and Phelps, além de ter sido Vice-presidente da General Counsel of Public Storage, Inc. e CEO da Westrec Financial.

Richard A Zona

Foi CEO da Zona Financial, firma de consultoria financeira, além de ter sido CFO da U.S Bancorp e sócio da Ernst & Young.

Figura 6- Maiores originadores de hipoteca nos EUA em 2006

Top mortgage originators of 2006 5 of 20 remain					
2006 rank	2011 rank	Company	2006 funded mortgage loans (\$B)	2006 market share (%)	Where are they now?
1	NA	Countrywide Home Loans	175.3	6.74	Bought by Bank of America in 2008.
2	1	Wells Fargo Bank NA	164.5	6.33	Acquired Wachovia in 2008.
3	NA	Washington Mutual Bank	106.2	4.09	Failed and acquired by JPMorgan Chase in 2008.
4	3	Bank of America NA	88.9	3.42	Acquired Countrywide Financial in 2008.
5	2	JPMorgan Chase Bank NA	68.7	2.64	Acquired Washington Mutual in 2008.
6	NA	National City Bank	63.6	2.45	Sold to PNC Financial Services in 2008.
7	NA	American Home Mortgage Inc.	54.7	2.10	Filed for bankruptcy in 2007.
8	8	SunTrust Mortgage Inc.	45.0	1.73	Remains in mortgage business.
9	NA	Wachovia Mortgage FSB	43.5	1.67	Sold to Wells Fargo in 2008.
10	NA	New Century Mortgage Corp.	42.0	1.61	Filed for bankruptcy in 2007.
11	NA	IndyMac Bank FSB	39.3	1.51	Failed in 2008.
12	NA	Countrywide Bank FSB	36.4	1.40	Acquired by Bank of America in 2008.
13	11	CitiMortgage Inc.	35.2	1.35	Remains in mortgage business.
14	NA	Fremont Investment & Loan	32.5	1.25	Sold most banking assets and all deposits to CapitalSource Inc. in 2008.
15	NA	GreenPoint Mortgage Funding Inc.	30.8	1.19	Shut down by parent Capital One Financial in 2007.
16	NA	WMC Mortgage Corp.	29.1	1.12	Shut down and sold by parent General Electric in 2007.
17	NA	Homecomings Financial Network	28.3	1.09	Parent GMAC Financial Services ceased originations in 2008. Parent First Horizon sold all non-Tennessee loan operations to MetLife. MetLife is now exiting the business.
18	NA	First Horizon Home Loans	28.1	1.08	Parent H&R Block ceased Option One's loan originations in 2007.
19	NA	Option One Mortgage Corp.	25.4	0.98	Filed for bankruptcy in 2007.
20	NA	First Magnus Financial Corp.	24.9	0.96	Filed for bankruptcy in 2007.
Total 2006 mortgage originations in U.S.			2,599.4		
Total 2011 mortgage originations in U.S.			1,482.9		

Note: The above table ranks companies at the operating subsidiary level, rather than the top-tier holding company level. Ranking based on Home Mortgage Disclosure Act data compiled annually by the Federal Financial Institutions Examination Council. Source: SNL Financial



Fonte: SNL Financial

Disponível em: <https://www.theatlantic.com/business/archive/2012/10/busted-75-of-the-biggest-home-lenders-in-2006-no-longer-exist/263924/>

4.10 O Estudo de Caso

Aqui iremos avaliar os balanços da empresa e ver como o uso de finanças corporativas aplicadas ajudaria a antever e talvez até prever a crise de 2008. Usando como referência o **Harvard Business School, Case Study, 9-113-002, New Century Financial Corporation**, de autoria de **Palepu, Krshna; Srinivasan, Suraj e Cornell, Ian** será analisado os balanços da empresa de forma a explicar o potencial explosivo da companhia.

Importante notar que é relevante para o início do estudo de caso entender qual o *business* da companhia, suas fontes de receitas e riscos. Podemos separar dentro da empresa dois modelos de negócios diferentes.

O modelo original da empresa era atuar apenas como uma empacotadora de hipotecas, de forma a procurar potenciais clientes, oferecer crédito imobiliário e em seguida securitizava as hipotecas concedidas e as revendia para algum fundo de pensão, *Hedge Fund* ou outra instituição financeira. Dessa forma a empresa iria reter em sua carteira os empréstimos durante um período de 1 a 6 meses, incorrendo o risco de crédito nesse período e de liquidez, acessando o mercado de crédito para suprir a necessidade de capital de giro. A empresa então geraria lucro através da diferença do preço pelo qual eles vendiam o MBS para alguma instituição financeira e a soma do valor inicial concedido em hipotecas no período. Nesse modelo de negócios o risco de crédito era transferido da New Century para o novo investidor que adquiria o *pool* de hipotecas, de forma a aumentar o risco moral por parte da New Century, já que o período de tempo que ela ficava com as hipotecas em sua carteira era muito pequeno, a demanda por títulos como *MBS's* estava aumentando muito então a empresa tinha incentivos a buscar clientes mais arriscados para originar mais hipotecas e conseqüentemente gerar mais *securities* para revender para outros investidores.

O segundo Business da empresa surgiu em 2003, quando a New Century passou a exercer a mesma função de um banco de investimento e passou a reter uma carteira de empréstimos em seu balanço. Essa atividade por si só já seria extremamente conflituosa,

pois a New Century estaria atuando como instituição financeira e, portanto, deveria passar a responder as regras de agências reguladoras e gestão de riscos de instituições financeiras. A companhia, portanto, começou a gerir uma carteira de crédito de forma que inicialmente eles continuavam a captar clientes e ofereciam crédito imobiliários, só que ao invés de empacotar esses empréstimos e negocia-los no mercado secundário, a empresa passou a reter os ativos passando assim a correr o risco de *default* das hipotecas concedidas além de adquirir hipotecas securitizadas de terceiros. Com exceção dos problemas, mas o nível de alavancagem desse business foi explosivo de forma que um *Hit* de menos de 3% nos ativos já seria o suficiente para quebrar a companhia como vemos nas tabelas mais adiante.

4.10.1 Análise financeira e operacional da companhia

A New Century começou a originar hipotecas em 1996, mas por questões de disponibilidade de dados vamos analisar a DRE e Balanço patrimonial da companhia a partir do ano de 1999.

Começaremos analisando o Demonstrativo de resultado financeiro da companhia dos anos 1999 até 2002 pois é o período que a New Century atuava na sua proposta original, de originar hipotecas para a posterior venda para uma *SPE*, ou ela própria securitizar e vender os empréstimos para outro investidor.

4.10.2 Receita Financeira (1999-2002)

A receita auferida com os juros recebidos (*Interest income*) pela companhia eram referentes ao diferencial entre os juros pagos pelos mutuários a New Century e o valor qual eles vendiam os ativos securitizados para terceiros⁷. A despesa financeira (*interest expense*) seria referente as despesas com juros que a New Century incorria ao acessar o mercado de crédito de curto prazo. A diferença entre a receita e a despesa financeira gerava o resultado financeiro da companhia (*Net Interest Income*).

Podemos verificar através da tabela abaixo que a receita e a despesa financeira tinham tendência de crescimento correlacionadas, com exceção do ano de 2002 quando a receita financeira cresceu substancialmente e as despesas financeiras foram reduzidas, esse fenômeno talvez seja, pois, a partir de 2002 os preços dos imóveis passaram a crescer de forma acelerada assim, estimulando o aumento de hipotecas do *subprime* “inflando” a

⁷ Um exemplo seria: A New Century origina uma série de hipotecas onde os mutuários se comprometem a pagar 5% ao ano de juros, e após se juntar uma quantidade de hipotecas que eram securitizadas e revendidas a outros investidores com remuneração de 4% ao ano.

bolha. Com isso o aumento de demanda por hipotecas *subprime* gera para a New Century uma maior receita financeira já que ela passou a fazer mais empréstimos, com *spreads* maiores. Além disso começou o ciclo de redução da taxa de juros por parte do FED o que barateou os custos de captação da New Century, mas não na mesma proporção os custos de financiamento de hipotecas já que elas eram baseadas nos juros de longo prazo.

Figura 7 – Receita financeira da NC entre 1999 e 2002

	2002	2001	2000	1999
Interest Income	154,10	99,10	117,20	88,80
Change	55%	-15%	32%	
Interest Expense	(50,60)	(54,10)	(72,10)	(53,20)
Change	-6%	-25%	36%	
Net Interest Income	103,50	45,00	45,10	35,60
Change	130%	0%	27%	

Fonte: (PALEPU; SRINIVASAN; CORNELL, 2009)

Tabela: Elaboração do autor

4.10.3 Resultados operacionais (1999-2002)

O lucro operacional da companhia, era fruto primariamente da receita gerada com a venda de hipotecas securitizadas para outros investidores, enquanto os custos operacionais seriam referentes basicamente aos custos de financiamento para gerar crédito aos mutuários para originação de hipotecas além de outras despesas da companhia. O resultado operacional era a diferença entre as receitas e as despesas operacionais, sendo o EBT (*Earnings before taxes*) a soma dos resultados financeiro e operacional.

É perceptível a tendência do resultado operacional em caminhar na mesma tendência que o resultado financeiro, tendo experimentado uma queda em 2000, mas forte aceleração em 2002 muito em função do crescimento acelerado do mercado imobiliário a partir deste ano.

Figura 8- Resultados operacionais NC entre 1999 e 2002

	2002	2001	2000	1999
OPERATING INCOME				
Gain on sale of mortgages	451,70	182,60	15,00	121,70
Change	147%	1117%	-88%	
Servicing income	0,40	10,60	30,10	23,40
Other income	-	1,00	1,70	-
Subtotal other operating income	452,20	194,30	46,70	145,10
Total operating income	555,70	239,20	91,80	180,70
Change	132%	161%	-49%	
Total operating expense	(249,30)	(155,70)	(128,60)	(113,90)
Change	60%	21%	13%	
EBT	306,40	83,50	(36,80)	66,80

Fonte: (PALEPU; SRINIVASAN; CORNELL, 2009)

Tabela: Elaboração do autor

4.10.4 Lucro Líquido (1999-2002)

O lucro líquido (*Net Income*) da companhia era o EBT descontado os impostos necessários a serem pagos no período, o resultado de lucro líquido andava em linha obviamente com os resultados operacional e financeiro da companhia. Como visto anteriormente o ano de 2000 foi marcado por uma queda nos resultados da empresa que experimentou uma de 200% tendo prejuízo neste ano, assim como o ano de 2001 foi o início do ciclo macroeconômico de queda de juros para a prevenção de recessão (devido a bolha da internet e atentados terroristas) enquanto 2002 se deu o início do período de crescimento mais acelerado da bolha do mercado imobiliário. Curiosamente como o nome da companhia sugere a entrada do novo século foi extremamente positiva para os resultados da empresa, já que a New Century experimentou aumentos de mais de 190% de crescimento nos dois anos iniciais do século XXI. Sendo o primeiro ano (2001) basicamente a recuperação da companhia após o desastre dos resultados do ano 2000 e 2002 o início do crescimento acelerado da companhia, dando margem para a empresa expandir seu business.

Figura 9 – Lucro líquido NC entre 1999 e 2002

	2002	2001	2000	1999
EBT	306,40	83,50	(36,80)	66,80
Change	267%	327%	-155%	
Income Taxes	(126,60)	(35,50)	(13,80)	(27,40)
Net Income	179,80	48,00	(50,60)	39,40
Change	275%	195%	-228%	
Diluted Earnings per share	4,62	1,52	(1,17)	1,33

Fonte: (PALEPU; SRINIVASAN; CORNELL, 2009)

Tabela: Elaboração do autor

4.10.5 Receita Financeira (2002 - 2006)

A partir do ano de 2003 New Century passou a adotar uma nova linha de negócios, quando ela além de gerar crédito imobiliário que posteriormente era securitizado e revendido para outros investidores ou para uma SPE. A New Century passou em 2003 a reter em sua carteira os empréstimos securitizados ao invés de vendê-los para outros investidores. Com isso a companhia passaria a receber o fluxo de caixa gerado por essas

hipotecas integralmente e paralelamente passava a assumir o risco de crédito que elas possuíam.

Com esse novo business que a companhia passou a adotar, foi possível sustentar mais dois anos de crescimento da receita financeira da companhia acima dos impressionantes 100% ao ano, por outro lado a partir deste momento a New Century passou a incorrer novas despesas por não pagamento de hipotecas (*Provisions for losses on mortgage held for investment*). Apesar desse risco, o resultado financeiro da companhia teve crescimento acima dos 100% nos anos de 2003 e 2004 além de continuar crescendo a uma taxa elevada em 2005.

Importante notar que no ano de 2006 a empresa só divulgou os resultados até o terceiro trimestre, e, portanto, isso influencia na queda percentual dos valores de receita e resultado financeiro, entretanto é curioso notar que as despesas com juros aumentaram em relação ao ano anterior, mesmo com um trimestre a menos.

Figura 10 – Receita financeira da NC entre 2002 e 2006

	2006	2005	2004	2003	2002
	(Q1 - Q3)				
Interest Income	1.478,30	1.759,60	898,60	353,70	154,10
Change	-16%	96%	154%	130%	55%
Interest Expense	(1.019,60)	(988,10)	(367,10)	(117,60)	(50,60)
Change	3%	169%	212%		
Net Interest Income	458,70	771,50	531,50	236,10	103,50
Change	-41%	45%	125%	128%	130%
Provisions for losses on mortgages held for investment	(80,90)	(140,20)	(70,30)	(26,30)	-
Net Interest Income after provisions for losses	377,80	631,30	461,20	209,80	103,50
Change	-40%	37%	120%	103%	130%

Fonte: (PALEPU; SRINIVASAN; CORNELL, 2009)

Tabela: Elaboração do autor

4.10.6 Resultados operacionais (2002-2006)

O resultado operacional da companhia demonstra claramente a nova tendência de negócios que a New Century passou a seguir. Mesmo com as condições do mercado imobiliário favoráveis aumento na originação de hipotecas, o crescimento de *gain on sale of mortgages* foi desacelerado já que boa parte das novas hipotecas geradas estavam sendo “retidas no balanço” ao invés de serem negociadas com outros investidores. Com isso o resultado operacional da companhia passou a ter crescimento menos íngreme se comparado com os resultados financeiros.

Figura 11 – Resultados operacionais NC entre 2002 e 2006

	2006	2005	2004	2003	2002
Other operating income:					
Gain on sale of mortgages	497,70	622,60	800,60	611,10	451,70
Change	-20%	-22%	31%	35%	147%
Servicing income	47,40	38,50	28,90	11,10	0,40
Other income	18,80	22,40	4,40	-	-
Subtotal other operating income	564,00	683,50	833,90	622,20	452,10
Total operating income	941,80	1.314,70	1.295,20	832,30	555,70
Change	-28%	2%	56%	50%	
Total operating expense	(601,10)	(871,40)	(684,10)	(408,80)	(249,30)
Change	-31%	27%	67%	64%	
EBT	340,70	443,30	611,10	423,50	306,40
Change	-23%	-27%	44%	38%	267%

Fonte: (PALEPU; SRINIVASAN; CORNELL, 2009)

Tabela: Elaboração do autor

4.10.7 Lucro Líquido (2002-2006)

O lucro líquido da companhia amparado pelo grande desenvolvimento do resultado financeiro proporcionado pela retenção de hipotecas, paralelamente as altas do mercado imobiliário sustentaram o bom crescimento até 2005 quando as condições macroeconômicas começavam a dar sinais de desgaste, e é possível perceber que a partir de 2006 (lembrando que estamos analisando apenas os três primeiros trimestres) a empresa dava sinais de contração consequência do início da queda no preço dos imóveis.

Figura 12 – Lucro líquido NC entre 2002 e 2006

	2006	2005	2004	2003	2002
EBT	340,70	443,30	611,10	423,50	306,40
Change	-23%	-27%	44%	38%	267%
Income Taxes	(64,80)	(26,80)	(235,60)	(177,80)	(126,60)
Net Income	275,90	416,50	375,50	245,70	179,80
Change	-34%	11%	53%	37%	275%
Diluted Earnings per share	1,12	7,17	8,29	6,56	4,62

Fonte: (PALEPU; SRINIVASAN; CORNELL, 2009)

Tabela: Elaboração do autor

4.10.8 Análise do Balanço patrimonial

4.10.8.1 Ativos

Através do balanço abaixo podemos perceber, que os ativos da companhia deram um salto gigantesco a partir do ano de 2003, quando a New Century passou a atuar como um banco retendo os empréstimos hipotecários no seu balanço sob a forma de *Mortgage loans held for investment*. Essas novas hipotecas foram as principais responsáveis pelo aumento

de 272% no valor dos ativos da companhia em 2003 em comparação com 2002, e um aumento de 113% de 2003 para 2004.

É importante notar o aumento expressivo de *Mortgage loans held for sale at lower of cost of Market* a partir do ano de 2003, esse fenômeno pode ser explicado pela expansão da demanda de crédito *subprime* no mercado imobiliário, o excesso de liquidez fez com que as instituições emprestadoras (nesse exemplo a New Century) tivessem maior incentivo a gerar mais hipotecas e para isso diminuíram seus padrões, de forma a oferecer empréstimos ainda mais arriscados, que conseqüentemente acabavam não tendo a adimplência necessária. Como os investidores podiam rejeitar uma parte das hipotecas que compunham o MBS vendido pela New Century, esses empréstimos de “pior qualidade” acabavam sendo rejeitado e voltavam para a New Century que mantinha em seu balanço, mas com intenção de vendê-los a um custo mais baixo.

Figura 13 – Ativos New Century (Balanço Patrimonial)

	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Assets						
Cash and cash equivalents	\$ 408,70	\$ 503,70	\$ 824,90	\$ 269,50	\$ 176,70	\$ 106,70
Restricted Cash	\$ 572,80	\$ 726,70	\$ 454,00	\$ 116,90	\$ 6,30	\$ -
Mortgage loans held for sale at lower of cost of market (LCM)	\$ 8.945,10	\$ 7.825,20	\$ 3.922,90	\$ 3.422,20	\$ 1.920,40	\$ 1.011,10
Mortgage loans held for investment	\$ 14.031,00	\$ 16.143,90	\$ 13.195,30	\$ 4.745,90	\$ -	\$ -
Residual interests in securitizations	\$ 223,70	\$ 234,90	\$ 148,00	\$ 179,50	\$ 247,00	\$ 306,90
Other Assets	\$ 878,50	\$ 712,70	\$ 506,80	\$ 200,80	\$ 52,60	\$ 26,60
Total Assets	\$25.059,80	\$26.147,10	\$ 19.051,90	\$ 8.934,80	\$ 2.403,00	\$ 1.451,30
change		-4%	37%	113%	272%	66%
						73%

Fonte: (PALEPU; SRINIVASAN; CORNELL, 2009)

Tabela: Elaboração do autor

4.10.8.2 Passivo

Como vimos tivemos um aumento abrupto no valor dos ativos da companhia, que conseqüentemente deve corresponder a um aumento no passivo ou capital social da companhia.

Ao analisar a tabela abaixo verificamos que o capital social (*Stockholder's Equity*) da New Century aumentou apenas 40% de 2002 para 2003, portanto para sustentar um aumento no valor dos ativos de 272% e acomodar o novo modelo de negócios a empresa se endividou, tendo um aumento referente ao passivo de 316% de 2002 para 2003.

Importante notar que a partir de 2003 o nível de alavancagem⁸ da companhia que ficava em torno de 80% subiu para níveis acima de 90% da estrutura de capital da

⁸ Alavancagem = Total Liabilities / Total Assets

companhia.

Figura 14 – Passivos New Century (Balanço Patrimonial)

	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
Liabilities								
Credit facilities on loans held for sale	\$ 8.487,90	\$ 7.439,70	\$ 3.704,30	\$ 3.311,80	\$ 1.885,50	\$ 987,60	\$ 404,40	\$ 428,70
Financings on loans held for investment, net	\$ 13.858,90	\$ 16.045,50	\$ 13.106,00	\$ 4.686,30	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Accounts payable and accrued liabilities	\$ 574,30	\$ 508,20	\$ 320,10	\$ 129,30	\$ 83,90	\$ 45,50	\$ 24,00	\$ 26,50
Convertible senior notes, net	\$ 51,50	\$ 4,90	\$ 5,40	\$ 204,90	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Notes payable	\$ 22,90	\$ 39,10	\$ 37,70	\$ 19,00	\$ 16,70	\$ 9,70	\$ 24,30	\$ 3,10
Other Liabilities	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 41,60	\$ 30,30	\$ 154,20	\$ 224,70	\$ 232,50
Total Liabilities	\$22.995,50	\$24.037,40	17.173,50	\$8.392,90	\$2.016,40	\$1.197,00	\$ 677,40	\$ 690,80
change	-4%	40%	105%	316%	68%	77%	-2%	
Stockholders' Equity	\$ 2.064,30	\$ 2.109,70	\$ 1.878,40	\$ 541,90	\$ 386,60	\$ 254,30	\$ 159,70	\$ 173,00
change	-2%	12%	247%	40%	52%	59%	-8%	
Total liabilities and stockholders' Equity	\$25.059,80	\$26.147,10	19.051,90	\$8.934,80	\$2.403,00	\$1.451,30	\$ 837,10	\$ 863,80

Fonte: (PALEPU; SRINIVASAN; CORNELL, 2009)

Tabela: Elaboração do autor

Após analisarmos os balanços consolidados da empresa, vamos buscar entender de forma mais profunda como foi feita a acomodação dos dois modelos de negócios a partir de 2003, e para isso vamos separar o balanço da companhia em duas partes.

4.11 New Century: *Mortgage Packer*

Esse é o modelo de negócios original da New Century, onde ela se propunha a originar hipotecas, manter essas hipotecas em um período de tempo limitado na sua carteira, juntando um *pool* de hipotecas vendendo para um novo investidor.

Caso a New Century tivesse se mantido fiel a seu modelo de negócios original o balanço patrimonial da companhia, conseguindo ter um crescimento aparentemente sustentável resultado do aumento por demanda por hipotecas do tipo *subprime* para alimentar a bolha.

A companhia estaria exposta aos riscos de liquidez no período em que ela fornecia crédito para financiar hipotecas até revender estes empréstimos para novos investidores, um período que costumava durar até 180 dias. Dessa forma a New Century acessava terceiros para conseguir recursos para financiar novas hipotecas, e assim que as hipotecas eram revendidas eles geravam uma receita suficientemente alta para pagar o empréstimo tomado com terceiros e ter uma margem de lucro. A New Century também estaria exposta ao risco dos empréstimos que elas mantinham em carteira por não conseguir revender aos investidores, que posteriormente eles tentariam vender a um preço menor. Nesse escopo o nível de alavancagem da companhia teria continuado em torno dos 80%.

Figura 15- Balanço Patrimonial NC Empacotadora de hipotecas

	2006	2005	2004	2003	2002
Assets					
Cash and cash equivalents	\$ 408,70	\$ 503,70	\$ 824,90	\$ 269,50	\$ 176,70
Restricted Cash	\$ 572,80	\$ 726,70	\$ 454,00	\$ 116,90	\$ 6,30
Mortgage loans held for sale at lower of cost of market (LCM)	\$ 8.945,10	\$ 7.825,20	\$ 3.922,90	\$ 3.422,20	\$ 1.920,40
Residual interests in securitizations	\$ 223,70	\$ 234,90	\$ 148,00	\$ 179,50	\$ 247,00
Other Assets	\$ 878,50	\$ 712,70	\$ 506,80	\$ 200,80	\$ 52,60
Total Assets	\$11.028,80	\$10.003,20	\$ 5.856,60	\$4.188,90	\$2.403,00
change	10%	71%	40%	74%	66%
Liabilities					
Credit facilities on loans held for sale	\$ 8.487,90	\$ 7.439,70	\$ 3.704,30	\$ 3.311,80	\$ 1.885,50
Accounts payable and accrued liabilities	\$ 574,30	\$ 508,20	\$ 320,10	\$ 129,30	\$ 83,90
Convertible senior notes, net	\$ 51,50	\$ 4,90	\$ 5,40	\$ 204,90	\$ -
Notes payable	\$ 22,90	\$ 39,10	\$ 37,70	\$ 19,00	\$ 16,70
Other Liabilities	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 41,60	\$ 30,30
Total Liabilities	\$ 9.136,60	\$ 7.991,90	4.067,50	\$3.706,60	\$2.016,40
change	14%	96%	10%	84%	68%
Stockholders' Equity	\$ 2.064,30	\$ 2.109,70	\$ 1.789,10	\$ 482,30	\$ 386,60
change	-2%	18%	271%	25%	52%
Total liabilities and stockholders' Equity	\$11.200,90	\$10.101,60	5.856,60	\$4.188,90	\$2.403,00
Leverage	83%	80%	69%	88%	84%

Fonte: (PALEPU; SRINIVASAN; CORNELL, 2009)

Tabela: Elaboração do autor

4.12 New Century Carteira de Crédito

Quando separamos o segundo modelo de negócios da New Century do restante da companhia passamos a perceber alguns pontos preocupantes.

Analisamos que esse business tem um nível de alavancagem de aproximadamente 99%, quando olhamos mais atentamente para a forma que o negócio era conduzido podemos perceber que a estratégia da New Century era acessar o mercado de crédito para originar hipotecas, da mesma forma como no *Business de Mortgage Packer*, tendo a diferença nada sutil que ao invés de securitizar e revender as hipotecas para outros investidores, buscar a manutenção das hipotecas dentro do portfólio da New Century que fazia com que a empresa por um lado recebesse o fluxo de caixa integral gerado pelos pagamentos das hipotecas, mas por outro lado não recebesse a receita proveniente da venda dessas hipotecas que seria usada para pagar a dívida que a empresa tomava para financiar a originação das hipotecas.

O ponto chave é que esse tipo de estratégia só daria certo em um sistema de bolha, onde o preço dos ativos (nesse caso, imóveis continuasse a subir indefinidamente). A companhia, portanto, ficava extremamente exposta ao risco de queda do preço das casas

que era o preço de seus ativos (colateral).

Analisando isoladamente este business, um Hit entre 1,3% e 2,5% no valor dos ativos (nesse caso preço das casas) já seria o suficiente para a empresa não ter *equity* suficiente para compensar as perdas.

Figura 16- Balanço Patrimonial NC Carteira de crédito

	2006	2005	2004	2003
Assets				
Mortgage loans held for investment	\$ 14.031,00	\$ 16.143,90	\$ 13.195,30	\$ 4.745,90
Total Assets	\$14.031,00	\$16.143,90	\$ 13.195,30	\$ 4.745,90
Liabilities				
Financings on loans held for investment, net	\$ 13.858,90	\$ 16.045,50	\$ 13.106,00	\$ 4.686,30
Total Liabilities	\$13.858,90	\$16.045,50	13.106,00	\$ 4.686,30
Stockholders' Equity	\$ 172,10	\$ 98,40	\$ 89,30	\$ 59,60
Total liabilities and stockholders' Equity	\$14.031,00	\$16.143,90	13.195,30	\$ 4.745,90
Leverage	99%	99%	99%	99%

Fonte: (PALEPU; SRINIVASAN; CORNELL, 2009)

Tabela: Elaboração do autor

4.13 Riscos do Negócio:

4.13.1 Dependência de recursos externos para se financiar e ter liquidez:

O próprio relatório da companhia já admitia que a empresa tinha necessidade buscar fontes externas para se financiar e manter a saúde financeira das operações. A empresa além de acessar o mercado de crédito de curto prazo para gerar hipotecas que posteriormente seriam vendidas, também tinha a necessidade de se financiar para a geração de hipotecas que eram retidas, sendo que este negócio business era extremamente alavancado.

Além disso a empresa mantinha estratégias de hedge, que podiam ter chamadas de margem, fazendo com que a empresa precisasse de liquidez para honrar com o compromisso, caso o acesso ao mercado de crédito se tornasse restrito a empresa não conseguiria sustentar essa posição. Outro ponto importante é que a New Century por ser caracterizada como *REIT*, precisava distribuir pelo menos 90% do lucro tributável na forma de dividendos, limitando os recursos do resultado financeiro anterior que poderiam ser usados no crescimento da companhia, em caso de necessidades de novos

investimentos seria necessário acessar o mercado de crédito ou emissão de novas ações.

4.13.2 Mercado extremamente competitivo:

Com o setor imobiliário em um crescente contínuo, o setor de crédito imobiliário acompanhou o crescimento com a entrada de novos *players* e taxas cada vez mais competitivas. Além disso a *wholesale loan division* que era a responsável pelo maior número de hipotecas geradas pela companhia, era um setor que não necessitava de grandes gastos com capital humano ou tecnologias, sendo assim muito fácil para novos entrantes operassem uma divisão parecida.

4.13.3 Uma recessão na economia americana que afetasse negativamente o mercado imobiliário:

O declínio do valor dos ativos imobiliários reduz a capacidade dos mutuários de usar o *home equity* para financiar os empréstimos, porque conseqüentemente eles têm seu patrimônio e colateral minorados.

Outro ponto importante é que durante uma desaceleração econômica e perda do valor real dos imóveis, associada a redução da capacidade de pagamento e incentivo por parte dos mutuários acaba sendo extremamente afetada, sendo que no caso da New Century que oferecia crédito a pessoas com pior histórico, a probabilidade do aumento das inadimplências era muito elevada nesse cenário.

4.13.4 Os resultados da companhia poderiam ser afetados por mudanças nas taxas de juros.

Os empréstimos com taxas fixas oferecidos pela New Century eram fixados via LIBOR, de forma que um aumento nessa taxa faz com que o valor presente desses empréstimos, e os juros residuais retidos neles sejam reduzidos.

A New Century recebia as taxas de juros atrelada as hipotecas financiadas ou produtos correlatos, onde a taxa de juros utilizada era a de longo prazo, enquanto ela acessava o mercado de crédito de curto prazo para ter liquidez na companhia. Em um cenário onde há inversão da taxa de juros, ou onde a taxa de juros de curto prazo suba mais do que a taxa de longo prazo o resultado financeiro da companhia poderia ser prejudicado.

Um movimento contracionista da política monetária, teria um efeito negativo na demanda por hipotecas, afetando a originação de novos empréstimos e tornando, em complemento uma redução dos preços dos imóveis atreladas a esse aumento da taxa de juros, o que tornaria os refinanciamentos menos viáveis e prejudicaria muito o resultado da companhia já que eles foram responsáveis em 2005 por 48,4% das hipotecas da NC.

Além disso o risco de inadimplência aumentaria bastante já que o valor dos pagamentos mensais referidos aos empréstimos do tipo *ARMs* iriam aumentar e os mutuários talvez não tivessem capacidade de pagar.

4.13.5 Variação no preço dos imóveis

Um dos principais fatores de risco para a New Century era a redução no preço dos imóveis por dois motivos principais, como quase das hipotecas geradas por eles eram refinanciamento e a empresa a partir de 2003 passou a reter esses ativos de forma securitizada em seu balanço, uma queda nos preços e o aumento do número de *default* faria com que a empresa tivesse sua receita diminuída e tomasse um *hit* nos ativos gerando uma perda de valor maior do que a soma de passivos e capital social resultando em insolvência e quebra da companhia.

É importante notar que além do valor dos imóveis estarem expostos ao risco da taxa de juros, eles também seriam afetados por condições geográficas não controladas pela New Century como possíveis problemas ambientais na região, aumento de oferta ou diminuição da demanda em certas regiões ou até mesmo aumento de custos municipais, que afetem negativamente o preço dos imóveis. Considerando que mais de 37% das hipotecas geradas se concentravam no estado da Califórnia, a empresa estava exposta ao risco idiossincrático nesta região.

A New Century estava exposta também a um possível risco de liquidez, como eles acessavam com bastante frequência o mercado de crédito para gerar novas hipotecas, a empresa usava como colateral justamente o valor dos imóveis financiados, de forma que uma redução no valor destes ativos poderia levar a uma chamada de margem que a companhia não teria como honrar. Dessa forma a companhia teria seu acesso a crédito comprometido e entraria numa crise de liquidez, dificilmente conseguindo manter as operações e precisando se desfazer de seus ativos para ter um “respiro”, como imóveis são ativos com baixa liquidez era provável que a companhia precisasse ser mais agressiva para se desfazer de seus empréstimos hipotecários e fosse necessário vende-los a um preço abaixo do valor de mercado.

5. CONCLUSÃO

A Crise de 2008 é um evento de grande complexidade e ainda será sujeito à diversas análises e interpretações.

Na seção sobre as possíveis causas da crise abordamos diversas interpretações. Estas são sempre resultantes de visões acadêmicas e interpretações da realidade econômica e de seu funcionamento.

As crises se sucedem ao longo da história e suas interpretações são diversas, sempre desafiando os diversos postulados econômicos que partem de condições de equilíbrio e eficiência dos mercados. Segundo Charles Kindleberger em seu livro *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, as crises especulativas, chamadas comumente de “bolhas”, estão sempre associadas a crédito. No caso da Crise de 2008, existem diversas interpretações sobre sua origem que a relaciona a eventos expansionistas anteriores, onde se interpreta que esta crise seria resultado de interferências seguidas de políticas expansionistas decorrentes de eventos anteriores. Sob esta visão, a prevalência do conceito de *Too Big do Fail* teria sido a justificativa teórica para esta série de eventos intervencionistas e expansionistas. Em outras interpretações, o funcionamento do mercado financeiro e seus novos atores, tais como, *Hedge Funds* e Agências de *Rating*, assim como uma Regulação Financeira incapaz de lidar com estas inovações, são apontados como possíveis responsáveis. Neste trabalho apontamos várias das interpretações existentes para a crise e uma cronologia dos eventos, mas não ambicionamos alcançar uma resposta à todas estas perguntas.

As crises especulativas são comumente analisadas como “crises financeiras”, de forma que temos a tendência a pensar que este fenômeno se limitaria aos preços e as perdas financeiras dos investidores em determinados ativos. Sejam estes ativos tulipas ou imóveis. Entretanto, este fenômeno transpassa as fronteiras financeiras e atinge a economia real. Em algum momento este “fenômeno financeiro” se torna um “fenômeno real”: empresas quebram, empregos desaparecem, riqueza desaparece, o sistema produtivo se desorganiza, e investimentos e consumo caem. O mecanismo de propagação destas crises é sempre único, depende de suas características e seu momento histórico. Mas é um fenômeno real.

Muitas empresas quebraram, foram compradas ou resgatadas durante a crise de 2008, entre os casos mais famosos temos Lehman Brothers, Merrill Lynch, AIG e Northern Rock. Entretanto cronologicamente a primeira empresa, relacionada a este mercado, a falir foi a New Century. A falência da New Century é considerada o marco de início desta crise. Esta falência seria o momento onde o “fenômeno financeiro” teria transbordado para economia real. Por isto, acreditamos que a tentativa de entender de forma mais profunda este caso é um elemento importante na compreensão desta crise e sua propagação.

A New Century pode ser vista como um retrato da bolha do *subprime*, já que foi uma companhia inicialmente desenhada por seus fundadores para explorar um mercado ainda pouco desenvolvido acesso ao crédito imobiliário por indivíduos com histórico ruim de crédito. A New Century originalmente não incorreria em risco de crédito, já que, o modelo de negócios seria originar, securitizar e vender as hipotecas, transferindo o risco para investidores. Esse modelo de negócio gerava incentivos para a New Century originar mais empréstimos, mesmo que para isso fosse necessário diminuir seus critérios de crédito exigido, pois não pretendia manter no balanço estes ativos (por isto a relevância da discussão da atuação dos Hedge Funds e Agências de *Rating*), Entretanto, com os incentivos gerados por ganhos extraordinários, falhas em sua Governança Corporativa e ausência de Regulação Financeira sob suas atividades (do ponto de vista formal suas atividades não caracterizavam como instituição financeira), esta passa a reter os empréstimos concedidos em forma de *Collateralized Mortgage Obligations*, dentro de seu balanço. Com esta mudança no modelo de negócios a empresa obteve um maior retorno gerado por esses ativos, mas conseqüentemente ficou expostas ao risco de inadimplência por parte dos mutuários, atuando como um *Hedge Fund* ou instituição financeira.

A análise da New Century demonstra com clareza o ponto de inflexão da crise e, além disto, traz diversas questões à tona. Uma discussão onde as ferramentas de Finanças Corporativas nos ajudam a entender um fenômeno econômico.

A New Century retrata bem os problemas que foram de grande importância para estourar a crise de hipotecas nos EUA, que envolvem uma crença equivocada na continuidade do *boom* dos preços dos imóveis, falhas de governança e problemas de risco moral.

Este trabalho nos permite observar como podem ser tênues os limites entre as

atividades de uma “empresa não-financeira” e uma “empresa financeira” e discutir a atuação dos diversos atores na formação de uma “bolha”. Vemos que esta é muito mais complexa do a abordagem usual.

A New Century é uma empresa de serviços que passa a atuar de forma alavancada, nos moldes de um *Hedge Fund*. As atividades da empresa não estão sujeitas às normas impostas às instituições financeiras, que na época se mostraram ineficientes até na regulação dos fundos de investimento. Apesar de ser uma empresa com ações listadas e estar sujeita às regras vigentes no Mercado de Capitais e seguir as regras usuais de Governança Corporativa, o risco moral levou à mudança de seu modelo de negócios. Apesar disto tudo, e com informações e indicativos disponíveis: Gestão, Conselho, Auditores e Investidores ficaram inertes.

Várias questões advêm diretamente da análise deste caso: Qual a definição de uma instituição financeira em um mercado complexo? Qual a responsabilidade de entidades privadas como as Agências de Rating? Qual os objetivos e limites da Regulação Financeira sob empresas não-financeiras? Qual o papel da Governança Corporativa na gestão de risco?

Acreditamos que a discussão do caso da New Century permite uma visão muito mais precisa dos elementos da Crise do *Subprime*. Além de ter sua falência apontada como um marco na crise, esta empresa é um reflexo de sua complexidade, suas características e suas operações. A New Century se mostrou uma reprodução “micro” da realidade “macro”, tanto por suas características quanto por seus atores.

REFERÊNCIAS

ARNER, Douglas. *The Global Credit Crisis of 2008: Causes and Consequences*, 2009.

BARTMANN, Raphael. *Causes and Effects of 2008 financial crisis*, 2017.

BIANCO, Katalina. *The subprime Lending Crisis: Causes and effects of the Mortgage Metldown*, 2008.

BRUNNERMEIER, Markus. *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008*, 2009.

DOWD, Kevin. *“Too Big to Fail? Long Term Capital Management and the Federal Reserve*, 1999.

GEANAKOPLIS, John. *Solving the Present Crisis and Managing the Leverage Cycle*, 2010

KINDLEBERGER, Charles; ALIBER, Robert Z. *“Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises”*: 7 ed, 2015

RAJAN, Raghuram. *Too systemic to fail: Consequences, Causes, and Potential Remedies*, 2009

SHILER, Robert. *A solução para o Subprime: Saiba o que gerou a atual crise financeira e o que fazer a respeito*, Editora Campus, 2009

PALEPU, Krishna, SRINIVASAN, Suraj, CORNELL, Ian. *New Century Financial Corporation*, Harvard Business School, 2012.

ZUCKERMAN, Daniel. *The Greatest Trade Ever: The Behind-the-Scenes Story of How John Paulson Defied Wall Street and Made Financial History*; Crown Business, 2009.

<<https://www.thebalance.com/subprime-mortgage-crisis-effect-and-timeline-3305745>>

Acesso em: 25/04/2019

<<https://www.thebalance.com/treasury-note-and-mortgage-rate-relationship-3305734>>

Acesso em: 25/04/2019

<<https://www.thebalance.com/interest-only-loan-types-pros-and-cons-3305936>

<https://www.thebalance.com/long-term-capital-crisis-3306240> >

Acesso em: 25/04/2019

<<https://www.thebalance.com/long-term-capital-crisis-3306240>>

<http://www.scielo.br/pdf/ea/v23n66/a12v2366.pdf>>

Acesso em: 25/04/2019

<https://www.bbc.com/portuguese/reporterbbc/story/2008/09/080929_crise_timeline_dg.shtml>

Acesso em: 25/04/2019

<<https://www.investopedia.com/terms/f/freddie.mac.asp>>

Acesso em: 25/04/2019

<<https://www.investopedia.com/articles/07/subprime-overview.asp>>

Acesso em: 25/04/2019

<<https://www.investopedia.com/university/credit-crisis/credit-crisis4.asp>>

Acesso em: 25/04/2019

<www.banking.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=Files.View&FileStore_id=40ba6d40-c960-4abe-82d0-d41cbd0b028f>

Acesso em: 25/04/2019

<<https://www.investopedia.com/terms/t/too-big-to-fail.asp>>

Acesso em: 27/04/2019

<<https://www.thebalance.com/long-term-capital-crisis-3306240>>

Acesso em: 27/04/2019

<<https://www.investopedia.com/terms/f/ficoscore.asp>>

Acesso em: 27/04/2019

<<https://www.britannica.com/event/financial-crisis-of-2007-2008>>

Acesso em: 27/04/2019

<<https://www.lombardiletter.com/the-dotcom-bubble-crash-a-timeline/9251/>>

Acesso em: 27/04/2019

<<https://www.investopedia.com/terms/d/dotcom-bubble.asp>>

Acesso em: 27/04/2019

<<https://www.moneycrashers.com/dot-com-bubble-burst/>>

Acesso em: 27/04/2019

<<https://www.investopedia.com/articles/basics/06/invertedyieldcurve.asp>>

Acesso em: 27/04/2019

<<https://www.thebalance.com/subprime-mortgage-crisis-effect-and-timeline-3305745>>

Acesso em: 27/04/2019

<<https://www.cnbc.com/id/46808453>>

Acesso em: 28/04/2019

<<https://www.americanbanker.com/opinion/sec-exemption-that-fanned-crisis-remains-on-the-books>>

Acesso em: 28/04/2019

<<https://www.stlouisfed.org/financial-crisis/full-timeline>>

Acesso em: 05/05/2019

<<https://www.linkedin.com/in/brad-morrice-b0b2704>>

Acesso em 17/09/2019

<<https://www.legacy.com/obituaries/latimes/obituary.aspx?n=edward-floyd-gotschall&pid=122631558&fhid=4906>>

Acesso em 17/09/2019

<<https://www.bloomberg.com/profile/person/14007914>>

Acesso em 17/09/2019

<<https://www.linkedin.com/in/marilyn-alexander-a68a07>>

Acesso em 17/09/2019

<<http://www.easttnhistory.org/people/harold-black>>

Acesso em 18/09/2019

<<https://pocketsense.com/the-top-5-subprime-mortgage-lenders-13656883.html>>

Acesso em 19/09/2019

<<https://www.theatlantic.com/business/archive/2012/10/busted-75-of-the-biggest-home-lenders-in-2006-no-longer-exist/263924/>>

Acesso em 19/09/2019

<<https://www.nytimes.com/2007/08/26/business/yourmoney/26country.html>>

Acesso em 19/09/2019

<http://media.corporate-ir.net/media_files/NYS/CFC/Countrywide_2006AR.pdf>

Acesso em 19/09/2019

<http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/73/73989/reports/NEW2005AR.pdf>

Acesso em 19/09/2019