

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA

**O DESENVOLVIMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO  
IMOBILIÁRIO E DA SECURITIZAÇÃO DE  
RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS NA REDUÇÃO DO  
DÉFICIT HABITACIONAL BRASILEIRO**

PAULO ROBERTO RODRIGUES ALVES

ORIENTADOR: Prof. Ary Vieira Barradas

JULHO 2005

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA  
MONOGRAFIA

**O DESENVOLVIMENTO DO SISTEMA FINANCEIRO  
IMOBILIÁRIO E DA SECURITIZAÇÃO DE  
RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS NA REDUÇÃO DO  
DÉFICIT HABITACIONAL BRASILEIRO**

---

PAULO ROBERTO RODRIGUES ALVES

ORIENTADOR: Prof. Ary Vieira Barradas

JULHO 2005

*As opiniões expressas neste trabalho são da exclusiva responsabilidade do autor*

Aos meus pais e irmã que me deram o amor e a inteligência emocional para encontrar a família que escolhi,

Paulo, Eddie, Eliane, Suzy, Gabriel, Vanessa e Carina, com todo o meu amor.

Ao Prof. Ary Vieira Barradas, pelas sugestões, estímulo, interesse e experiência de vida que me passou, no momento exato.

Ao meu colega de CVM, Sandro Luiz Silva das Chagas, pela força vital e espiritual, além do apoio logístico em informática.

## RESUMO

Os setores da habitação e do financiamento à habitação no Brasil encontram-se subdesenvolvidos e deficitários em relação ao tamanho da economia. Os financiamentos hipotecários à habitação apenas representam cerca de 4% do Produto Interno Bruto brasileiro, um número alarmante se comparado aos 15% apresentados pela economia chilena ou aos 55% verificados nos Estados Unidos<sup>1</sup>.

A habitação tem o potencial de representar um papel importante numa economia, contribuindo para a geração de empregos, expansão do sistema financeiro e manutenção do bem-estar social.

O presente estudo analisa as origens das políticas habitacionais no país, desde a criação do Sistema Financeiro Habitacional – SFH em 1964, ainda operando atualmente, embora de maneira deficiente, até a criação do Sistema Financeiro Imobiliário – SFI, em 1997, que introduziu no Brasil a securitização de recebíveis imobiliários - através da criação dos Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI's - o principal componente da revolução observada no sistema financeiro habitacional das economias mais avançadas, desde a década de 1980.

Adicionalmente, é efetuada uma análise do modelo americano de financiamento habitacional, explicitando o funcionamento:

- (i) das agências governamentais e para-governamentais responsáveis pela maior parte das emissões de *MBS's*, equivalentes norte-americanos dos CRI's;
- (ii) das agências governamentais provedoras e seguradoras de financiamentos habitacionais;
- (iii) dos Programas Federais, Estaduais e Locais;
- (iv) da padronização das hipotecas a nível de *commodities*, transformando a sua análise de risco em cálculos meramente estatísticos;
- (v) e da difusão da cultura e uso da tecnologia de informação acerca da capacidade de pagamento dos potenciais mutuários e da precificação instantânea dos imóveis, sendo estes os fatores principais que possibilitaram a impressionante performance habitacional registrada naquela economia.

Outrossim, é detalhado todo o novo aparato jurídico-institucional, que visou o desenvolvimento de um mercado secundário líquido desses valores mobiliários, lastreados em recebíveis imobiliários, no Brasil, medidas estas que, até o momento, não lograram o êxito esperado, face à performance ainda tímida das emissões de CRI's.

Finalmente são apresentadas críticas, sugestões e comparações do modelo habitacional brasileiro com o americano, revelando a necessidade de criação ou reativação de um órgão superior responsável pela condução, planejamento e execução integrada de uma política habitacional para o país. Assim uma melhor utilização do potencial representado pela securitização de recebíveis imobiliários, passaria necessariamente por medidas tais como:

---

<sup>1</sup> Fonte: *World Bank*

- a criação de, pelo menos, uma companhia aberta de economia mista, gerida pela iniciativa privada e pelo governo, através de acordo de acionistas, visando lucros como qualquer sociedade anônima, mas orientada no sentido da erradicação do déficit habitacional brasileiro, através do empacotamento de hipotecas padronizadas para posterior emissão de CRI's;
- a criação ou aproveitamento de uma seguradora governamental, que ofereceria ao investidor final em CRI's a possibilidade de proteger seus títulos contra os diversos riscos associados às operações;
- uma melhor definição de crédito imobiliário, de forma a coibir simulações em operações de securitizações de créditos de outras origens travestidos de créditos imobiliários, o que desestimula e pode, até mesmo, vir a inviabilizar os CRI's, maculando sua credibilidade junto aos investidores;
- redução da volatilidade e dos níveis das taxas de juros praticadas no país, de forma a permitir o equilíbrio atuarial dos investidores institucionais, principais demandantes potenciais de CRI's, especialmente no que se refere à indexação e remuneração mínima, através de índices de preços ao consumidor, preferencialmente, visando à manutenção da capacidade de adimplência dos mutuários;
- criação de maiores estímulos tributários ou outros incentivos às emissões de CRI's habitacionais, uma vez que, em sentido inverso à tendência americana, nosso mercado de securitização imobiliária prioriza as emissões de CRI's comerciais, principalmente aqueles corporativos, visando à construção de unidades fabris, galpões industriais e terminais logísticos que, além de não reduzirem o déficit habitacional, chocam-se com o principal objetivo almejado na exposição de motivos da Lei do SFI, qual seja, o atendimento à demanda por moradias.

## SUMÁRIO

<b>FOLHA DE ROSTO</b>	<b>1</b>
<b>TERMO DE RESPONSABILIDADE</b>	<b>2</b>
<b>DEDICATÓRIA</b>	<b>3</b>
<b>AGRADECIMENTOS</b>	<b>4</b>
<b>RESUMO</b>	<b>5</b>
<b>SUMÁRIO</b>	<b>7</b>
<b>I. INTRODUÇÃO</b>	<b>8</b>
<b>II. HISTÓRICO DA CRIAÇÃO DO SFI E DOS CRI'S NO BRASIL</b>	<b>10</b>
2.1. SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO (SFH)	10
2.2. SISTEMA FINANCEIRO IMOBILIÁRIO (SFI)	15
<b>III. O MODELO AMERICANO DE FINANCIAMENTO HABITACIONAL</b>	<b>22</b>
3.1. O MERCADO SECUNDÁRIO DE HIPOTECAS NOS EUA	23
3.2. EVOLUÇÃO DO SISTEMA DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO NOS EUA	30
3.3. DADOS HISTÓRICOS E COMENTARIOS SOBRE AS EMISSÕES DE <i>MBS's</i>	31
<b>IV. FUNCIONAMENTO E PERFORMANCE DOS CRI's NO BRASIL</b>	<b>43</b>
4.1. O APARATO LEGAL E INSTITUCIONAL DO SFI	43
4.2. A PERFORMANCE DOS CRI's	52
<b>V. CRÍTICAS, SUGESTÕES E COMPARAÇÕES</b>	<b>59</b>
5.1. ANÁLISE E SUGESTÕES PARA O MODELO BRASILEIRO	65
5.1.1. ESTABILIZAÇÃO MACROECONÔMICA	66
5.1.2. INDEXADORES	66
5.1.3. ESTÍMULOS À LIQUIDEZ	67
5.1.4. OS FINANCIADORES HIPOTECÁRIOS	68
5.1.5. O PAPEL DO ESTADO	71
<b>VI. CONCLUSÃO</b>	<b>73</b>
<b>VII. BIBLIOGRAFIA</b>	<b>77</b>

## INTRODUÇÃO

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI's) foram criados, no Brasil, através da Lei nº 9.514, em 20 de novembro de 1997, que instituiu o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI).

Embora o Sistema Financeiro da Habitação (SFH), criado em 1964, tenha financiado, desde sua criação, cerca de 6,8 milhões de unidades habitacionais<sup>2</sup>, a partir de meados da década de 1980 ficaram claras as dificuldades daquele sistema, nos moldes em que estava desenhado. O número de unidades habitacionais financiadas nos anos anteriores a 1997 foi, em média, muito inferior a 100 mil por ano<sup>3</sup>, enquanto a demanda por novas moradias era estimada em 1 milhão de unidades residenciais por ano.

A análise da experiência de vários países, sobretudo dos Estados Unidos da América (EUA), mostra que o crescimento do financiamento habitacional está intimamente ligado à existência de garantias efetivas de retorno dos recursos aplicados, liberdade na contratação das operações e um mercado de crédito imobiliário capaz de captar recursos de longo prazo, principalmente junto a grandes investidores.

Enquanto o sistema anterior, o SFH, apresentava deficiências, que vinham reduzindo progressivamente a sua participação nos financiamentos, o novo modelo, o SFI, prometia trazer uma série de inovações para permitir uma rápida modernização de todo o setor, com reflexos altamente positivos nas indústrias da habitação e da construção civil.

Hoje, cerca de oito anos depois de sua criação, apesar de as séries históricas demonstrarem um crescimento<sup>4</sup> na emissão e distribuição de CRI's, a partir de 2001, conforme veremos no corpo deste trabalho, já se pode perceber que o objetivo social mais nobre e constitucional da criação do SFI, o compromisso governamental com o atendimento da demanda por moradias, não vem sendo alcançado, uma vez que a maior parte dos CRI's emitidos pelas companhias securitizadoras de créditos imobiliários destinam-se à construção

---

<sup>2</sup> Fonte: Fundação João Pinheiro

<sup>3</sup> Fonte: Fundação João Pinheiro

<sup>4</sup> Fonte: Comissão de Valores Mobiliários

de galpões industriais, terminais logísticos e outros empreendimentos de interesse industrial e comercial..

É verdade que, no bojo do crescimento das emissões de CRI's há, em menor escala, aquelas destinadas a propósitos sociais mais elevados, como a construção de escolas e hospitais, havendo no entanto emissões visando, também, à construção de *shopping centers*.

Observa-se que na Exposição de Motivos da Lei 9.514/97 (Lei do SFI) os então ministros Pedro Malan e Antônio Kandir preconizavam não somente o atendimento à demanda por moradias, mas também a geração de empregos e o crescimento econômico em bases auto-sustentáveis. O crescente surto de emissões de CRI's, conforme acima mencionado, demonstra claramente que a maior beneficiada, caso esse mercado se firme nessas bases, será a indústria de construção civil.

Nada de errado com isso, considerando-se o grande efeito multiplicador desta indústria, cuja participação no PIB brasileiro equivale a 8%, sendo responsável por cerca de 66% dos investimentos totais do país, respondendo, ainda, por nada menos que 4 milhões e quatrocentos mil empregos na economia formal<sup>5</sup>.

O objetivo da presente monografia, no entanto, é a análise da criação do SFI, e conseqüentemente dos CRI's, abordando os motivos e as falhas no cumprimento de sua função de fomentar o crescimento habitacional como substituto ou coexistindo com o SFH.

---

<sup>5</sup> Fonte: Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - FIBGE

## **II. HISTÓRICO DA CRIAÇÃO DO SFI E DOS CRI's**

Este Capítulo apresenta o histórico do financiamento imobiliário no Brasil, tendo sido o SFH o seu principal organizador e intermediário. Apresenta, também, um resumo das perspectivas e possibilidades representadas pelo SFI, voltado principalmente para as denominadas “moradias de mercado”, destinadas às classes média e alta.

Atualmente, há dois sistemas que regem os financiamentos imobiliários no Brasil, o SFH e o SFI.

### **2.1. Sistema Financeiro da Habitação (SFH)**

O mais antigo deles, o SFH, criado ainda na década de 1960, passou pelos mais diversos ambientes econômicos, ultrapassando momentos de mega-inflação alternados com períodos de relativa estabilidade monetária. Tal volatilidade do ambiente econômico fez com que este sistema sucumbisse às adversidades, sofrendo diversas perdas decorrentes de políticas mal formuladas, chegando à situação de completo desgaste na qual se encontra hoje.

As políticas voltadas para o setor imobiliário, ditadas pelo SFH, foram calcadas sobre fontes ou de financiamento público ou altamente regulamentadas, além de serem escassas e incompatíveis com os longos prazos inerentes ao segmento.

Com o objetivo de facilitar e promover a construção e a aquisição da casa própria foi criado, então, pelo Governo Federal, em 1964, o SFH, sendo composto pelos seguintes integrantes:

- o Banco Nacional da Habitação (BNH): constituído com a finalidade de orientar, disciplinar e controlar o SFH. Cabia ao BNH incentivar a formação de poupança para o sistema, disciplinar o acesso das sociedades de crédito imobiliário ao mercado de capitais, operar os serviços de redesconto e de seguros, garantindo os recursos creditados, e refinar as operações das sociedades de crédito imobiliário. Entre suas principais funções estava a de estabelecer as condições gerais dos financiamentos sob o SFH, tais como prazos, juros, condições de pagamento e garantias;
- e as Sociedades de Crédito Imobiliário (SCI's) : funcionavam como agentes financeiros do sistema e dependiam do BNH para funcionar. Eram limitadas a operar no financiamento para construção, venda ou aquisição de habitações, sendo-lhes vedada a possibilidade de qualquer outro tipo de operação.

Assim, o BNH era a principal engrenagem de um sistema cujas principais normas eram determinadas exclusivamente pelo setor público, sendo a iniciativa privada responsável apenas pela promoção e execução de projetos de construção de habitações segundo as diretrizes urbanísticas locais.

Os recursos arrecadados pelo FGTS eram geridos pelo BNH, que os usava para financiar e refinar a elaboração e execução de conjuntos habitacionais diretamente ou indiretamente, através de refinanciamentos às SCI's. Estas últimas, além dos recursos do BNH, podiam captar junto ao público através de dois instrumentos: a caderneta de poupança e as letras hipotecárias.

Dessa forma era oferecida aos mutuários a possibilidade de adquirir imóveis a prazo, os quais por sua vez eram repassados pelo construtor às SCI's, como garantias aos empréstimos fornecidos.

Juntamente com a lei que instituiu o SFH, foi, também, instituída a correção monetária, que permitiu o reajuste das prestações de amortizações e juros com a correção do valor monetário da dívida, sendo tal indexador calculado mensalmente pelo governo. A correção monetária foi um instrumento essencial para a solvência do sistema em situações de elevação de taxas de inflação. Além de corrigir o valor da dívida do mutuário, era aplicada nos depósitos de cadernetas de poupança, das letras hipotecárias e do FGTS.

Destarte, tanto as condições favoráveis referentes à atratividade das aplicações, derivadas dos fatores segurança e rentabilidade atribuídos aos depósitos em cadernetas de poupança e letras imobiliárias, quanto as condições favoráveis de lucratividade das SCI's, uma vez que as taxas cobradas dos mutuários eram superiores àquelas pactuadas com o BNH, fizeram com que houvesse grande oferta de recursos no estágio posterior à adoção do SFH. Tal fato permitiu uma grande alavancagem do setor de construção civil, destinado a produzir habitações em nível coerente com déficit de moradias no país.

Porém, o ponto que se mostrou fatal ao SFH, com a elevação posterior da inflação, foi o desequilíbrio gerado pelos critérios de reajuste das prestações e do principal da dívida.

Inicialmente, todos os valores eram reajustados conforme variação do salário mínimo. Entretanto, verificada a inconveniência macroeconômica desse indexador, em 1965 foi determinada a Unidade Padrão de Capital (UPC) como novo indexador do principal da dívida do mutuário, a qual seguia os mesmos índices de variação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN's). Como as prestações continuavam sendo reajustadas conforme a variação do salário mínimo, criou-se um descolamento entre essas duas variáveis, gerando saldos residuais para o mutuário..

Já em 1967, a legislação previa que, na existência de saldo residual ao final do prazo contratual, o mutuário teria um prazo adicional equivalente à metade do prazo original para quitar o débito.

Tal fator, além de criar intenso mal-estar entre os mutuários, jamais seguros da quitação total do imóvel, apresentava riscos à entidade financiadora, que assistia passivamente ao aumento do principal da dívida sem que as prestações fossem necessariamente reajustadas. Visando a reduzir tais incertezas, o BNH instituiu, em 1967, um novo plano de reajustamento: as prestações seriam corrigidas anualmente conforme variação do salário mínimo, e foi criado o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), que garantiria, tanto aos mutuários como às SCI's, a quitação total do financiamento ao fim do contrato. Após um aporte inicial do BNH, os recursos direcionados ao fundo proviriam de contribuições feitas pelos mutuários que optassem pela cobertura do FCVS.

Porém, devido à grande elevação inflacionária, principalmente a partir da década de 1980, verificou-se um deslocamento acentuado entre o valor do principal e o das

prestações pagas, gerando, agora, enormes saldos residuais ao final do período de pagamentos.

Conforme pretendido, o FCVS arcou com o pagamento desses saldos, cujas obrigações rapidamente superaram o montante de contribuições dos mutuários. A combinação desses fatores resultou em uma dívida gigantesca, da ordem de R\$ 50 bilhões<sup>6</sup>.

Em muitos casos, as prestações dos financiamentos mais antigos cobriam não mais que 15% do valor dos juros devidos, gerando amortizações negativas que tornaram inconsistente a trajetória do principal da dívida.

A extinção do BNH em 1986 e a constante transferência do FCVS – inicialmente ao Banco do Brasil, depois para o Ministério da Habitação, e assim sucessivamente até chegar às mãos da Caixa Econômica Federal – deteriorou ainda mais a situação do fundo pela falta de normas e de estrutura de seus novos gestores, de tal forma que as inconsistências, ou melhor, “o rombo” acabou sendo absorvido pelo Tesouro Nacional.

Em suma, ao todo, o SFH financiou a aquisição de 6,8 milhões de unidades residenciais nos seus 37 anos de funcionamento, entre 1964 e 2000, sendo que a maior parte destas correspondeu à construção de novas moradias. Inicialmente, observou-se crescimento quase contínuo no número de unidades financiadas, atingindo o auge de 627 mil em 1980. Porém, com a degradação sistema, conforme acima explicitada, houve redução drástica no montante financiado, atingindo uma média inferior a 150 mil unidades ao ano entre 1983 e 1996<sup>7</sup>.

Assim, os recursos do SFH, que eram responsáveis pela produção de cerca de 38% das unidades entre 1973 e 1980, tiveram sua participação reduzida para níveis em torno de 20% de 1981 até 1994<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> Fonte: Fundação João Pinheiro

<sup>7</sup> Fonte: Fundação João Pinheiro

<sup>8</sup> Fonte: Fundação João Pinheiro

A estabilidade monetária vivida a partir da implantação do Plano Real, em julho de 1994, abriu novas perspectivas otimistas de um reaquecimento do setor imobiliário. Contudo, as expectativas ainda não foram confirmadas no período recente, durante o qual, mesmo tendo ocorrido um aumento<sup>9</sup> no número médio de unidades financiadas pelo SFH, para 175 mil entre 1997 e 2000, não foi verificada redução do déficit habitacional.

A combinação de altos índices de inadimplência dos mutuários com o custo de oportunidade exorbitante, medido pelas maiores taxas de juros reais do mundo oferecidas pelos títulos públicos durante todo o Plano Real e o atual governo Lula, fez e faz com que as instituições financeiras privadas desconsiderassem a atividade de concessão de crédito de longo prazo para aquisição de habitações no Brasil.

A ausência de crédito habitacional, pelos motivos acima apontados, levou à situação atual, na qual cerca de 80% do total destinado ao financiamento imobiliário provém dos próprios incorporadores<sup>10</sup>, o que acaba por reduzir ainda mais a capacidade de geração de novas unidades. O resultado desta escassez de recursos foi uma elevação do déficit habitacional brasileiro, que atinge números superiores a 7 milhões de unidades<sup>11</sup>.

Além disso, conforme demonstram Carneiro e Valpassos<sup>12</sup>, o setor emprega menos de 1% da população nacional, enquanto, por exemplo, no Chile esse número é de 2,5%. As principais causas desse déficit são a incapacidade da classe média em obter financiamento suficiente (50% a 75% do valor da propriedade) para aquisição da casa própria e os baixos níveis de renda de grande parte da população brasileira, agravados pela inexistência de linhas de crédito de longo prazo.

Destarte, surgiu a necessidade de criação de um novo sistema fomentador da habitação, o SFI, cujos objetivos, estrutura de funcionamento e performance no Brasil analisaremos no Capítulo IV.

## 2.2. Sistema Financeiro Imobiliário (SFI)

---

<sup>9</sup> Fonte: Fundação João Pinheiro

<sup>10</sup> Fonte: Associação Brasileira de Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança - ABECIP

<sup>11</sup> Fonte: Fundação João Pinheiro

<sup>12</sup> Para um estudo mais completo do modelo habitacional chileno ver “Financiamento à Habitação e Instabilidade Econômica” de Dionísio Dias Carneiro e Marcos Vinícius Ferrero Valpassos, Editora FGV, 2003.

Com a sanção da Lei nº 9.514 pelo presidente Fernando Henrique Cardoso, em 20 de novembro de 1.997, um projeto que vinha sendo sugerido e desenvolvido pelo setor de crédito imobiliário, desde o início daquela década, tornou-se realidade. A criação do SFI criou algumas condições básicas necessárias para que se iniciasse no Brasil uma nova e importante fase do financiamento imobiliário.

A análise da experiência de países com sistemas habitacionais desenvolvidos mostra que o crescimento do financiamento habitacional está intimamente ligado à existência de garantias efetivas de retorno dos recursos aplicados, liberdade na contratação das operações e um mercado de crédito imobiliário capaz de captar recursos de longo prazo, principalmente junto a grandes investidores.

Os principais conceitos novos instituídos pela Lei do SFI são a securitização de créditos imobiliários, a criação dos próprios Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI's) e das companhias securitizadoras de créditos imobiliários (CSCI's), a instituição do regime fiduciário sobre tais créditos imobiliários, da alienação fiduciária de bens imóveis e de garantias para as operações de financiamento imobiliário.

Securitização é uma palavra que foi adaptada do inglês *securitization*, derivada da denominação genérica dos valores mobiliários naquele idioma, *securities*. Desta forma, o termo securitização transmite a idéia de utilizar ou criar valores mobiliários, significando a transformação de um bem, direito de crédito ou expectativa de receita futura em valor mobiliário. O termo é também usado para designar operações em que o valor mobiliário emitido esteja lastreado ou vinculado a um direito de crédito, ou simplesmente recebível. Portanto, securitizar é vender, no mercado de capitais, valores mobiliários garantidos por um fluxo de caixa oriundo de contas a receber.

Na década de 1970, os profissionais do mercado financeiro internacional definiram securitização como a prática de estruturar e vender investimentos negociáveis de forma que seja distribuído entre diversos investidores um risco que, normalmente, seria absorvido por um só credor, ou seja, foi o termo utilizado para descrever o processo pelo qual empresas que usualmente tomavam empréstimos do sistema bancário passaram a levantar recursos no mercado de capitais por meio de emissões de valores mobiliários.

Essas empresas “securitizaram” suas dívidas, ou seja, seus passivos passaram a consistir de títulos (*securities*) distribuídos no mercado e não mais somente de empréstimos e financiamentos.

A experiência internacional indicava a securitização como uma saída natural para o grave déficit habitacional em países como o Brasil, já que o volume de capitais do sistema financeiro nacional não seria suficiente para prover o montante necessário de financiamento.

A criação do SFI foi um passo importante, para permitir o acesso ao mercado de capitais pelas construtoras, incorporadoras e instituições financeiras originadoras de financiamentos imobiliários.

Assim, a securitização imobiliária é um tema de interesse para empresas participantes das duas pontas do processo de intermediação: companhias que buscam financiamento para a construção e investidores do mercado de capitais.

Também é um tema importante para os intermediários como: agências de fomento, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, caixas econômicas, companhias hipotecárias e sociedades de crédito imobiliário.

Nos termos do Art. 8º da Lei do SFI, a securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, recebíveis, mediante um Termo de Securitização de Créditos lavrado por companhia securitizadora.

Já o CRI, valor mobiliário de emissão exclusiva das companhias securitizadoras, foi criado para a captação de recursos dos investidores institucionais, em prazos compatíveis com as características do financiamento imobiliário, abrindo, assim, perspectivas então inéditas para um mercado secundário de créditos imobiliários no Brasil.

O CRI é emitido a partir do Termo de Securitização, que é o documento, com valor legal, onde são listados todos os créditos imobiliários que servem de lastro para a emissão dos certificados. O Termo de Securitização é levado ao Registro de Imóveis para averbação. O passo seguinte é o registro dos CRI's na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, após atendimento das exigências previstas, até o final de 2.004, na Instrução CVM nº 284/98, e, posteriormente, na Instrução CVM nº 414/04, que revogou a primeira, criando maiores facilidades visando, principalmente, à expansão do mercado secundário de CRI's, permitindo a emissão e distribuição de CRI's com valor nominal inferior a R\$ 300.000,00, almejando a inclusão dos pequenos investidores neste mercado secundário, batizados como “CRI's de varejo”, mas com um nível de exigências mais formais para seu registro na CVM.

As transações feitas com os CRI's, por sua vez, são necessariamente registradas em sistema centralizado de custódia e liquidação de títulos privados, o que propicia grande segurança e transparência para os investidores.

A legislação estabelece que as CSCI's, a exemplo das empresas similares que tanto sucesso alcançaram nos EUA, são organizadas na forma de sociedades por ações, de natureza não-financeira, tendo por finalidade a aquisição e securitização de créditos imobiliários em geral e a colocação dos CRI's no mercado de capitais, podendo, ainda, emitir debêntures e outros títulos de crédito, com a finalidade de captar os recursos dos investidores institucionais.

Tais securitizadoras, que hoje já alcançam a marca de 11 companhias privadas de capital aberto registradas na CVM, adquirem os créditos imobiliários junto à chamadas “empresas originadoras”, quais sejam, as instituições financeiras autorizadas pelo Banco Central do Brasil a operar no SFI, concedendo empréstimos e financiamentos para a aquisição ou a produção de imóveis.

É a Seção VI da Lei do SFI, a partir do seu Art. 9º, que institui o regime fiduciário sobre os créditos imobiliários, com o objetivo de conferir maior segurança aos investidores em CRI's. Ao emitir uma série de CRI's, a companhia securitizadora poderá, e pelo que demonstram as séries históricas em quase todas as emissões essas empresas o fazem, atribuir caráter fiduciário à propriedade dos créditos imobiliários que lhe servirem de lastro.

Dessa forma tais créditos serão excluídos do patrimônio da securitizadora, criando-se assim sociedades ou empreendimentos de propósito específico com o objetivo

exclusivo de garantir os direitos dos investidores. Nem mesmo a própria securitizadora poderá fazer uso deles. Uma vez segregados do patrimônio comum da securitizadora e integrados aos patrimônios separados, o que é realizado através do Termo de Securitização, os créditos imobiliários submetidos a tal regime fiduciário não estarão ao alcance de qualquer ação judicial por credores da companhia securitizadora. Ficam, dessa forma, os direitos dos investidores, titulares dos CRI's, imunes aos efeitos de uma eventual insolvência da securitizadora.

Muito importante, também, foi a extensão do instituto da alienação fiduciária de bens móveis aos bens imóveis, instituída no Capítulo II, a partir do Art. 22 da Lei do SFI. Responsável pelo sucesso da venda financiada de veículos automotores e outros bens, veio, a alienação fiduciária, facilitar a resolução de um dos principais problemas que atormentam o setor de crédito imobiliário, representado pelos intermináveis procedimentos judiciais necessários para a retomada de imóveis em caso de inadimplência ou *default*.

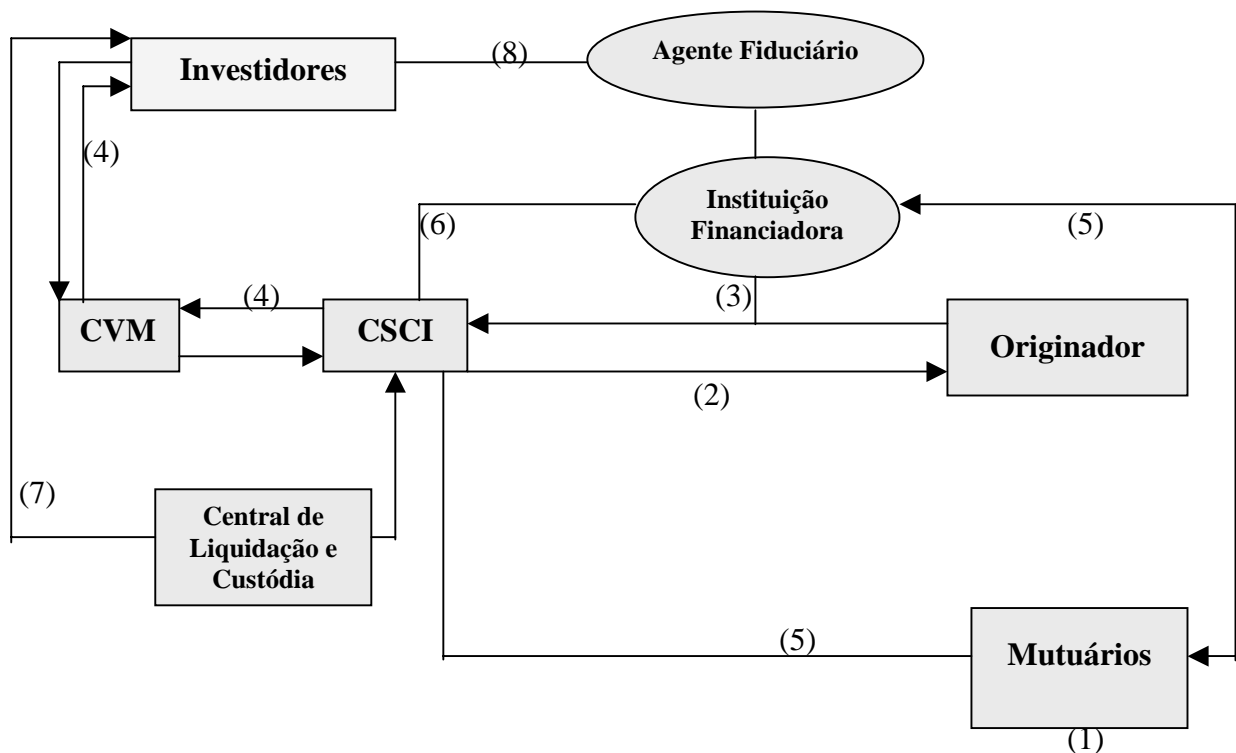
Pelo contrato de alienação fiduciária, o proprietário de um imóvel (residência, loja, escritório, galpão industrial, terminal logístico, etc...) efetuará, em garantia do respectivo financiamento, a alienação fiduciária do imóvel à entidade financiadora, transferindo a esta a propriedade fiduciária e a posse indireta. Até o final da liquidação do financiamento, o devedor será possuidor direto do imóvel, à semelhança do que ocorre na aquisição de um automóvel com alienação fiduciária em favor da financeira.

Por fim, outra relevante providência da Lei do SFI são as garantias, facultadas em seu Art. 17, para as operações de financiamento imobiliário. Dada a necessidade essencial dos negócios de renda fixa – que é a confiança no recebimento dos créditos por eles representados quando da compra dos CRI's – o SFI seria inviável caso não houvesse garantias, ainda que parciais, do cumprimento do fluxo de caixa estipulado, no caso de inadimplência do mutuário. A referida Lei, mesmo não obrigando a contratação de tais garantias, a faculta, o que é primordial ao funcionamento do sistema. As garantias aqui mencionadas tratam-se de hipoteca, cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de contratos de alienação de imóveis, caução de direitos creditórios decorrentes de contratos de venda ou promessa de venda de imóveis e a supramencionada alienação fiduciária de coisa imóvel.

Assim, expostas as principais características inovadoras da Lei do SFI, podemos resumir os passos fundamentais que estruturam a securitização de recebíveis imobiliários:

- a securitização de recebíveis ocorre mediante a cessão, por parte de uma instituição financeira cedente, de determinados créditos ou recebíveis imobiliários que aquela detém para com terceiros (devedores), oriundas de empréstimos, financiamentos e operações de arrendamento mercantil;
- tais créditos, obrigatoriamente, deverão ser cedidos a uma companhia securitizadora, que nada mais é que uma sociedade de propósito específico (SPE) que terá a função de converter os recebíveis em lastro para a emissão posterior de valores mobiliários, os CRI's, a serem ofertados, aos investidores;
- uma vez adquiridos os CRI's, pelos investidores, seus recursos serão disponibilizados à companhia securitizadora, recursos estes que serão repassados à instituição financeira cedente, com o intuito de liquidar a operação de cessão ocorrida na etapa anterior;
- liquidada a cessão dos recebíveis acima descrita, a companhia securitizadora (cessionária) passa a ser a legítima credora dos valores devidos pelos devedores ou mutuários, que pagarão, diretamente a securitizadora, os valores das prestações relativas aos empréstimos, financiamentos ou operações de arrendamento mercantil contratadas anteriormente. Os montantes recebidos pela companhia securitizadora serão transferidos aos investidores, na proporção e prazo dos valores mobiliários por eles subscritos, os CRI's;
- e, por fim, é através do ganho oriundo do deságio obtido na operação de cessão dos recebíveis pela originadora e de uma taxa de administração das operações que as companhias securitizadoras geram seus resultados.

Apresentamos, a seguir, a estrutura típica de uma operação de securitização de recebíveis imobiliários no Brasil.



- (1) os financiamentos hipotecários são originados por uma incorporadora, na fase de construção. Nesse período, usualmente de 18 a 30 meses, os mutuários fazem pagamentos diretamente à incorporadora;
- (2) quando finda o período de construção, as parcelas remanescentes da dívida hipotecária são adquiridas pela CSCI;
- (3) a instituição financeira então assume 100% dessa nova dívida, face ao mutuário;
- (4) os investidores compram os CRI's, emitidos pelas CSCI's, em conformidade com a regulamentação da CVM;
- (5) os mutuários efetuam pagamentos mensais à emissora dos CRI's, a CSCI, através da rede bancária;
- (6) diariamente a instituição financeira reconcilia a conta da CSCI – sempre que um mutuário efetua um pagamento, o sistema bancário, automaticamente, envia as informações ao sistema da instituição financeira;
- (7) a CSCI usa os procedimentos de Centrais de Custódia e Liquidação de Títulos Privados para efetuar os pagamentos, normalmente em bases mensais, aos investidores em CRI's;
- (8) o agente fiduciário, atuando na defesa dos direitos dos investidores, é responsável pelo acompanhamento da regularidade dos procedimentos dos pagamentos dos rendimentos dos CRI's. Caso a instituição financeira não cumpra com suas responsabilidades ou quaisquer condições, o agente fiduciário será responsável por cobrar o desempenho correto das funções da instituição financeira ou pela sua substituição, caso seja necessária. Na hipótese de falência ou concordata da CSCI, o agente fiduciário passa a ser responsável pela administração daqueles ativos que compõem aquele patrimônio separado.

Finalizando este Capítulo, cabe ainda identificar a classificação de dois tipos de CRI's quanto ao lastro de recebíveis, um dos pontos centrais da discussão a ser desenvolvida no Capítulo IV adiante, quais sejam:

- os CRI's lastreados em recebíveis residenciais pulverizados (*Residential Mortgage-backed Securities*) – que financiam projetos imobiliários residenciais na falta do crédito imobiliário advindo do setor financeiro ou de capital acumulado no setor;
- e os CRI's lastreados em créditos corporativos (*Commercial Mortgage-backed Securities*) – que financiam a construção de hospitais, centros de distribuição, unidades fabris, terminais logísticos, prédios de escritórios, etc..., ou seja, financiam a componente imobiliária de projetos de investimento de qualquer espécie, à exceção de unidades habitacionais.

### III. O MODELO AMERICANO DE FINANCIAMENTO HABITACIONAL

Para se tentar compreender onde se pode chegar em termos de desenvolvimento dos mercados primário e secundário de hipotecas e do financiamento habitacional, devemos, necessariamente, estudar o modelo americano.

Embora muitos tipos distintos de empréstimos e ativos presentes nos balanços dos intermediários financeiros estejam atualmente sendo securitizados, como recebíveis de cartões de crédito, financiamento de automóveis, crédito educacional e outros, o uso original do processo de securitização ocorreu como resultado de programas governamentais que visavam aumentar a liquidez do mercado de financiamento hipotecário residencial. Esses programas subsidiaram, e ainda subsidiam, indiretamente o crescimento da propriedade de residências nos Estados Unidos.

Portanto, ao analisar o caso americano deve-se ter em mente que o desenvolvimento do mercado imobiliário não foi destituído de incentivo governamental. O governo americano tem influenciado decisivamente o comportamento dos diversos setores participantes desse mercado, através da criação de agências governamentais ou do patrocínio de algumas entidades. Cada um desses organismos, os quais definiremos mais adiante, tem realizado uma ou mais das seguintes funções:

- (a) promover seguros ou garantir os empréstimos hipotecários contra o risco de *default*.  
Desta forma, certos setores da população menos favorecida começaram a ter acesso ao crédito imobiliário, tornando as letras hipotecárias - no caso americano conhecidos como *MBS (Mortgage-backed Securities)*, com características semelhantes aos CRI's no Brasil – atraentes para os investidores;
- (b) introduzir e promover diversos tipos de ativos lastreados em hipotecas, garantindo esses produtos contra o risco de *default*, de maneira a permitir que os mais diversos setores da

economia, inclusive investidores institucionais, direcionassem recursos para o mercado imobiliário;

- (c) padronizar os termos contratuais e a documentação dos empréstimos hipotecários como resultado do processo de garantia e securitização de hipotecas;
- (d) gerar liquidez para o mercado através da compra de empréstimos e financiamentos hipotecários;
- (e) promover facilidades de crédito para alguns fornecedores de financiamentos imobiliários;
- (f) e subsidiar financiamentos a taxas de juros inferiores às de mercado para a construção de habitações para a população de baixa renda.

### 3.1. Os Pilares do Desenvolvimento do Mercado Secundário de Hipotecas nos EUA

Para compreender os fundamentos que possibilitaram o sucesso desse mercado nos EUA, devemos nos remeter até a época da Grande Depressão Americana de 1929.

Através do *National Housing Act* de 1934, o congresso americano fundou a *Federal Housing Administration (FHA)* - orientada com o objetivo de amortecer os efeitos da depressão e gerar condições para o reaquecimento da economia - que desenvolveu a hipoteca tradicional e reduziu o risco de crédito dos investidores ao oferecer seguro contra o possível *default* do tomador dos financiamentos imobiliários. Para que fosse feito o seguro, alguns parâmetros definidos pela *FHA* tinham que ser satisfeitos pelo mutuário. Iniciou-se naquele momento o processo de padronização de hipotecas. Essa padronização viabilizou o fortalecimento do mercado secundário de hipotecas e foi um dos principais fatores que possibilitaram a securitização em massa de recebíveis imobiliários, anos mais tarde.

Juntamente com a *FHA* e outros institutos federais, estaduais e locais, a *Veterans Administration (VA)*, outra agência governamental provedora e seguradora de financiamentos imobiliários, desenvolveram os principais programas instruídos a gerar as condições necessárias ao funcionamento satisfatório do sistema de financiamento imobiliário.

- (a) Programas do Governo Federal

Os principais programas de atuação do governo federal americano são os desenvolvidos pela *FHA*. Entre seus objetivos está o de oferecer financiamentos que ajudem a melhorar as condições básicas de habitação para a população de baixa renda, viabilizando a aquisição de unidades residenciais com condições mais favoráveis que aquelas encontradas em mercado.

A maioria dos planos oferecidos pela agência apresenta vantagens únicas aos compradores, quando comparadas aos financiamentos convencionais. Segundo Boykin e Haney<sup>13</sup>, o programa de maior sucesso, responsável por cerca de 15% do total de residências financiadas nos EUA, é o de financiamento de unidades unifamiliares, cujas principais vantagens estão abaixo listadas:

- há menor necessidade de pagamento inicial, que chega a apenas 1,25% do valor de unidades com preço inferior a US\$ 50.000,00. Em financiamentos usuais o montante dado como entrada oscila entre 15% e 20% do valor do imóvel;
- o seguro contra inadimplência cobre 100% do principal, enquanto tal garantia é de cerca de 25% em hipotecas convencionais, permitindo, assim, redução nas taxas de juros cobradas dos mutuários;
- o prêmio referente ao seguro contra o risco de inadimplência pode ser financiado por 30 anos, diferentemente do caso usual, onde o desembolso é efetuado concomitantemente com o pagamento da entrada;
- e, caso o mutuário queira vender o imóvel e repassar a hipoteca, os juros não sobem, diferentemente do caso onde há negociação do principal, ficando sujeito à elevação da taxa.

As duas principais variáveis analisadas pela *FHA* no momento de conceder o financiamento são os gastos do mutuário com a aquisição e utilização da residência e outros desembolsos que comprometam sua renda. A primeira soma os dispêndios com as prestações, incluindo amortização e juros, impostos de propriedade, taxas condominiais e seguros básicos. A segunda, de âmbito mais amplo, analisa outras despesas fixas da família, tais como prestações de automóveis, gastos com educação, alimentação, vestuário e outros.

---

<sup>13</sup> BOYKIN, James H. e Richard L. HANEY Jr. *Financing Real Estate*, Segunda edição, editora Prentice-Hall.

Assim é possível determinar a capacidade de pagamento dos mutuários e a probabilidade de inadimplência, dados os cenários econômicos simulados. Segundo os critérios adotados<sup>14</sup>, os encargos calculados no âmbito da primeira variável não podem ultrapassar 29% da renda total familiar, enquanto tal percentual não pode ser superior a 41% no caso da segunda variável, ou seja, um comprometimento máximo, somadas as duas variáveis, de 70% da renda familiar.

O financiador das hipotecas é uma instituição financeira, de forma que a taxa de juros na operação é livre. Porém, dadas as condições de risco das letras oriundas dos financiamentos sob o sistema da *FHA*, que garante a totalidade do principal em caso de inadimplência, as taxas são as menores disponíveis no mercado hipotecário americano, dado que seu risco é praticamente nulo (*risk free*), propiciando a possibilidade de aquisição de residências de baixo valor a custos reduzidos.

Além desse programa, a *FHA* disponibiliza diversas outras linhas de financiamento, cada qual adequada às classes a serem beneficiadas pelo crédito.

#### (b) Programas dos Governos Estaduais e Locais

As autoridades locais e estaduais apresentaram postura pouco ativa até os anos 70, quando iniciaram a participação de maneira mais ostensiva de concessão de crédito relativo ao mercado imobiliário. A maior parte desse envolvimento, no entanto, se refere à assistência indireta gerada pelo financiamento a obras de infra-estrutura comunitária, tais como pavimentação, condições sanitárias e outras.

A exceção a essa regra é constituída pelas agências habitacionais locais, que fornecem financiamentos de forma direta ou indireta, desenvolvem programas junto ao governo e disponibilizam técnicas para aqueles que as necessitam.

---

<sup>14</sup> CARNEIRO e VALPASSOS, 2003.

Agências com as finalidades acima descritas foram criadas em todos os estados americanos, e são conhecidas como *HFAs (Housing Finance Agencies)*. Em geral as *HFAs* estaduais são corporações públicas independentes, permitindo uma administração mais flexível. Desta forma, a maior parte dessas agências não está sujeita às restrições impostas pelos orçamentos estaduais ou locais.

Compõem uma diretoria típica das *HFAs* membros do governo, do mercado financeiro, do setor trabalhista e do setor imobiliário, o que demonstra a amplitude dos objetivos das agências. A característica mais importante é a de suprir a necessidade de habitação para as populações de baixa e média rendas. A principal fonte de recursos para o desenvolvimento dos modelos adotados pelas *HFAs* se dá através da emissão de títulos lastreados em hipotecas com isenção fiscal sobre os ganhos.

Tal emissão permite a alavancagem de um mercado líquido de letras hipotecárias locais, angariando mais recursos para o programa. Como os títulos constituem-se como obrigações “morais” do Estado ou do governo local, eles oferecem seguros contra inadimplência, também, que apesar de não serem uma obrigação legal, permitem a captação a taxas mais favoráveis aos mutuários.

Com isso, é possível dar condições a famílias de renda baixa e que não tenham habitação própria, para que estas possam adquirir unidades residenciais modestas, opção inexistente no mercado hipotecário privado.

Isto posto, pode-se concluir que a securitização das hipotecas foi uma inovação financeira fundamental. Elas respondem pela maior parcela do mercado de ativos securitizados nos EUA. Porém, não veio ao acaso, na medida em que a securitização de financiamentos habitacionais foi, em grande medida, fruto de ações concebidas e deliberadas pelo poder público americano, conforme acima descritas.

Havia, também, a necessidade de que o mercado secundário de hipotecas evoluísse e amadurecesse para que fossem atraídos novos investidores e recursos financeiros, inclusive e principalmente os investidores institucionais.

A solução proveio da criação de agências regulamentadas pelo governo e que tinham como objetivo final a criação de liquidez para a comercialização de hipotecas. Podemos citar três agências que foram fundamentais para esse desenvolvimento:

(a) *Federal National Mortgage Association (FNMA)*

Conhecida como *Fannie Mae*, é a mais antiga destas agências. Foi criada em 1938 para ajudar a resolver problemas de financiamento causados pela grande depressão. Originalmente, estava autorizada a comprar empréstimos concedidos pela *FHA*. Em 1968 o Congresso americano dividiu a *FNMA* original em duas agências, a *FNMA* atual e a *Government National Mortgage Association (GNMA)*, ou *Ginnie Mae*.

A *Fannie Mae* tornou-se, então, uma empresa privada com o privilégio, concedido pelo Congresso, de fomentar o mercado secundário para hipotecas convencionais, isto é, para empréstimos que não sejam concedidos pela *FHA* ou garantidos pela *VA*, e não convencionais, aqueles concedidos e garantidos por estas instituições.

Embora seja hoje uma empresa privada com ações negociadas nas principais Bolsas americanas, na mente de muitos investidores ainda conta com o apoio implícito do governo, o que a faz equivalente a uma entidade sustentada pelo governo. Na realidade, este ponto de vista é reforçado pelo fato de que a *FNMA* conta com uma linha garantida de crédito disponível com o Tesouro dos Estados Unidos, em caso de necessidade de fundos em condições de emergência.

Especificamente, a *FNMA* gera títulos lastreados em empréstimos hipotecários adquirindo pacotes desses empréstimos de bancos comerciais e bancos de poupança. Financia tais compras vendendo esses *MBS's*, os “*CRI's* americanos”, a investidores externos ao sistema como companhias de seguro de vida e fundos de pensão. Além disso, envolve-se com *swaps* mediante os quais troca *MBS's* com intermediários financeiros por empréstimos hipotecários originais. Como os títulos emitidos pela *FNMA* são acompanhados por garantias de pagamento integral e em dia de juros e principal, o intermediário financeiro que recebe os *MBS's* pode, a seguir, revendê-los no mercado de capitais ou mantê-los em sua carteira, o que, de qualquer forma, se traduz na criação de liquidez para o mercado secundário de *MBS's* perseguida pelo sistema.

A reputação de ser uma empresa sólida, bem gerida e lucrativa pode ser evidenciada pela sua capacidade de gerar lucros que crescem a taxas de dois dígitos ano após ano. Mesmo num ambiente de taxas de juros voláteis e mudanças nas condições de crédito, a *FNMA* tem sido uma das oito empresas<sup>15</sup> que fazem parte do *Standard & Poor's 500* que apresentaram taxas de crescimento de dois dígitos nos lucros operacionais por ações nos últimos 15 anos.

A *FNMA* é uma entidade mais ativa que a *GNMA*, no que concerne à criação de títulos com lastro em hipotecas, os *MBS's*. Enquanto a *GNMA* apenas patrocina tais programas, a *FNMA* efetivamente ajuda a criar os *MBS's*, por meio da compra e manutenção de empréstimos hipotecários em seu balanço. Também emite obrigações diretamente para financiar tais compras.

(b) *Government National Mortgage Association (GNMA)*

Conhecida como *Ginnie Mae* começou a operar, como vimos acima, em 1968, quando se separou da *FNMA*. É uma autarquia governamental com duas funções básicas. A primeira é dar apoio aos programas de criação de *MBS's* por intermediários financeiros tais como bancos comerciais, bancos de poupança e instituições de crédito imobiliário. A segunda é dar garantia a investidores nesses valores mobiliários quanto à transferência, em dia, dos pagamentos de principal e juros dos títulos apoiados por esses programas. A *GNMA* oferece seguro de pagamento em dia.

Agindo como patrocinadora e fornecedora de garantia, a *GNMA* apóia somente aqueles pacotes de hipotecas que contenham empréstimos imobiliários cujo risco de inadimplência ou de crédito seja segurado por um dos seguintes três órgãos governamentais: *FHA* e *VA*, já descritos anteriormente, e *FMHA* (*Farmer's House Administration*).

Os empréstimos imobiliários garantidos por essas entidades são voltados para grupos sociais que, alternativamente, teriam maiores dificuldades no mercado habitacional, tais como famílias de baixa renda, casais jovens e veteranos de guerra.

---

<sup>15</sup> Dionísio Dias CARNEIRO e Ilan GOLDFAJN, A Securitização de Hipotecas no Brasil, Texto para Discussão nº 426, Departamento de Economia PUC-RIO, junho de 2000.

Por esse motivo, existe um nível máximo de obrigação hipotecária no programa *FHA/VA/FMHA-GNMA* de securitização.

(c) *Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC)*

Conhecida como *Freddie Mac*, foi criada em 1970 com o objetivo de dar liquidez às hipotecas seguradas pela *FHA* e pela *VA*. Inicialmente era uma empresa supervisionada pelo governo e de propriedade da *12 Federal Home Loan Banks* e garantida pelas instituições de poupança federais. Em 1989, como parte do *Financial Institutions Reform Recovery and Enforcement (FIRREA)*, a *FHLMC* tornou-se uma empresa privada como a *FNMA*.

Desempenha uma função semelhante à da *FNMA*, exceto pelo fato de que sua atuação principal, que é em securitização, tem historicamente envolvido os referidos bancos de poupança. Como a *FNMA*, é uma pessoa jurídica de direito privado que conta com uma linha de crédito do Tesouro.

É a segunda maior agência de títulos lastreados em hipotecas. Efetivamente, tal como a *FNMA*, adquire pacotes de empréstimos hipotecários ou financiamentos de Instituições Financeiras e troca empréstimos por *MBS's*. A *FHLMC* também patrocina pacotes de hipotecas convencionais (não apoiadas nas agências governamentais), bem como pacotes de hipotecas não convencionais (emitidas pela *FHA* e seguradas pela *VA*), e garante o pagamento em dia de juros e principal dos títulos que emite.

Estas agências, *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, não são garantidas pela fé e créditos plenos do governo americano. Portanto, todos os investidores que compram ativos emitidos por tais agências estão incorrendo em risco de crédito.

Todavia, existe a crença generalizada de que o governo dos EUA não deixará que estas agências entrem em *default*, socorrendo-as em caso de crise generalizada de risco sistêmico. Esta questão é motivo de debate atual no Congresso Americano de onde devem emanar medidas que especifiquem de maneira mais clara os responsáveis finais pelos riscos envolvidos nas operações.

### 3.2. Evolução do Sistema de Crédito Imobiliário nos EUA

O setor de crédito imobiliário, baseado em hipotecas, é um exemplo de evolução na direção de maior eficiência do mercado de capitais americano. Inicialmente era extremamente especializado tanto no aspecto geográfico, quanto nos tipos de instituições que detinham hipotecas.

Como o setor imobiliário não é homogêneo, o processo de concessão de crédito era custoso. A inspeção da propriedade pelo emprestador e a necessidade de se conhecer o histórico de crédito do tomador de recursos faziam com que o crédito hipotecário fosse, na grande maioria das vezes, concedido a tomadores locais. Na mesma direção, as instituições voltadas para o crédito hipotecário eram eminentemente regionais, basicamente estaduais, sem uma atuação integrada em escala nacional.

O resultado final era uma disparidade de taxas dos empréstimos e financiamentos entre distintas regiões, em resposta a maior ou menor demanda por crédito e à disponibilidade de recursos em cada uma delas.

Várias modificações ocorreram e o mercado de hipotecas tornou-se extremamente sofisticado e eficiente. As hipotecas passaram a ser originadas por instituições não depositárias, que tinham caráter nacional. Mas foi a securitização de hipotecas que tornou o setor capaz de atender às necessidades dos tomadores de empréstimos e dos investidores desejosos de aplicar seus recursos em ativos percebidos como *risk free*, no caso os ativos lastreados em hipotecas emitidos pelas supracitadas agências patrocinadas pelo governo, e com retornos acima dos títulos da dívida pública americana.

A padronização dos contratos, agrupados como verdadeiros pacotes de *commodities*, foi um dos elementos que tornaram possível a securitização de hipotecas, ao viabilizar o distanciamento entre o mutuário e o emprestador final – o investidor detentor da obrigação lastreada nas hipotecas securitizadas, o investidor nos *MBS's* – tornando o risco de crédito passível de ser tratado de uma forma quase puramente estatística.

Uma característica do mercado de dívidas hipotecárias é que esta forma de empréstimos apóia-se na concessão de um bem imóvel como colateral do financiamento que está sendo concedido. Se os termos contratuais não forem cumpridos pelo devedor, o imóvel será tomado pelo credor que, via de regra, o colocará à venda e recuperará, pelo menos, parte de seus recursos alocados na operação.

A evolução deste mercado tem sido veloz. As inovações adotadas pelas instituições participantes permitem que os instrumentos disponíveis adaptem-se rapidamente às modificações do ambiente econômico, satisfazendo as necessidades de todos os agentes envolvidos: investidores, mutuários tomadores de empréstimos e do setor de construção civil.

A variedade dos instrumentos e dos respectivos graus de complexidade aumenta a probabilidade de que os papéis ofertados ofereçam rendimentos, prazos e fluxos de caixa esperados de acordo com as necessidades dos investidores potenciais.

Uma consequência natural desta evolução é a consistente redução da participação relativa das hipotecas originadas nos portfólios das próprias instituições originadoras e a concomitante elevação da participação das operações de securitização.

### 3.3. Dados Históricos e Comentários Referentes à Emissão de MBS's nos EUA

Impressiona, sobretudo, o papel das instituições e empresas norte-americanas no mercado imobiliário, os instrumentos de crédito provenientes de operações hipotecárias, a estrutura institucional que apóia esse segmento da economia, o potencial de crescimento, ainda hoje, do mercado, o volume de ativos das entidades participantes, os resultados financeiros auferidos e os montantes securitizados e em circulação.

A cultura do crédito imobiliário está consagrada. Adotando uma postura educacional, os agentes que conduzem o mercado investem pesadamente na divulgação dos produtos junto aos investidores, mutuários e demais agentes envolvidos. Os agentes de financiamento suprem todas as necessidades de informação dos candidatos aos créditos antes, durante e depois do fechamento das operações, através da internet, televisão a cabo, jornais e revistas.

Para todos os envolvidos fica transparente o funcionamento do sistema. Transparência, portanto, é a palavra-chave para a consagração da cultura do crédito imobiliário, habitacional ou não, nos EUA.

Durante o processo de originação do crédito imobiliário, com o objetivo de pré-qualificar o futuro mutuário, a avaliação de renda, como também no Brasil, é um componente importante, mas, nos EUA, não é o único. O processo é conduzido para se saber, prioritariamente, se a qualidade de vida da família do mutuário será melhor no novo lar. Por mais utópico que isso possa parecer, a preocupação social é evidente para adaptar a família à nova situação de moradia. Avaliam-se as despesas com saúde, educação, alimentação e lazer. Esse é um dos componentes do controvertido *american way of life* e os resultados são mais que satisfatórios para todo o mercado e para a economia. A tecnologia é permanentemente utilizada para agilizar e controlar os processos. Disponibiliza padrões definidos de *credit scoring* (classificação de créditos) e *behavior profile* (perfil positivo de pagamentos) e presta relevantes serviços de processamento, gestão e controle dos “atores” do sistema, integrando todo o processo desde a originação do crédito, a administração do retorno das operações e as ações que envolvem o mercado secundário. O trabalho do mercado primário integrado ao mercado secundário é todo suportado por modernos sistemas de tecnologia de informação.

A administração permanente da qualidade dos créditos, o gerenciamento eficaz dos riscos, a transparência das operações, o uso da tecnologia da informação, a facilidade de negociação para aquisição de um novo imóvel, o controle constante das taxas de juros e, principalmente, o volume de investimentos públicos e privados na área imobiliária habitacional são, portanto, fatores decisivos para o intenso desenvolvimento desse mercado americano.

A descentralização das atividades entre os “atores” do crédito imobiliário norte-americano é uma evidência, mas, muito mais que isso, o que se detecta é uma identidade de papéis. Por mais lógico e óbvio que isso possa parecer, percebe-se que, quando uma mesma instituição origina o crédito, negocia, avalia o risco, administra o crédito, faz a cobrança, renegocia a dívida, retoma e recomercializa o imóvel, existe uma natural falta de sintonia com a especialização que cada uma dessas etapas exige. *Outsourcing* é a palavra que os americanos usam para propiciar essa necessária especialização.

Os financiamentos habitacionais são originados no mercado primário. O mercado secundário faz o *link* entre o mercado primário e o mercado de capitais. No mercado de capitais, os investidores, institucionais e pessoas físicas, adquirem os *MBS's*, que são valores mobiliários, sujeitos à aprovação para registro de emissão e distribuição pública na *Securities Exchange Commission – SEC*, com características semelhantes aos *CRI's*, sujeitos à aprovação da mesma espécie de registro na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, no Brasil.

A renegociação de um contrato inadimplente leva em consideração a situação individual do devedor e sua família, personalizando o atendimento e as alternativas de solução. O primeiro passo é contatar o mutuário e determinar as razões do atraso.

As alternativas de renegociação somente são oferecidas se os motivos do atraso forem suficientemente conhecidos. Um novo plano de pagamento pode ser traçado em conjunto com o mutuário, onde alternativas de incorporação da dívida e carência podem ser estudadas. Porém, uma vez constatada a completa incapacidade de pagamento, passa a ser cogitada a Dação em Pagamento ou, ainda, a execução da dívida para a retomada do imóvel que, graças ao regime de alienação fiduciária adotado no contrato de financiamento, permite o célere ressarcimento do emprestador.

Para as decisões nessa área são consideradas características como a capacidade de pagamento do mutuário, a garantia das operações, o estágio atual da dívida e até o caráter do devedor para continuar assumindo suas obrigações.

As coberturas securitárias, um dos principais sustentáculos de todo esse sistema, focam a necessidade de proteger investidores, mutuários e agentes. São feitas para salvaguardar a família do devedor contra intempéries na evolução do contrato, tais como: morte, desemprego, invalidez e danos físicos no imóvel; em suma, proteger os investidores dos riscos de uma execução do contrato, ou seja o risco de inadimplência ou até mesmo de *default*, e proteger e assegurar a negociação do contrato no mercado secundário.

O governo norte-americano libera verbas especiais para recomprar os *MBS's*, quando o investidor desejar se desfazer deles e, comprovadamente, não obtiver êxito no mercado de capitais. Esse gesto do governo dá plena transparência e tranquilidade ao mercado, propiciando a liquidez almejada.

A facilidade com que o cidadão norte-americano troca de imóvel não é resultado somente de um mercado imobiliário aquecido. O processo é bem simples. É possível, em muitos casos, a manutenção do mesmo contrato de crédito imobiliário, com a substituição do imóvel, mesmo que tenha ocorrido aporte de recursos para possibilitar a nova compra. Isso torna corriqueira a negociação de imóveis no país. É como se fosse obtido um empréstimo para a compra do imóvel, e não um financiamento como no Brasil. O foco fica no crédito, facilitando enormemente a substituição do imóvel dado em garantia fiduciária da operação.

Ademais, a “engenharia” de avaliação no país é quase científica. Bancos de dados mapeiam o mercado imobiliário e determinam, com base em estudos estatísticos avançados, o valor de mercado do imóvel, segundo suas características e a margem de erro possível na avaliação.

A maioria das avaliações pode ser feita tranqüilamente por amostragem, já que as informações estatísticas disponíveis são suficientemente claras para possibilitar o fechamento das operações. O mercado prioriza o financiamento de unidades isoladas, unifamiliares, que comportam apenas uma família, em detrimento das operações para unidades multifamiliares, que comportam até quatro famílias. O investimento maior é feito no aprimoramento do sistema de avaliação, já que assim se propicia grande economia de escala, quando não é necessária a visita do engenheiro avaliador da instituição financiadora no imóvel.

O Departamento de Desenvolvimento Residencial e Urbano, diretamente vinculado ao governo americano, conduz os programas ligados ao financiamento imobiliários, cuidando do desenvolvimento das comunidades e propiciando direitos e oportunidades iguais, no que se refere à casa própria. Como vimos acima, as três agências garantidas pelo governo americano (*Government Sponsored Enterprises - GSE's*), *Fannie Mae*, *Freddie Mac* e *Ginnie Mae*, foram criadas com os objetivos de implantar o mercado secundário de *MBS's* e viabilizar financiamentos habitacionais para a população. Essas empresas/agências administram o sistema, mas não atendem diretamente o candidato ao financiamento, sendo sua principal função a identificação e o grupamento de recebíveis imobiliários em pacotes (*pools*) de características suficientemente homogêneas, emitindo-os sob a forma de *MBS's*.

O sucesso na condução do mercado secundário deve-se a diversos motivos, conforme acima expostos. Porém, um dos mais relevantes deles é o comportamento dos juros. O mercado secundário é hoje eficiente, nos EUA, para gerenciar o fluxo de caixa do sistema, a captação ordenada de recursos, a aplicação inteligente dos recursos no mercado primário para incrementar o financiamento imobiliário, tudo isso mantendo, com confortável segurança, a credibilidade do investidor em relação ao sistema, a satisfação das instituições envolvidas e o incremento da construção civil, habitacional ou não, no país.

O mercado secundário, assim, assume papel importante na consagração do sistema, num país de economia bastante estável, com investidores adaptados a títulos de longo prazo (entre 15 e 30 anos, no caso) e mercado primário dotado de mecanismos flexíveis de financiamento. No entanto, deve-se reconhecer que onde não existe escassez de recursos tudo fica mais fácil.

Nem mesmo em volumosos trabalhos conseguiríamos abordar todos os aspectos do mercado imobiliário americano. Entretanto, isso não nos impede de apresentar os principais dados históricos, referentes aos montantes securitizados em circulação de *MBS's* emitidos pelas três agências, governamental (*GNMA*) ou com aval implícito do governo americano (*FNMA e FHLMC*), desde o início da década de 1980.

São informações e números surpreendentes, conforme se pode inferir da TABELA 1 abaixo.

**TABELA 1**

**Volume em Circulação de MBS's Emitidos pelas GSE's**  
1980 – 2004 (em bilhões de dólares)

	<i>GNMA</i>	<i>FNMA</i>	<i>FHLMC</i>	<b>Total</b>
<b>1980</b>	93.9	-	17.0	110.9
<b>1981</b>	105.8	0.7	19.9	126.4
<b>1982</b>	118.9	14.4	43.0	176.3
<b>1983</b>	159.8	25.1	59.4	244.3
<b>1984</b>	180.0	36.2	73.2	289.4
<b>1985</b>	212.1	55.0	105.0	372.1
<b>1986</b>	262.7	97.2	174.5	534.4
<b>1987</b>	315.8	140.0	216.3	672.1
<b>1988</b>	340.5	178.3	231.1	749.9
<b>1989</b>	369.9	228.2	278.2	876.3
<b>1990</b>	403.6	299.8	321.0	1,024.4
<b>1991</b>	425.3	372.0	363.2	1,160.5
<b>1992</b>	419.5	445.0	409.2	1,273.7
<b>1993</b>	414.1	495.5	440.1	1,349.7
<b>1994</b>	450.9	530.3	460.7	1,441.9
<b>1995</b>	472.3	583.0	515.1	1,570.4
<b>1996</b>	506.2	650.7	554.3	1,711.2
<b>1997</b>	536.8	709.6	579.4	1,825.8
<b>1998</b>	537.4	834.5	646.5	2,018.4
<b>1999</b>	582.0	960.9	749.1	2,292.0
<b>2000</b>	611.6	1,057.8	822.3	2,491.8
<b>2001</b>	591.4	1,290.4	948.4	2,830.2
<b>2002</b>	537.9	1,538.3	1,082.1	3,158.3
<b>2003</b>	473.7	1,857.2	1,157.2	3,488.1
<b>2004</b>	442.3	1,895.8	1,209.2	3,547.3

*Fontes: GNMA, FNMA, FHLMC e THE BOND MARKET ASSOCIATION*

Diante da amostragem acima, a primeira e mais impressionante informação que se pode extrair é um crescimento de aproximadamente 3.100 % no estoque de *MBS's*, emitidos pelas *GSE's*, em circulação nos últimos 24 anos, saltando de um volume de US\$ 110,9 bilhões para US\$ 3.547,3 bilhões no período.

A TABELA 2 demonstra, por sua vez, os volumes anuais de emissões de *MBS's* pelas três agências, sendo que sua relação com a TABELA 1 não é tão direta como parece, uma vez que não basta acumular anualmente os montantes de novas emissões para se obter os acumulados anuais em circulação, tendo em vista que apenas um determinado volume de emissões se extingue anualmente, face ao término dos prazos de financiamento dos pacotes de créditos habitacionais contratados com os mutuários.

**TABELA 2**

<b>Emissões Anuais de <i>MBS's</i> pelas Agências</b>				
<u>1980 – 2004 (em bilhões de dólares)</u>				
	<i>GNMA</i>	<i>FNMA</i>	<i>FHLMC</i>	<b>Total</b>
<b>1980</b>	20.6	-	2.5	23.1
<b>1981</b>	14.3	0.7	3.5	18.5
<b>1982</b>	16.0	14.0	24.2	54.2
<b>1983</b>	50.7	13.3	21.4	85.4
<b>1984</b>	28.1	13.5	20.5	62.1
<b>1985</b>	46.0	23.6	41.5	111.1
<b>1986</b>	101.4	60.6	102.4	264.4
<b>1987</b>	94.9	63.2	75.0	233.1
<b>1988</b>	55.2	54.9	39.8	149.9
<b>1989</b>	57.1	69.8	73.5	200.4
<b>1990</b>	64.4	96.7	73.8	234.9
<b>1991</b>	62.6	112.9	92.5	268.0
<b>1992</b>	81.9	194.0	179.2	455.2
<b>1993</b>	138.0	221.4	208.7	568.1
<b>1994</b>	111.2	130.5	117.1	358.8
<b>1995</b>	72.9	110.4	85.9	269.2
<b>1996</b>	100.9	149.9	119.7	370.5
<b>1997</b>	104.3	149.4	114.3	368.0
<b>1998</b>	150.2	326.1	250.6	726.9
<b>1999</b>	151.5	300.7	233.0	685.2
<b>2000</b>	103.7	211.7	166.9	482.4
<b>2001</b>	174.6	528.4	389.6	1,092.6
<b>2002</b>	174.0	723.3	547.1	1,444.4
<b>2003</b>	220.0	1,198.6	713.3	2,131.9
<b>2004</b>	126.7	527.2	365.2	1,019.1

*Fontes: GNMA, FNMA, FHLMC e THE BOND MARKET ASSOCIATION*

Não cabe aqui, por fugir ao escopo do presente trabalho, a análise ano a ano das variações ocorridas no mercado americano e suas particularidades.

O que se deve extrair da TABELA 2, para fins de comparação posterior, no próximo Capítulo, com o mercado brasileiro, é que o volume das emissões de *MBS's* pelas agências, situa-se, desde o ano de 2.001, quando ganharam força as emissões de *CRI's* no Brasil, num patamar anual superior a US\$ 1 trilhão, o que representa um crescimento de cerca de 4.300 % nos últimos 24 anos. Todas as três agências emissoras apresentaram recordes de emissão de *MBS's* em 1998 e em 2.003, sendo que no ano de 2.001 foi rompida a barreira do trilhão de dólares, sem contar as emissões privadas.

A liquidez desses papéis também vem aumentando ao longo dos últimos anos. O ambiente caracterizado por uma economia robusta combinada com taxas de juros reduzidas e descendentes, além dos termos favoráveis dos empréstimos aos compradores de imóveis ajudaram a incrementar as emissões de *MBS's*, com as originações de hipotecas e refinanciamentos atingindo níveis recordes. As atrativas taxas de juros praticadas, em média entre 6% e 7% ao ano, resultaram, junto a todo o aparato de incentivos descrito anteriormente, em revitalização de refinanciamento e de originação de novas hipotecas.

Os três maiores tipos de obrigações securitizadas são as garantidas pelas três agências descritas acima. Nos anos 80, entretanto, emissores privados que não se apoiavam em nenhuma das três agências começaram a securitizar hipotecas convencionais que, em geral, são obrigações lastreadas em hipotecas não padronizadas. A versão básica dessas obrigações possui avaliação de risco de uma agência de *rating* (agências classificadoras de risco de obrigações), sendo que a maioria delas possui avaliação igual ou superior a um “duplo A”, condição imposta pelos investidores institucionais para adquiri-las.

As emissões privadas de *MBS's* americanos assemelham-se bastante às emissões de *CRI's* no Brasil, uma vez que não temos instituições equivalentes às três agências suportadas pelo governo (*government-sponsored enterprises* ou *GSE's*) e devem, obrigatoriamente, ser registradas na *Securities & Exchange Commission – SEC*, da mesma forma que toda e qualquer emissão de *CRI's* deve ser registrada na CVM, como veremos no próximo capítulo. As emissões de *MBS's* emitidos pelas *GSE's*, por sua vez, dadas as garantias que oferecem, não precisam ser registradas na *SEC*.

Além da própria estruturação, a avaliação de risco de crédito também é fruto da herança de crédito que a obrigação emitida pode ter. Essa herança pode assumir as seguintes formas:

- (i) garantias fornecidas pelas próprias emissoras da obrigação;
- (ii) avaliação de crédito das seguradoras que assumiram o risco de *default*;
- (iii) e segregação das obrigações emitidas em categorias distintas como preferenciais (*seniors*) e subordinadas (*senior/subordinated structure*), que são as chamadas *CMOs* (*collateralized mortgage obligations*), o segundo veículo mais importante de securitização de hipotecas nos EUA, superado apenas pelas hipotecas do tipo *pass through*, o mecanismo básico de securitização de hipotecas que lastreiam os *MBS's*.

O desenvolvimento da estrutura sênior/subordinada foi um fator-chave para o crescimento do mercado de emissões privadas de *MBS's*. Nessa estrutura, que já é utilizada também no Brasil, a série sênior de *MBS's* ou *CMO's* tem prioridade sobre os fluxos de caixa do grupamento de hipotecas. Todos os riscos de inadimplência e *default* serão suportados pelas séries subordinadas, até que estas últimas atinjam suas datas de vencimento. As agências de rating desenvolveram modelos, assim, para prever as taxas de risco de *default* de conjuntos de hipotecas baseadas nas características dos financiamentos, performance da seguradora, localização geográfica e outros fatores. Baseadas nessas estimativas de taxas de *default* as agências de rating determinam o tamanho necessário da série subordinada para se alcançar a classificação de risco desejada (usualmente um duplo ou triplo A). Tão importante quanto a estrutura sênior/subordinada é a forma alternativa de estímulo ao crédito através do seguro do conjunto de hipotecas provido pelas companhias seguradoras de hipotecas, que, cobrando uma taxa, proporcionam uma classificação de risco triplo A aos *MBS's*.

A TABELA 3 demonstra a evolução do estoque de emissões privadas em relação ao estoque de emissões das agências, nos EUA. Os dados históricos quinquenais disponíveis, no entanto, partem do ano de 1990, quando as emissões privadas (*private-label issues*) representavam apenas 4,9% do total de emissões de *MBS's* naquele país. Nota-se, contudo, um crescimento acelerado até o ano 2.000, quando tais emissões privadas passaram a representar cerca de 18% do total de emissões de *MBS's*, estabilizando-se no ano de 2.004 em torno de 19,5%. O que se deve destacar aqui é que o estoque de emissões privadas de *MBS's* já atinge cifras bastante próximas do primeiro trilhão de dólares, demonstrando força e consistência.

Importante ressaltar, no entanto, que tal performance é um fenômeno mais recente, certamente derivado e possibilitado pelo modelo do sistema financeiro imobiliário americano, fortemente calcado nas agências governamentais e demais institutos anteriormente apontados.

**TABELA 3**

<b>Volume de MBS's em Circulação nos EUA</b>					
(em bilhões de dólares)					
	<b>GNMA</b>	<b>FNMA</b>	<b>FHLMC</b>	<b>Emissões Privadas</b>	<b>TOTAL</b>
<b>1985</b>	212.1	55.0	105.0	n/a	372.1
<b>1990</b>	403.6	299.8	321.0	53.3	1,077.7
<b>1995</b>	472.3	583.0	515.1	194.7	1,765.1
<b>2000</b>	611.6	1,057.8	822.3	578.3	3,070.0
<b>2004</b>	442.3	1,895.8	1,209.2	855.6	4,402.9

Fonte: *Federal Reserve Board*

Outro dado importante, face ao objetivo deste trabalho comparativo entre os mercados americano e brasileiro, é a análise do volume de hipotecas em circulação nos EUA, por tipo de hipoteca, nos termos da TABELA 4.

**TABELA 4**

<b>Volume de Hipotecas em Circulação</b>					
por tipo de hipoteca (em bilhões de dólares)					
	<b>TOTAL</b>	<b>1 a 4 Famílias</b>	<b>Multifamiliares</b>	<b>Comerciais</b>	<b>Fazendas</b>
<b>2000</b>	6,820.2	5,133.2	406.0	1,170.8	110.2
<b>2001</b>	7,496.8	5,645.2	448.1	1,285.7	117.8
<b>2002</b>	8,323.3	6,322.7	486.1	1,389.0	125.5
<b>2003</b>	9,326.9	7,120.0	554.3	1,519.0	133.6
<b>2004</b>	10,127.8	7,770.9	581.6	1,643.8	140.5

Fonte: *Federal Reserve Bulletin*

Note-se que a coluna 2, da TABELA 4, refere-se às unidades habitacionais que comportam de uma a quatro famílias, como casas ou prédios pequenos. Já as multifamiliares, apresentadas na coluna 3, são prédios maiores, que comportam mais de quatro famílias.

Infere-se da TABELA 4, a existência de quatro tipos básicos de hipotecas, quais sejam, de uma a quatro famílias, multifamiliares, comerciais e relativas a fazendeiros.

Percebe-se, logo, que as hipotecas familiares, agregando-se as de uma a quatro famílias às multifamiliares, representam, nos últimos cinco anos, em média, cerca de 82% do total de hipotecas, ficando as hipotecas comerciais com cerca de 17% e aquelas relativas a fazendas com aproximadamente 1% de participação no total.

A conclusão mais evidente aqui é a importância das hipotecas residenciais, como carro-chefe da originação de hipotecas nos EUA. Como no Brasil, os *MBS's* comerciais americanos (*Commercial MBS's* ou *CMBS's*), são similares aos *MBS's* residenciais, originando-se de hipotecas de ativos como hotéis, galpões industriais, escritórios comerciais, lojas de departamento e outros. Inexistem, contudo, no Brasil, *CRI's* originados de hipotecas de fazendas, sendo esse um fenômeno tipicamente americano, porém, mesmo naquele país, pouco representativo.

Em suma, desde 1930, quando a *Federal Housing Administration (FHA)* estabeleceu a hipoteca de pagamentos fixos por 30 anos como protótipo de hipoteca, esta tem sido o mais proeminente instrumento de empréstimos e financiamentos no mercado de hipotecas residenciais americano. Nos últimos 35 anos, entretanto, a diversificação de instrumentos de hipotecas residenciais e comerciais proliferou muito. Existem, hoje, hipotecas de taxas de juros ajustáveis, hipotecas com prestações mensais graduáveis, hipotecas comerciais e até mesmo para a aquisição de fazendas.

Tudo isso foi possibilitado por uma sutil e importante mudança no mercado imobiliário – o descolamento da originação dos empréstimos dos financiamentos. Essa separação entre originação e obtenção de recursos (*funding*) foi essencial para a revolução que ocorreu nesse mercado nesse período. Significa que os originadores não precisam manter seus ativos até o vencimento e, ainda mais, não precisam ter os recursos para fazê-lo.

Os originadores criam ativos e vendem-nos para instituições que os consideram como qualquer outro investimento de renda fixa.

O resultado é que todo o aparato institucional descrito nesse Capítulo resultou num mercado de originações de hipotecas de proporções gigantescas. Na realidade, atualmente, o maior mercado de dívidas nos EUA é o mercado de hipotecas. Em termos de estoque de dívidas em circulação, o mercado de hipotecas supera o mercado de dívidas emitidas por companhias privadas, e até mesmo o mercado de títulos, obrigações e notas do Tesouro e o mercado acionário americanos, como podemos constatar na TABELA 5 abaixo.

**TABELA 5**

<b>Estoques de Títulos de Dívida em Circulação nos EUA</b>								
1985 – 2004 (em bilhões de dólares)								
	<b>Municipais</b>	<b>Tesouro Americano</b>	<b>Relativos a Hipotecas<sup>(*)</sup></b>	<b>Títulos Privados</b>	<b>Agências Federais</b>	<b>Mercado Monetário</b>	<b>Lastreados em Ativos</b>	<b>Total</b>
<b>1985</b>	859.5	1,437.7	372.1	776.5	293.9	847.0	0.9	4,587.6
<b>1986</b>	920.4	1,619.0	534.4	959.6	307.4	877.0	7.2	5,225.0
<b>1987</b>	1,010.4	1,724.7	672.1	1,074.9	341.4	979.8	12.9	5,816.2
<b>1988</b>	1,082.3	1,821.3	772.4	1,195.7	381.5	1,108.5	29.3	6,391.0
<b>1989</b>	1,135.2	1,945.4	971.5	1,292.5	411.8	1,192.3	51.3	7,000.0
<b>1990</b>	1,184.4	2,195.8	1,333.4	1,350.4	434.7	1,156.8	89.9	7,745.4
<b>1991</b>	1,272.2	2,471.6	1,636.9	1,454.7	442.8	1,054.3	129.9	8,462.4
<b>1992</b>	1,302.8	2,754.1	1,937.0	1,557.0	484.0	994.2	163.7	9,192.8
<b>1993</b>	1,377.5	2,989.5	2,144.7	1,674.7	570.7	971.8	199.9	9,928.8
<b>1994</b>	1,341.7	3,126.0	2,251.6	1,755.6	738.9	1,034.7	257.3	10,505.8
<b>1995</b>	1,293.5	3,307.2	2,352.1	1,937.5	844.6	1,177.3	316.3	11,228.5
<b>1996</b>	1,296.0	3,444.7	2,486.1	2,122.2	925.8	1,393.9	404.4	12,073.1
<b>1997</b>	1,318.7	3,441.8	2,680.2	2,359.0	1,022.6	1,692.8	535.8	13,050.9
<b>1998</b>	1,402.9	3,340.5	2,955.2	2,708.6	1,300.6	1,977.8	731.5	14,417.1
<b>1999</b>	1,457.2	3,266.0	3,334.2	3,046.5	1,620.0	2,338.8	900.8	15,963.5
<b>2000</b>	1,480.9	2,951.9	3,564.7	3,358.6	1,854.6	2,662.6	1,071.8	16,945.1
<b>2001</b>	1,603.7	2,967.5	4,125.5	3,835.4	2,149.6	2,566.8	1,281.1	18,529.9
<b>2002</b>	1,763.1	3,204.9	4,704.9	4,094.1	2,292.8	2,546.2	1,543.3	20,149.2
<b>2003</b>	1,892.2	3,574.9	5,309.1	4,462.0	2,636.7	2,526.3	1,693.7	22,101.2
<b>2004</b>	2,018.6	3,943.6	5,472.5	4,704.5	2,745.1	2,872.1	1,827.8	23,584.2

(\*)Inclui *MBSs* e *CMOs* emitidos por *GNMA*, *FNMA*, e *FHLMC*, bem como de emissão privada.  
 Fonte: *The Bond Market Association*

De fato, as originações de hipotecas, com um montante acumulado de cerca de US\$ 5,5 trilhões, supera, hoje, o mercado de títulos do tesouro americano em cerca de 39% e o mercado de títulos privados (*corporate*) em aproximadamente 16%, firmando-se, desde 1.999, como o maior mercado de títulos de dívida nos EUA.

Importante, ainda, destacar que, apesar das elevadas taxas de crescimento, a securitização de hipotecas ainda possui um elevado potencial de crescimento. Conforme se extrair do confronto entre as Tabelas 4 e 5 acima, do total de hipotecas em circulação em 2.000, cerca de 52,3% eram securitizadas, elevando-se, respectivamente para 55%, 56,5% e 57% nos anos de 2001, 2002 e 2003. Ao final de 2004, no entanto, esse percentual recuou para 54%, mas podemos constatar que o percentual médio situa-se em torno de 55%, havendo, portanto, espaço para crescimentos elevados no futuro.

A extensão da tecnologia de securitização a outros ativos, demonstrada na última coluna da TABELA 5 e já atingindo cerca de US\$ 1,8 trilhões em 2.004, correspondendo a 33,4% das originações de hipotecas americanas, suscita algumas questões a respeito dos limites da securitização, bem como da possibilidade de securitização de qualquer ativo ou empréstimo. Conceitualmente, a resposta seria afirmativa, desde que seja rentável fazê-lo ou os benefícios para a instituição financeira originadora superem os custos da securitização.

Atualmente os títulos de dívida lastreados em outros ativos (*asset securitization*), que permitem as emissões de *asset-backed securities (ABS's)*, são uma prova de que pode-se securitizar quase todos os tipos de dívidas e ativos. Esse setor ainda é relativamente pequeno comparado aos *MBS's*, mas os estoques das dívidas em circulação e das emissões de *ABS's* vêm crescendo continuamente e rapidamente, passando de 0,24% em 1985 para 13,4% em 1995, chegando aos 33,4% quando comparados ao estoque de dívidas em circulação relativas às hipotecas residenciais e comerciais. Os tipos mais comuns de ativos securitizáveis, exceto hipotecas, são dívidas de cartões de crédito, financiamentos de automóveis, contas garantidas por imóveis residenciais, casas sob medida e empréstimos estudantis (crédito escolar).

Dado um conjunto qualquer de ativos, quanto mais cara e difícil for a identificação de pacotes de ativos de magnitude e homogeneidade suficientes, mais difícil e caro será securitizá-los. Por exemplo, os empréstimos comerciais e industriais americanos possuem prazos de vencimento que variam de poucos meses a oito anos.

Além disso, seus termos quanto a taxas de juros e comissões são bastante variados, e, ademais, contêm cláusulas muito diferentes e são feitos a tipos de setores de atividade muito variados. Assim, a avaliação desses pacotes de empréstimos torna-se bastante difícil para investidores, seguradoras e agências de classificação de risco de obrigações. Quanto mais difícil a avaliação desse pacotes, maiores os custos de securitização, em vista da necessidade de oferecimento de garantias em excesso ou seguro de risco de crédito.

Portanto, o limite potencial à securitização pode muito bem ser definido pelo grau de heterogeneidade de um tipo ou grupo de ativos. Não surpreende, assim, constatar que os empréstimos ou financiamentos hipotecários para compra de residências, com prazo de 30 anos, tenham sido os primeiros ativos a serem securitizados, porque representam os ativos mais homogêneos entre todos os contidos nos balanços de bancos. Além do mais, a existência de mercados secundários de residências oferece informação de preço que possibilita cálculos bastante precisos do valor de mercado do ativo subjacente, cálculos que são necessários em casos de inadimplência da dívida ou de total *default*.

## **IV. FUNCIONAMENTO E PERFORMANCE DOS CRI's NO BRASIL**

### **4.1. O Aparato Legal e Institucional do SFI**

Conforme vimos no Capítulo II, apostando no poder da securitização de criar liquidez para a indústria de hipotecas e crédito imobiliário, a promulgação da Lei nº 9.514/97 foi um marco institucional, a principal medida preparatória para um desenvolvimento de um mercado habitacional viável no Brasil.

A citada Lei dispunha, em linhas gerais, sobre a formação de fundos (*funding*) com a finalidade exclusiva de financiamento imobiliário, e criou as companhias securitizadoras de créditos imobiliários e os CRI's, como novo valor mobiliário. Desta forma, ofereceu-se uma nova alternativa à securitização de créditos imobiliários, que antes era efetuada, majoritariamente, através da emissão de debêntures por sociedades de propósito específico (SPE's) constituídas conforme o caso, ou até mesmo pela simples cessão direta dos recebíveis pelas empresas imobiliárias.

De acordo com a referida Lei, as CSCI's devem ser sociedades por ações de capital aberto e somente podem ter por objeto a aquisição e securitização de créditos imobiliários, a realização de negócios e a prestação de serviços compatíveis com tal securitização.

Os CRI's, por sua vez, são valores mobiliários de emissão exclusiva das CSCI's e constituem promessa de pagamento em dinheiro, sendo lastreados em créditos ou recebíveis imobiliários, podendo ser livremente negociados.

A lei também criou o chamado regime fiduciário, uma nova forma de garantia, exclusiva das CSCI, que consiste na afetação dos créditos imobiliários que lastreiam determinada emissão ou série de CRI's, mediante declaração unilateral da emissora, a CSCI, no Termo de Securitização lavrado e averbado em Cartório de Registro de Imóveis, nesse sentido.

Decorre de tal instituição de regime fiduciário a formação de um patrimônio separado, composto exclusivamente pelos créditos onerados, constituindo patrimônio que não se confunde com o da CSCI, nem tampouco com os patrimônios separados de outras emissões ou séries da emissora, e que se mantém apartado até que se complete o resgate total dos títulos a ele vinculados, devendo até então ser objeto de contabilização em conta igualmente segregada. Os beneficiários deste patrimônio segregado são os titulares dos CRI's lastreados nos créditos em questão. Os créditos objeto de regime fiduciário destinam-se exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem afetados e ao pagamento dos respectivos custos de administração e de obrigações fiscais.

Ainda, tais créditos estão isentos de qualquer ação ou execução pelos credores da CSCI emissora e não são passíveis de constituição de garantias ou de execução por quaisquer deles.

Destarte, a instituição do regime fiduciário para recebíveis imobiliários, permitindo a total e efetiva segregação das operações, resultando numa proteção adicional para o direito dos investidores, é uma forma de garantia inexistente nos demais títulos e valores mobiliários com garantias existentes no país. Especialmente em relação às debêntures, os CRI's oferecem maior segurança ao investidor, principalmente em razão da possibilidade de instituição de regime fiduciário sobre os créditos imobiliários que lastreiam uma emissão, razão pela qual, embora não seja obrigatória, todas as séries de emissões de CRI's distribuídas até a presente data, no Brasil, utilizaram-se dessa faculdade.

Importante observar que nessa modalidade de operação, atua sempre um agente fiduciário, com função de proteger os direitos dos investidores, legitimado a praticar todos os atos para esse fim, inclusive assumindo a gestão do patrimônio separado e dos respectivos créditos em caso de insolvência da CSCI.

A referida lei cuida, ainda, das garantias e da simplificação formal das operações. A garantia pode ser a hipoteca do imóvel objeto do financiamento, admitida a caução ou cessão fiduciária dos direitos decorrentes de promessa de compra e venda de imóveis.

Além dessas garantias, a lei permitiu a aplicação, na negociação de bens imóveis, do contrato de alienação fiduciária, que já integrava o ordenamento jurídico brasileiro quanto aos bens móveis. Reside aí a grande inovação: por oferecer segurança quanto à execução sem delongas da garantia, o contrato de alienação fiduciária constitui poderoso estímulo ao crédito e ao investimento nos CRI's e, portanto, à aquisição e produção de imóveis mediante pagamento a prazo. Trata-se de verdadeira “pedra angular” do modelo de financiamento habitacional proposto pelo SFI.

Pelo contrato de alienação fiduciária, conforme a definição contida na Lei nº 4728/65 e no decreto-lei nº 911/69, constitui-se, em favor do credor, uma propriedade resolúvel sobre o imóvel objeto do financiamento, prevista sua obrigação de transferir a plena propriedade do imóvel ao devedor, uma vez que este tenha resgatado a totalidade da dívida. Enquanto não o tiver feito, o devedor estará investido apenas na posse do imóvel. Ao quitar integralmente a dívida, a propriedade plena lhe será transferida, bastando, para tanto, simples pedido de cancelamento do registro da fidúcia.

Essa modalidade de contrato concilia a segurança e a celeridade necessárias, superando formas obsoletas de garantia, que tornavam os negócios imobiliários demasiadamente lentos e onerosos, tolhendo o potencial de expansão do setor.

Na Exposição de Motivos desta Lei do SFI, os então Ministros Pedro Malan e Antônio Kandir demonstravam-se convictos de que criavam, assim, as condições para mobilizar volume crescente de recursos para o setor habitacional, com tendência à redução dos custos dos financiamentos, fosse pela ampliação da oferta de imóveis, fosse pela diminuição dos riscos implícitos na concessão de crédito.

Estariam, assim atingindo três objetivos fundamentais do Governo Federal, quais sejam: geração de renda e empregos, ampliação do acesso da população à moradia e promoção do crescimento sustentado da economia.

Posteriormente à criação do SFI, outras medidas foram adotadas pelo governo, com o objetivo de criar condições e expectativas mais favoráveis à consolidação do mercado secundário de créditos imobiliários.

Nesse sentido, em 29/06/1998, foram aprovadas três Resoluções do Conselho Monetário Nacional (CMN):

- a Resolução nº 2.517 que considerou os CRI's como valores mobiliários, ficando submetidos à normatização, autorização para registro e fiscalização da CVM;
- a Resolução nº 2.518 que facultou a aplicação de recursos de entidades abertas e fechadas de previdência privada, sociedades seguradoras e sociedades de capitalização em CRI's;
- e a Resolução nº 2.519 estabelecendo que, para fins de direcionamento dos recursos captados via depósito de poupança pelos agentes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE), poderiam ser computados como operações de financiamento habitacional contratadas a taxas de mercado os títulos de emissão das CSCI vinculados a operações de financiamento habitacional ou imobiliário, observando-se o limite mínimo de 5% do total das exigibilidades.

Em 24/07/1998, a Instrução CVM nº 284 regulamentou a obrigatoriedade de que as CSCI's sejam registradas como companhias abertas, nos termos da Instrução CVM nº 202/93, tendo como características fundamentais:

- a distribuição pública de CRI's só poderia ser iniciada estando o registro de companhia aberta da emissora atualizado na CVM;
- somente CRI's com valor nominal unitário mínimo de R\$ 300.000,00 poderiam ser objeto de distribuição pública, o que tornava esses papéis inacessíveis aos pequenos investidores e direcionados apenas aos investidores qualificados;
- as referidas distribuições públicas podiam ser realizadas sem a intermediação de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, definido no Art. 15 da Lei nº 6.385/76, que criou a CVM;

- a obrigatoriedade de registro dos CRI's em sistemas de negociação como a Central de Custódia e Liquidação de Títulos Privados (CETIP), que trata-se de mercado de balcão organizado e o BOVESPAFIX, que é um mercado de bolsa específico para negociação de títulos de renda fixa da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA);
- a faculdade de registro provisório das operações de distribuição de CRI's, atribuindo celeridade e desburocratização, uma vez que tal registro pode ser solicitado diretamente pelo respectivo sistema de negociação, não há, nessa fase, necessidade de envio de documentos à CVM e a autorização pela CVM ocorre, normalmente, no mesmo dia do pedido;
- e o registro definitivo, obrigatório, que prevê o encaminhamento de toda a documentação para análise visando à concessão desse registro até o trigésimo dia do mês subsequente à negociação dos CRI's com registro provisório. O principal documento analisado pela CVM é o Termo de Securitização dos Créditos Imobiliários, devidamente averbado no respectivo Registro de Imóveis.

Além disso, em 17/12/1998, a Resolução CMN nº 2.573 permitiu que as cessões de créditos imobiliários realizadas por instituições financeiras às CSCI's pudessem ser efetuadas com coobrigação do cedente.

Em 29/07/1999, a Resolução CMN nº 2.623 permitiu que os CRI's também fossem computados no direcionamento dos depósitos de poupança como operações de financiamento habitacional no âmbito do SFH, tendo sido ampliado o limite para 10% do total de exigibilidades.

Em 12/11/1999, a Superintendência de Seguros Privados – SUSEP aprovou a primeira apólice de seguro de crédito, sendo essa uma operação pioneira.

Em 30/03/2001, a Resolução CMN nº 2829, ao estabelecer diretrizes pertinentes a aplicação dos recursos das entidades fechadas de previdência privada, continuou facultando investimentos daquelas entidades em CRI's.

Em 31/05/2001, o Conselho Monetário Nacional – CMN aprovou a Resolução nº 2.967, modificada pela Resolução nº 3.034 em 29/10/02, que permitiu às sociedades seguradoras, sociedades de capitalização e entidades abertas de previdência complementar aplicarem até 80% dos recursos das reservas, das provisões e de seus fundos em CRI's.

A aprovação da Resolução nº 2.922, também pelo CMN, em 17/01/2002, permitiu às entidades fechadas de previdência complementar adquirirem até 100% de uma mesma série de CRI's (até então o limite máximo era de 25%), desde que classificada como baixo risco de crédito por, pelo menos, duas agências classificadoras de risco em funcionamento no país.

Em 27/05/2002, o Conselho Curador do FGTS aprovou a Resolução nº 390, permitindo ao FGTS adquirir CRI's lastreados em financiamentos para empreendimentos habitacionais em fase de produção ou que ainda estejam na planta. No mês seguinte o mesmo Conselho aprovou, em 24/06/2002, a Resolução nº 395, permitindo e estendendo a aplicação de recursos do FGTS a operações de saneamento, mediante a aquisição de CRI's.

Destaca-se, ainda, a aprovação pelo Congresso Nacional, em 12/07/2002, da Emenda Constitucional nº 37, que isentou as CSCI do pagamento da CPMF em suas atividades operacionais. Essa isenção, somada ao tratamento do PIS/COFINS, equipara o tratamento dado às CSCI, nesses tributos, àquele anteriormente estabelecido para instituições financeiras.

Muito importante foi edição das MP's 2.221 e 2.223, datadas de 4/9/2002, que trouxe algumas mudanças visando ao fortalecimento das perspectivas de financiamento, em novas bases, para o setor imobiliário, criando condições para se viabilizar o aperfeiçoamento das operações, de forma a atrair uma diversa gama de investidores interessados em adquirir ativos de longo prazo lastreados em hipotecas. As MP's visaram facilitar a ligação entre os incorporadores e construtores aos maiores poupadores da economia, dispostos a comprar recebíveis imobiliários gerados pela compra das unidades por parte dos mutuários.

Para tanto, foram especificados os instrumentos financeiros a serem utilizados no processo de securitização, bem como algumas garantias adicionais requeridas pelos investidores. A criação da Letra de Crédito Imobiliário (LCI) e da Cédula de crédito Imobiliário (CCI), que podem estar lastreadas por créditos imobiliários garantidos por hipotecas ou por alienação fiduciária, deu os instrumentos necessários à união entre os mercados acima citados, oferecendo aos investidores novos títulos para que estes possam compor suas carteiras. A forma como foram elaboradas as referidas MP's induziu à clareza nas operações, uma vez que, mesmo sem impor nenhuma condição específica, obriga que todas as informações relevantes estejam contidas no texto das LCI's e das CCI's.

O objetivo foi fazer com que esses títulos representativos de dívidas hipotecárias sejam facilmente identificados pelas mesas de operação de instituições financeiras e dos principais investidores, de forma a permitir a análise de maneira idêntica a de qualquer outro ativo do mercado, onde os principais riscos possam ser mensurados e o retorno previsto, informações indispensáveis para se alcançar a liquidez desejada.

Outra mudança, instituída pelas MP's, foi a permissão para a indexação mensal das prestações relativas a contratos acima de 36 meses, a índices de preços, como o IGP-M. As MP's falam de permissão, o que é recomendável por implicar maior liberdade na contratação. Porém, tal fator gera certa dúvida quanto à evolução da capacidade de pagamento do mutuário, uma vez que os salários e a inflação, principalmente quando se considera a frequência mensal, são pouco relacionados. Neste sentido, a combinação entre os distintos padrões sazonais das variáveis em questão e o efeito de componentes aleatórios não-correlacionados, como as mais diversas crises conjunturais ou estruturais comuns em países como o Brasil, pode fazer com que haja forte divergência entre o reajuste do valor da prestação e do salário, elevando demasiadamente os encargos do financiamento imobiliário e implicando elevação do indesejável risco de inadimplência.

Em que pesem tais riscos, recentemente a Lei nº 10.931, de 02/08/2004, proporcionou ainda mais segurança ao SFI, ao transformar em lei o patrimônio de afetação, o qual tem a finalidade de evitar que a quebra da empresa incorporadora ou da construtora afete o empreendimento imobiliário. Instituiu de vez as LCI's e CCI's, incluiu a obrigatoriedade do pagamento incontroverso nas ações que envolvam empréstimo, financiamento ou alienação imobiliários, além de criar outros mecanismos de segurança e proteção às operações de financiamento no setor. Além disso, para impedir que os riscos de difícil mensuração atravessem o crescimento das operações, o patrimônio de afetação impede o desvio de recursos de um empreendimento para outro e a cessão das unidades habitacionais como garantia em outro empreendimento. Com essa medida, tenta-se evitar o que aconteceu com a falida ENCOL, que, ao quebrar, interrompeu o andamento de obras em diversas incorporações, o que acabou por determinar a interrupção do pagamento das prestações por parte dos compradores das unidades. Tal ocorrência, se as letras ou cédulas tivessem sido securitizadas, traria enormes prejuízos ao investidor em letras ou cédulas, decorrentes do não recebimento do fluxo contratado e da impossibilidade de execução das garantias.

As opiniões acerca dos efeitos de todo o aparato legal e institucional acima descrito variam entre o ufanismo e críticas, como veremos adiante.

De qualquer forma, o objetivo das mudanças no SFI é dar munição suficiente ao mercado para alavancar as operações de securitização de hipotecas através da criação de instrumentos legais e financeiros apropriados, mitigação dos principais riscos associados e conferir liberdade à contratação dos termos e condições de financiamentos imobiliários.

Tais medidas, conjuntamente com uma melhora da percepção de risco por parte dos investidores e redução das proibitivas taxas de juros da economia brasileira, abrem as portas para um aperfeiçoamento das atividades relacionadas à concessão de crédito privado para o setor imobiliário habitacional ou não. Porém, sem as medidas adicionais já citadas, e outras que abordaremos adiante, o capital atraído por tal aparato jurídico-institucional será destinado unicamente, e caso o mercado realmente se desenvolva nessa direção, a financiar unidades voltadas para as classes média e alta.

#### 4.2. A Performance dos CRI's no Brasil

Não é a proposta desta monografia a comparação numérica e direta entre as performances americana e brasileira no que concerne aos seus sistemas de crédito imobiliário. Até mesmo porque há uma enorme diferença entre os Produtos Internos Brutos (PIB's) dos dois países. Note-se que em 2004 o PIB brasileiro alcançou a marca de US\$ 0,6 trilhão, representando apenas 5% PIB norte-americano que atingiu US\$ 11,8 trilhões. Assim, logo se vê a impossibilidade de comparação entre as duas economias, uma vez que, grosso modo, a economia americana seria, pelo menos, 20 vezes maior que a brasileira.

Considerando-se apenas a proporcionalidade existente no mercado norte-americano, e em grande parte dos países europeus, entre os quais Espanha, Dinamarca e Inglaterra, onde o saldo das operações no mercado secundário de financiamentos imobiliários representa mais de 50% dos respectivos PIB's, há uma tendência a se projetar um mercado potencial de US\$ 300 bilhões para o Brasil. Considerando-se as diferenças sócio-econômicas existentes, o mercado potencial mínimo poderia ser estimado, assim, em US\$ 100 bilhões. Entretanto, a securitização de créditos imobiliários no Brasil está, ainda, em fase de desenvolvimento.

O volume de emissões/séries de CRI's, desde sua primeira distribuição no país em 1999, alcançou, até junho de 2005, o montante acumulado de cerca de R\$ 1,24 bilhões, representando US\$ 428 milhões convertidos a um dólar médio equivalente a R\$ 2,90, o mesmo utilizado na conversão do PIB brasileiro em dólares.

Ora, o volume de *MBS's* em circulação nos EUA ao final do ano de 2004 era de US\$ 4,4 trilhões, sendo cerca de US\$ 3,5 trilhões, ou 80%, emitidos pelas agências suportadas pelo governo americano, e os 20% restantes, US\$ 0,9 trilhão provenientes de emissões privadas.

Mesmo considerando-se apenas as emissões privadas americanas, mais semelhantes, e portanto comparáveis, às emissões brasileiras de CRI's, podemos constatar a impraticabilidade de uma comparação apenas numérica entre os dois mercados, uma vez que somente esse setor privado das emissões americanas de *MBS's* seria equivalente a 690 vezes o mercado de CRI's brasileiro. Comparando-se o total de *MBS's* (emitidos pelas *GSE's* e privadamente) e CRI's, respectivamente, em circulação nos dois países ao final de 2004, essa discrepância seria ainda maior, apontando um mercado americano 3.550 vezes maior que o brasileiro.

É mais apropriada, portanto, a análise da performance da securitização de recebíveis imobiliários no Brasil através da comparação das distribuições primárias de CRI's com os principais títulos de dívidas corporativas emitidos em nosso mercado, conforme demonstra a TABELA 6.

**TABELA 6**

<b>Volume de Ofertas Primárias de Títulos de Dívidas Registradas na CVM</b> (em milhões de R\$)							
	<b>CRI's</b>	<b>% do Total</b>	<b>Debêntures</b>	<b>% do Total</b>	<b>Notas Promissórias</b>	<b>% do Total</b>	<b>TOTAL</b>
<b>1999</b>	12,9	0,09	6.676,4	45,32	8.044,0	54,59	14.733,3
<b>2000</b>	171,7	1,04	8.748,0	52,98	7.590,7	45,98	16.510,4
<b>2001</b>	222,8	1,08	15.162,1	73,42	5.266,2	25,50	20.651,1
<b>2002</b>	142,2	0,76	14.635,6	78,46	3.875,9	79,22	18.653,7
<b>2003</b>	287,6	3,74	5.282,4	68,62	2.127,8	27,64	7.697,8
<b>2004</b>	403,1	3,29	9.614,5	78,43	2.241,3	18,28	12.258,9

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Corroborando a tese de que o conjunto de medidas jurídico-institucionais tem contribuído para o desenvolvimento do mercado de CRI's, a melhor conclusão que se pode extrair da TABELA 6 é um efetivo e contínuo crescimento anual dos volumes de suas emissões, à exceção do ano de 2002. Desde o segundo ano de emissões, o ano 2000 quando os todos, evidentemente, junto a investidores institucionais qualificados, dado o elevado valor nominal unitário mínimo de R\$ 300.000,00 permitido pela Instrução CVM nº 284/98.

Quando visualizamos os CRI's em comparação com os principais títulos de dívidas corporativas existentes no mercado brasileiro, quais sejam as debêntures e as notas promissórias, a relevância desse crescimento demonstra-se, ainda, muito pequena. É verdade que os CRI's elevaram sua participação no período de 1,04% em 2000 para 3,29% em 2004, conforme pode ser observado na TABELA 6. No entanto, revela-se também, no período em tela, um decréscimo considerável, de 25,8%, no total de emissões/distribuições desses títulos de dívida. Destarte, o crescimento, inegável, nas emissões de CRI's realmente ocorreu, mas o crescimento de sua participação relativa no total de títulos de dívida acima estampado deveu-se muito mais a uma queda tanto nas emissões de debêntures como nas emissões de notas promissórias. Ademais, apesar da ação governamental incentivando o desenvolvimento da securitização imobiliária, diversos fatores contribuíram para essa situação de baixos volumes, embora crescentes, de emissões de CRI's. Os principais são o baixo nível de conhecimento da estrutura de securitização pelo mercado, o complexo ambiente legal que o regula, os elevados custos de estruturação das operações e a carga tributária ainda incidente sobre as mesmas.

Assim, os investidores institucionais qualificados, para os quais foram inicialmente preconizados e direcionados os CRI's, preferem ainda debêntures e notas promissórias aos CRI's, não somente por serem valores mobiliários conhecidos e tradicionais no mercado de capitais brasileiro, mas principalmente pela dificuldade de entendimento do risco associado ao investimento em CRI's, optando, destarte por permanecer em títulos emitidos por corporações individuais que têm como risco um único devedor, cuja capacidade de crédito e risco de *default* podem ser rápida e facilmente avaliadas. Foi também essa característica comportamental dos investidores em CRI's que determinou um menor desenvolvimento dos CRI's lastreados em recebíveis residenciais (ou habitacionais) pulverizados, de forma contrária àquela almejada na Exposição de Motivos da Lei do SFI, se comparados aos CRI's lastreados em créditos corporativos (ou comerciais).

TABELA 7

Volume de Ofertas de CRI's Registradas na CVM				
Registro na CVM	Espécie de CRI	Nº de Séries	Quantidade de CRI's	Volume Emitido (em milhões de Reais)
1999	HABITACIONAIS	2	40	12,9
	COMERCIAIS	-	-	-
2000	HABITACIONAIS	5	402	171,7
	COMERCIAIS	-	-	-
2001	HABITACIONAIS	9	145	63,8
	COMERCIAIS	4	511	159,0
2002	HABITACIONAIS	5	48	14,9
	COMERCIAIS	4	423	127,3
2003	HABITACIONAIS	3	236	70,9
	COMERCIAIS	14	688	216,7
2004	HABITACIONAIS	16	412	137,6
	COMERCIAIS	13	824	265,5
Total	HABITACIONAIS	40	1.283	471,8
	COMERCIAIS	35	2.446	768,5

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários - CVM

No período abordado, que vai desde a emissão da primeira série de CRI's emitida no país até o final de 2.004, 62% do volume emitido corresponde a CRI's comerciais, restando apenas 38% para os habitacionais, comprovando a tendência, socialmente indesejável, acima descrita.

Observa-se, também, quando se analisa a quantidade de séries, que foram 40 das 75 séries emitidas até então, representando 53,33% desse total, referem-se a CRI's habitacionais. Nota-se, ainda, que 2.446 CRI's, ou cerca de 66% do total emitido no período, foram da espécie comercial, o que nos leva à conclusão inesperada de que os valores nominais unitários médios dos CRI's habitacionais (R\$ 367.731,88) superam aqueles dos comerciais (R\$ 314.186,42). Na realidade, era de se esperar o contrário, tendo em vista a maior facilidade de mensuração de risco de uma só corporação, quando comparada à avaliação de risco atrelada a diversos mutuários, deveria levar o investidor institucional brasileiro a exigir um menor valor nominal unitário para os CRI's habitacionais, mas o que ocorre é o oposto, parecendo não haver, ainda, uma lógica regendo o sistema, face à reduzida amostragem e aos baixos volumes das emissões de CRI's, ainda insipientes no Brasil.

Fica bastante visível, no entanto, a tendência inicial, conforme preconizada em 1997 na edição da Lei do SFI, de emissões de CRI's habitacionais. Com efeito, nos dois primeiros anos, quais sejam 1999 e 2000, somente foram emitidos CRI's habitacionais. Contudo, a partir de 2001, exatamente quando o mercado começa a ganhar fôlego e alguma consistência, a tendência se inverte, claramente, a favor dos CRI's comerciais.

O menor desenvolvimento dos CRI's habitacionais no Brasil, se comparados aos comerciais, deve-se aos seguintes principais fatores:

- dificuldade de entendimento, pelos investidores institucionais, do risco associado ao investimento em CRI's, que preferem permanecer em títulos emitidos por corporações individuais que têm como risco um único devedor, particularmente uma única pessoa jurídica, cuja capacidade de crédito e risco de *default* podem ser rápida e facilmente avaliadas;
- receio quanto à questão da alienação fiduciária enquanto instituto eficaz e célere de proteção ao credor;

- falta de padronização de contratos pela ausência de uma cultura de tecnologia de coleta e difusão de informações especializadas, como nos EUA, contemplando, inclusive uma diversidade de indexadores, prazos, garantias, etc....;
- estrutura complexa de garantias em função da dinâmica do risco atuarial - note-se que no mercado de MBS's americano, cerca de 80% desses valores mobiliários são emitidos pelas GSE's, contando com seguro total contra inadimplência e total default dos mutuários, o que muito raramente ocorre no Brasil, em cerca de 3% das emissões de CRI's apenas;
- e a ausência ou escassez de incentivos tributários para se carregar papéis de longo prazo, característica intrínseca dos CRI's habitacionais, vis-à-vis títulos de curto prazo públicos ou privados.

Por sua vez, a melhor performance dos CRI's corporativos ou comerciais deve-se aos seguintes principais fatores:

- os CRI's financiam, em sua quase totalidade, a construção de centros de distribuições e unidades fabris, terminais logísticos, prédios de escritórios comerciais, shopping-centers e hospitais – ou seja, financiam a componente imobiliária puramente comercial e industrial de projetos de investimento de qualquer espécie, exceto habitacionais, uma vez que não há uma política habitacional integrada no país, não há um órgão específico como foi o BNH, apesar de todos os seus problemas, para planejar a habitação, unindo emprestadores e tomadores de recursos nessa direção;
- constituírem importante alternativa de liquidez para as empresas na medida em que convertem ativos imobiliários em valores mobiliários, e assim permitem a captação de recursos para novos investimentos;
- gozarem de grande aceitação por parte dos investidores institucionais que os identificam como uma espécie de debênture com garantia real.

Assim sendo, o CRI corporativo tem se tornado a “ponta de lança” da securitização no Brasil, cumprindo com a função de educar os investidores sobre o processo de securitização, de segregação, medição e mitigação de riscos envolvidos num instrumento financeiro.

E é exatamente este o ponto central da discussão a ser desenvolvida no próximo Capítulo, uma vez que se trata aqui de uma tendência diametralmente oposta àquela escolhida e verificada no mercado norte-americano, onde todo o processo de securitização teve suas origens nos *MBS's* oriundos de financiamentos e empréstimos habitacionais.

## **V. CRÍTICAS, SUGESTÕES E COMPARAÇÕES COM O MODELO AMERICANO**

Imaginava-se, quando da criação do SFI e do CRI, que este valor mobiliário teria forte apelo junto aos investidores institucionais instalados no país, dado o sucesso de processos semelhantes nos EUA e na Europa e por se tratarem de títulos que podem apresentar os mais variados prazos e indexadores. Contudo, essa expectativa não pode ser confirmada, até a presente data, uma vez que segundo representantes desses investidores falta ainda, aos CRI's, a liquidez necessária.

Desde o final de 2003, diversas reuniões vêm sendo realizadas entre os representantes dos setores da construção civil e do crédito imobiliário, com o objetivo de remover o obstáculo apontado pelos investidores institucionais. Assim, em decorrência dessas discussões, já foi estruturado mecanismo que garantiria a aquisição, ou melhor, a recompra de CRI's – a carta de recompra de CRI's. A proposta, que depende ainda de aprovação pelo Banco Central do Brasil (BACEN) e do Conselho Monetário Nacional (CMN), é formar um fundo de recursos para dar liquidez aos títulos emitidos pelas securitizadoras e negociados no mercado de capitais, os CRI's. O Fundo seria constituído com parte dos recursos das chamadas exigibilidades da poupança, ou seja, cerca de 65% dos depósitos em cadernetas de poupança que os bancos devem, necessariamente, destinar ao financiamento habitacional.

Com o Fundo, seria possível garantir uma opção de resgate antecipado aos investidores em CRI's, CCI's e LCI's. Por causa das altas taxas de juros, prazos curtos dos investimentos e a falta de um mercado secundário ativo, esses títulos nunca chamaram muito a atenção dos investidores institucionais, tornando o SFI incompleto, dada a natureza de longo prazo do investimento imobiliário.

O investidor compraria, no mercado primário, um CRI com vencimento de 10 ou 15 anos, mas teria a possibilidade de revender o papel para o Fundo após três ou cinco anos.

Os recursos arrecadados pelo Fundo seriam aplicados a princípio em títulos públicos e em CRI's, no montante equivalente ao adquirido pelos investidores, para que estes tenham certeza de que os papéis teriam liquidez.

Com o tempo, na medida em que o mercado se desenvolva, haveria tendência de aumento na aplicação em CRI's, já que dificilmente haveria necessidade de o Fundo resgatar a totalidade dos papéis num determinado momento.

Do ponto de vista do investidor, tendo a certeza de que pode se desfazer dos CRI's muito antes do vencimento, haveria estímulo ao investimento crescente nesses valores mobiliários, o que realimentaria a indústria de construção civil, especialmente habitacional, o que sempre foi o objetivo primordial do SFI.

Do ponto de vista das instituições financeiras, especialmente dos bancos, criasse a opção de trocar um empréstimo por um ativo do mercado de capitais, permitindo maior poder de alavancagem para novas operações, e, conseqüentemente, para o consumidor, o mutuário, resultaria em maior oferta de empréstimos e financiamentos para adquirir o seu imóvel.

As partes envolvidas nessas negociações apostam que, em alguns anos, o Fundo teria um tamanho tal que atenderia sozinho às necessidades dos consumidores por crédito e os bancos ficariam somente no financiamento à produção.

Por sua vez, a CVM editou, finalmente, em atendimento à demanda e pressão do mercado, a Instrução nº 414, em 30/12/2004, revogando a Instrução nº 284/98. A principal alteração promovida, é a possibilidade de emissão de CRI's com valor nominal unitário inferior aos R\$ 300.000,00, valor unitário mínimo permitido pela Instrução nº 284, os chamados CRI's de varejo.

Segundo o Superintendente de Registro de Valores Mobiliários da Autarquia, Carlos Alberto Rebello Sobrinho, *“as regras para os CRI’s, até então, contemplavam a venda desses valores mobiliários apenas para investidores qualificados – aqueles com patrimônio superior a R\$ 1 milhão e que têm disponibilidades para investir pelo menos R\$ 250 mil”*.

A principal vantagem dessa regra é que o processo de registro das operações é totalmente desburocratizado e praticamente automático. Mas os CRI’s ficam restritos a uma minoria de grandes investidores que, teoricamente, têm um conhecimento maior do mercado e da complexidade dessas operações, praticamente prescindindo da tutela da CVM.

Essa tem sido a tendência da CVM: simplificar processos para produtos destinados aos investidores qualificados, acima definidos, que precisariam de menos proteção. Por outro lado, para se chegar ao varejo e a investidores que não conhecem bem a dinâmica de certos produtos, no caso os CRI’s, a Autarquia aumenta o grau de exigências nas regras e contratos, com o objetivo de protegê-los. As securitizadoras, no entanto, apesar desse maior rigor da CVM, mostram-se dispostas a avançar nesse aspecto para chegar a um público maior.

Os CRI’s são procurados por investidores de longo prazo como seguradoras e fundos de pensão, que precisam de uma aplicação segura para garantir fluxos de pagamento futuros. Mas também podem servir aos investidores individuais, não-qualificados, como instrumento de poupança para aposentadoria, principalmente para aqueles que já estão prestes a se aposentar, já que os CRI’s oferecem pagamentos, na maioria das vezes, pagamentos mensais.

O fato é que iniciativas como estas acima descritas, quais sejam o Fundo de Recompra de CRI’s e os CRI’s de Varejo, bem como todo o aparato jurídico-institucional abordado na Seção 4.1, são certamente necessárias. Contudo, a ausência de uma estrutura administrativa mais ampla para planejar o setor imobiliário/habitacional como um todo e, sobretudo, de maneira integrada como nos Estados Unidos, tais medidas tendem a formar um emaranhado de regras anacrônicas e muitas vezes inócuas.

Senão vejamos, o Fundo de Recompra de CRI’s, um bom instrumento para conferir liquidez ao mercado secundário de CRI’s, até a presente data ainda não foi regulamentado pelo BACEN e/ou pelo CMN.

Quanto à Instrução CVM nº 414/04, apesar do pleito do mercado, após mais de seis meses de sua vigência, nenhum CRI de varejo foi emitido até hoje. É verdade que os CRI's habitacionais, no primeiro semestre de 2005, apresentaram uma recuperação face aos comerciais, fato este, contudo, que não apresenta correlação com os CRI's de varejo. Foram emitidas, no período, 11 séries ou 1.222 CRI's, acumulando o montante recorde de R\$ 343,9 milhões em CRI's habitacionais, ao passo que os CRI's comerciais emitidos, no mesmo semestre, atingiram apenas R\$ 93,5 milhões, em apenas 3 séries ou 301 CRI's. Observe-se, porém, que tal inversão de performance deve-se, basicamente, a uma emissão atípica de R\$ 237 milhões em CRI's habitacionais, cuja média por série, até 31/12/2004, situava-se em torno de R\$ 11,8 milhões.

Outra distorção que se pode observar diz respeito a emissões de CRI's solicitadas à CVM, em 2002 e 2003, por determinadas companhias securitizadoras de créditos imobiliários (CSCI's).

Abordaremos aqui o pedido de registro definitivo de emissão de duas séries de CRI's, com registro provisório então deferido pela Autarquia, apresentando tal securitização o objetivo de captação de recursos financeiros para a repotenciação de Central Geradora Hidrelétrica, tendo como garantia real a alienação fiduciária dos respectivos imóveis, a cessão fiduciária dos créditos ditos "imobiliários" constituída no próprio Termo de Securitização e, visando proporcionar garantia adicional aos CRI's, a caução em garantia à CSCI de direitos creditórios ou recebíveis constituídos por força de um contrato de compra e venda de energia elétrica firmado entre a mantenedora do parque gerador de energia elétrica a ser repotenciado (proprietária do imóvel objeto da operação), e uma companhia comercializadora de energia elétrica.

Foi, entretanto, detectada pela Superintendência de Registro (SRE) da CVM a existência de um Instrumento Particular de Promessa de Compra e Venda da Usina, celebrado entre duas companhias fechadas de um mesmo grupo, que na realidade seria um lastro fictício, os recebíveis "imobiliários", necessários para a montagem da operação.

O processo foi encaminhado ao Colegiado da CVM que, ao verificar a existência de dois fluxos idênticos, quais sejam a Curva de Pagamento da Promessa de Compra e Venda da Usina e o Fluxo de Pagamento dos Recebíveis de Energia Elétrica, ambos direcionados a uma mesma conta-corrente, concluiu, como a SRE, que se tratava apenas de recebíveis de energia elétrica como fonte única de recursos para o pagamento da remuneração dos investidores nos CRI's, maquiados contudo sob a forma de garantia adicional ou acessória.

Tal episódio demonstrou uma falha existente no próprio Art. 6º da Lei do SFI, eis que tal dispositivo legal exige que emissões de CRI's estejam, necessariamente, lastreadas em créditos imobiliários. O entendimento da CVM, nos termos do voto da diretora-relatora do Colegiado no processo em questão, a diretora Norma Parente, vai mais além, exigindo que os CRI's tenham como lastro créditos efetivamente imobiliários, conforme o referido Art. 6º, sendo necessário, portanto, elucidar o que se entende por crédito imobiliário, já que a lei não o definiu.

O Colegiado da CVM expressou ainda que, ao se estudar a Exposição de Motivos da Lei do SFI, depreende-se que não é a operações da espécie acima descrita que a mencionada Lei pretende incentivar, mas sim a empreendimentos de caráter efetivamente imobiliário, visando atingir três metas fundamentais, quais sejam, a ampliação do acesso da população à moradia, geração de renda e empregos através da construção civil e promoção do crescimento sustentado desse setor na economia. Que, todavia, não eram estes os objetivos que a compra e venda da usina em questão pretendia alcançar, visto tratar-se de empreendimento empresarial de cunho industrial cujo objeto único seria a produção de energia elétrica. Concluiu, portanto, o Colegiado, pela manutenção do entendimento da SRE, com o indeferimento do pedido de registro definitivo dos CRI's em questão, pela incompatibilidade entre a operação pretendida e as finalidades da criação do CRI. Assim sendo, pode-se constatar uma falha na própria Lei que criou os CRI's, uma vez que a definição de crédito imobiliário não é clara, ou melhor, inexistente, o que pode levar a emissões fraudulentas, com simulação de recebíveis imobiliários, que podem levar à perda de confiança no instrumento CRI, como ocorreu, em 2001, em relação aos Certificados de Investimento Coletivos – CIC's emitidos pela companhia Fazendas Reunidas Boi Gordo S.A., responsável a maior concordata já registrada no Brasil, tendo em vista uma legislação confusa elaborada pela CVM.

Finalmente, ao se comparar o sistema financeiro imobiliário brasileiro ao americano, é relativamente fácil a percepção das principais diferenças que vêm embargando o crescimento, dos empecilhos ao desenvolvimento de nosso SFI em bases mais palpáveis e auto-sustentáveis, conforme abaixo listadas:

- o mercado americano de securitização surgiu e cresceu a partir de recebíveis habitacionais, um mercado no qual sempre há uma demanda natural e em constante crescimento, face à necessidade de moradias decorrente, no mínimo, de um incremento vegetativo da população. Já a securitização no Brasil, ao contrário do caso americano, tem como carro-chefe recebíveis comerciais, representando cerca de 62% do montante de CRI's emitidos no país até o final de 2.004, que não representam necessariamente os anseios da população, já que, na maioria das emissões, caracterizadas por construções de galpões industriais, unidades fabris e terminais de logística, as operações são da espécie *built-to-suit*, ou seja construções sob medida, que são esporádicas e pontuais e, portanto não têm a capacidade de alavancagem necessária para a implantação de uma cultura de securitização de recebíveis imobiliários à maneira do mercado norte-americano;
- o seguro contra o possível default do mutuário americano, instituído por instituições como *FHA e VA*, que cobre, normalmente, 100% do valor da hipoteca, aliado aos *MBS's* empacotados e emitidos pelas *GSE's*, as quais são responsáveis por cerca de 80% do montante distribuído desses valores mobiliários, confere ao investidor a percepção de risco praticamente nulo, acarretando baixas taxas de juros nesse mercado e propiciando a possibilidade de aquisição de residências a custos reduzidos. No Brasil, porém, a inexistência de instituições similares a estas, resulta em uma totalidade de emissões privadas, que dependem de avaliações de agências classificadoras de risco cuja contratação incrementa o próprio custo de emissão, além de não serem percebidas pelo mercado como *risk free* (livres de risco), implicando em taxas de juros crescentes, num país que já é recordista nesse quesito de taxas de juros exorbitantes;

- a padronização dos contratos hipotecários americanos, agrupados como verdadeiros pacotes de commodities, viabilizou o necessário distanciamento entre o mutuário e o emprestador final, qual seja o investidor em *MBS's*, tornando o risco de crédito passível de ser tratado de uma forma quase puramente estatística. No Brasil, apesar das recentes melhorias nos sistemas informacionais acerca dos mutuários, as exigências não são padronizadas, variando demais de agente para agente financiador, dificultando sobremaneira a desejável padronização de contratos hipotecários;
- e a cultura do crédito imobiliário está consagrada nos EUA, uma vez que, além da tradição de mais de 90 anos desde a introdução da hipoteca tradicional, em 1.934, e de 25 anos desde a criação dos *MBS's* pelas *GSE's*, no início da década de 1980, os agentes que conduzem o mercado investem maciçamente na divulgação dos produtos junto aos investidores. No Brasil, o desgastado SFH data de 1.964 e o recém criado SFI de 1.997, havendo, portanto, falta de cultura e conhecimento por parte do mercado desse tipo de operação. Ademais, a mencionada falta de tradição e experiência no mercado leva os bancos a não demandarem CRI's, uma vez que estas instituições tendem a avaliar que as securitizadoras poderão tornar-se concorrentes, na medida em que estarão buscando recebíveis no mesmo mercado em que bancos ofertam linhas de crédito para financiamento da aquisição de imóveis. Em suma, os agentes do mercado imobiliário brasileiro não agem de forma integrada, praticamente não investem na divulgação de seus produtos, carecendo, certamente, de um agente maior, de uma instituição responsável pela condução da política habitacional no país.

#### 5.1. Análise e Sugestões para o Modelo Brasileiro de Securitização de Recebíveis Imobiliários

Em que pesem as críticas acima formuladas e o atual estágio de baixo desenvolvimento desse mercado no Brasil, há no país um relevante marco institucional que pode ser reformulado e usado para criar um mercado secundário líquido e dinâmico para hipotecas e obrigações lastreadas em hipotecas. Há, porém, várias pré-condições de natureza econômica para o fortalecimento de tal mercado secundário que podem ser assim estruturadas:

### 5.1.1. Estabilidade macroeconômica

Não há sistema de financiamento de longo prazo que possa funcionar de forma satisfatória sem a consolidação da estabilidade macroeconômica. Com os níveis e volatilidade das taxas de juros ainda praticados no Brasil, não existe política capaz de estimular, de forma eficaz e duradoura, o financiamento imobiliário. Para tanto, torna-se imprescindível a redução permanente do déficit público e a redução do diferencial entre as taxas de juros domésticas e as internacionais.

### 5.1.2. Indexadores

É desejável que haja compatibilidade entre os indexadores dos depósitos e dos financiamentos, a fim de amenizar o risco de descasamento das instituições financeiras. Para o mutuário, é essencial que os indexadores não estejam sistematicamente acima da taxa de inflação e dos índices de correção nominal dos salários, o que faria com que as prestações dos financiamentos habitacionais correspondessem a comprometermos crescentes de suas rendas, reduzindo sua capacidade de pagamento levando-os à inadimplência e até mesmo ao total *default*.

Os candidatos naturais a indexadores dos financiamentos imobiliários são os índices de preços ao consumidor, como o IPCA, já que os reajustes salariais a longo prazo, em alguma medida, incorporariam a inflação apurada por tais índices, reduzindo as possibilidades de discrepâncias acima apontadas.

Por outro lado, o IGP-M é um índice que pode apresentar, por dois motivos peculiares, condições de desempenhar esse papel de indexador nas operações de longo prazo.

O primeiro motivo é a disposição do Tesouro Nacional para utilizá-lo como indexador de seus papéis, justamente visando à redução do número de indexadores e ao mesmo tempo estimular o mercado secundário para aumentar a liquidez de seus papéis. Como os rendimentos prometidos pelos títulos públicos significam, ou deveriam significar, o piso dos rendimentos a serem oferecidos pelas demais emissões, os títulos assim indexados se beneficiariam indiretamente dessa liquidez, passando a ser negociados por sobretaxas acima do rendimento dos títulos públicos de prazos similares.

O segundo motivo é que os fundos de pensão utilizam o IGP-M como base de cálculo de suas posições atuariais. É natural, portanto, que estes importantes investidores direcionem suas aplicações de longo prazo para títulos indexados a este índice. Este fato, associado à perspectiva de redução significativa da participação de títulos públicos nos *portfólios* destes fundos, significa que os papéis privados, como os CRI's por exemplo, que possuam combinações favoráveis de rentabilidade e risco de crédito terão maior probabilidade de serem mais demandados no futuro.

Por outro lado, deve-se observar que o IGP-M, além de refletir variações de preços somente nos Estados do Rio e de São Paulo, é mais sensível às flutuações cambiais do que os índices de preços ao consumidor, de forma que em períodos de maior volatilidade cambial poderia haver divergências relevantes entre as correções dos salários dos mutuários e das prestações mensais, com as conseqüências indesejáveis acima mencionadas.

Assim, há uma troca (*trade-off*) de benefícios entre o IPCA e o IGP-M. Enquanto o primeiro apresenta vantagens para o mutuário, o segundo se beneficia do fato de contar com a liquidez criada pelos títulos públicos indexados a ele e a preferência dos fundos de pensão. O ideal seria que os títulos públicos, juntamente com CCI's, LCI's e CRI's, fossem indexados pelo IPCA.

### 5.1.3. Estímulos à Liquidez

Assim como a necessária padronização e marcação a mercado dos títulos públicos pelo BACEN, para estimular a sua credibilidade junto aos investidores, também é necessária a padronização dos critérios relativos aos principais coeficientes do mercado de securitização hipotecária, tais como: o valor das prestações/renda do mutuário; valor máximo do empréstimo; e o comprometimento de renda do mutuário.

A partir daí podem ser submetidas as propostas de financiamentos às instituições financeiras escolhidas, viabilizando o início do processo de securitização destes recebíveis. É essencial que os financiadores de imóveis tenham acesso à história de crédito dos candidatos a financiamento.

De tal forma, a montagem e disponibilização de um cadastro completo, um banco de dados com informações detalhadas quanto à capacidade de pagamento dos tomadores de financiamentos é condição primordial para o funcionamento do sistema de securitização, a exemplo do modelo americano.

A montagem deste tipo de cadastro deve iniciar-se pela tentativa de consolidação das informações que se encontram espalhadas pelos diferentes órgãos ligados às instituições que concedem crédito, como por exemplo SPC, Tele-cheque, SERASA e outras.

Deveriam ser criadas instituições centralizadoras de informações relativas às operações com cartões de crédito. Não apenas a disponibilização de informações atinentes a inadimplência como também um cadastro que permita averiguar os cartões concedidos a cada cliente. Assim, as instituições financeiras originadoras das hipotecas poderiam solicitar aos potenciais tomadores, e checar junto a esse cadastro, os extratos mensais de seus cartões e verificar o histórico do comprometimento de renda e a ocorrência de atrasos sistemáticos nos valores a pagar.

Este sistema de informações, minuciosamente alimentado e utilizado nos EUA, também deverá ter sempre disponíveis os valores atualizados dos imóveis que foram financiados, além de outras informações qualitativas que facilitem a estimativa de valorização ou desvalorização futura (como vizinhança, localização, projetos que estão sendo ou serão desenvolvidos nas proximidades, etc...).

#### 5.1.4. Os Financiadores Hipotecários: Instituições Financeiras e Investidores Institucionais

Em relação às instituições financeiras no Brasil, é importante ressaltar que elas não são provedoras espontâneas de financiamentos imobiliários. Os incorporadores financiam cerca de 80% das vendas das unidades vendidas.

Esta atuação dos incorporadores estimula a ineficiência do setor habitacional com efeitos nocivos sobre toda a economia, eis que implica na redução de recursos próprios que poderiam ser alocados na produção de novas unidades habitacionais, o que agrava o déficit habitacional e desvirtua a função econômica dos incorporadores.

No Brasil, o mercado financeiro é extremamente concentrado. Quase todos os mercados e serviços mais rentáveis são, com raras exceções, atendidos pelo mesmo conjunto de grandes instituições financeiras e bancos.

Estes bancos são também as instituições mais atuantes no mercado de capitais, no processo de originação e de distribuição de operações de títulos de dívida corporativos. Tanto aquelas de prazo mais alongado, como as debêntures, quanto as de médio e curto prazos como as notas promissórias comerciais. No entanto, a participação destes bancos em ativos lastreados em imóveis, como os CRI's, com raras exceções, é praticamente desprezível.

Essa concentração de atividades, que não se verifica nos EUA, onde há a especialização de funções conhecida como *outsourcing*, inibe a especialização e sofisticação das instituições, dificultando a negociação de riscos e retornos entre instituições financeiras e investidores de mercado, reduzindo, indiretamente, a liquidez dos ativos que são originados. Além disso a ausência de um mercado secundário líquido reduz a atratividade das operações de originação, inibindo o fortalecimento dos mercados primários e desestimulando a entrada de novas instituições originadoras.

Outra consequência é o desestímulo às inovações financeiras que, ao limitar o grau de sofisticação dos produtos disponíveis, acaba reduzindo o universo de tomadores de empréstimos e de investidores dispostos a financiar as operações imobiliárias.

Um mercado primário de originação inibido acaba desestimulando o fortalecimento e desenvolvimento do mercado secundário. O mercado secundário inativo, por sua vez, num círculo vicioso, acaba inibindo as inovações e desenvolvimento do mercado primário de hipotecas e CRI's.

Tanto pelo lado da originação e distribuição, quanto pelo lado da gestão de recursos, é necessário que as instituições financeiras, os efetivos *players* do mercado doméstico de capitais, entrem neste mercado para que as securitizações deslanchem.

Cabe, no entanto, questionar qual seria o interesse das grandes instituições financeiras no amadurecimento das operações de securitização. Em primeiro lugar, é necessário perceber que existem diferentes instituições e que o interesse nessas operações, como fonte de receita, não é homogêneo entre elas.

As grandes instituições financeiras, talvez por não possuírem problemas de *funding* de operações ativas e pelo seu reduzido grau de alavancagem operacional, ainda não percebem a securitização como importante fonte alternativa de receitas. Ao contrário, entendem que poderiam ser criados problemas de lastro para seus passivos com a conseqüente redução de receitas e lucros.

Já para as instituições financeiras de menor porte, que em geral possuem restrições significativas à capacidade de levantamento de fontes de financiamento de suas operações ativas, a securitização seria uma inovação que traria benefícios imediatos, aumentando a capacidade de alavancagem e de geração de novos negócios.

No que diz respeito aos investidores institucionais, é bastante plausível que papéis que possuam boa classificação de risco, seguro contra *default* por uma seguradora confiável e risco de default que possa ser avaliado estatisticamente, como ocorre nos EUA, são candidatos naturais a terem participação expressiva nas carteiras desses investidores.

Vários fundos de pensão estão chegando à fase de maturidade no Brasil, quando as despesas com segurados deverão igualar-se às receitas de contribuições. Neste caso é de se esperar que a proporção dos ativos de renda fixa se eleve em detrimento dos ativos de renda variável, uma vez que a gestão deverá ser mais conservadora. Diminuirá o espaço para perdas de patrimônio que possam ser compensadas por posterior recuperação das cotações dos papéis de renda variável, em virtude de obrigações imediatas e a serem satisfeitas mensalmente com os segurados.

Os cálculos atuariais disponíveis apontam que o rendimento real mínimo a ser obtido pelas aplicações desses fundos de pensão situa-se em torno de 6% anuais. Outras duas metas desses fundos são a redução da participação relativa dos títulos públicos e das aplicações de curto prazo, como no caso dos fundos DI, aumentando a participação em títulos privados de longo prazo indexados ao IGP-M em suas carteiras.

Ao mesmo tempo, os administradores de carteiras desses fundos de pensão avaliam que os papéis privados atualmente disponíveis não são muito atraentes, uma vez que a compra desses papéis, na ausência de *rating*, envolve um risco de crédito que os investidores, em geral, são incapazes de avaliar de forma apurada, devido ao elevado custo de acompanhamentos minuciosos das condições objetivas dos emissores.

Assim sendo, e tendo em mente o potencial de mercado que os fundos de pensão representam no Brasil, percebe-se a urgência da implementação de um modelo semelhante ao americano, resguardadas as características intrínsecas positivas de nosso mercado, onde a maioria das operações de *MBS's* conta com seguro contra *default* e padronização dos créditos hipotecários empacotados por agências governamentais e/ou suportadas pelo governo (*GSE's*) cuja avaliação de risco é, invariavelmente um triplo A.

#### 5.1.5. O Papel do Estado

Em um mercado com as características do mercado imobiliário, é indispensável e muito freqüente a participação de instituições governamentais e de economia mista na intermediação financeira no setor. Devido à segmentação do setor, tal participação precisa ocorrer em diversos subsectores desse sistema. Como visto no Capítulo II, o setor de construção civil é um dos maiores geradores de emprego direto na economia. Além disso, o crescimento do setor imobiliário no Brasil é essencial para diminuir o déficit habitacional, estimado em 7 milhões de unidades, no mínimo.

No caso americano o desenvolvimento do mercado imobiliário foi totalmente dependente de incentivo governamental. Três são os pilares do sistema norte-americano: (i) as agências seguradoras de hipotecas (*HFA, VA* e outras); (ii) as agências securitizadoras de hipotecas (as *GSE's: Ginnie Mae, Fannie Mae e Freddie Mac*); e (iii) as agências compradoras de obrigações lastreadas em hipotecas ou *MBS's*. Explícita ou implicitamente, estes três pilares estão respaldados no setor público.

No que concerne às necessidades habitacionais da população de baixa renda, em qualquer país que se analise, a atuação isolada do setor privado não seria capaz de fornecer respostas satisfatórias. Ações do governo destinadas a dar suporte aos construtores e potenciais compradores foram, são e serão de importância crítica, dada a falta de interesse dos incorporadores investirem nesse segmento, em função das incertezas, baixa capacidade de pagamento dos potenciais mutuários e grande risco de *default*.

No Brasil, é fundamental a extensão dos programas já realizados atualmente como o Pró-Moradia e o Habitar-Brasil, mas não são suficientes. No entanto, são necessárias regras mais claras de alocação de recursos orçamentários que, associados à parcela remanescente do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), poderiam ser empregados com a finalidade de promover a redução desse déficit habitacional específico, definindo explicitamente a Caixa Econômica Federal (CEF) ou outra agência estatal como sendo a executora de programas explicitamente subsidiados para a população de baixa renda.

Note-se, ainda, que essas famílias que ganham até cinco salários mínimos mensais respondem por cerca de 80% do déficit habitacional brasileiro, não fazendo parte, pelo menos num primeiro momento, da solução de securitização de recebíveis imobiliários para o mercado de capitais estudada na presente monografia. O sucesso deste modelo, no país, nos moldes dos mercados americano e/ou europeu, poderia, num segundo momento, auxiliar e aliviar a carga do governo, liberando-o para dedicar-se quase que exclusivamente à resolução do déficit habitacional para as classes baixas.

Mesmo assim, o sistema habitacional destinado a financiar a aquisição de imóveis a taxa de juros de mercado no Brasil, nitidamente para a classe média, poderia ser menos estatizado do que nos EUA, dada a diferença incomparável de recursos disponíveis para tanto nos dois países. Entretanto, é utópico tentar imaginar um sistema que ficasse ao largo de uma presença mais efetiva do Estado.

Assim, o governo brasileiro poderia estabelecer companhias abertas de economia mista que atuassem nos três pilares acima apontados. A presença do Estado se daria através de uma participação acionária restrita a um percentual máximo do capital destas companhias e somente participaria das decisões estratégicas com a finalidade de preservar o interesse público na condução dos empreendimentos, em sintonia, logicamente, por uma política habitacional traçada por um órgão máximo a ser criado também, hoje inexistente, responsável por todo o planejamento integrado do setor. Nas demais questões, de cunho cotidiano operacional, o Estado daria respaldo às decisões levadas a cabo pelos acionistas privados. Ficaria claro que, desta forma, seriam empresas não sujeitas a um rígido controle estatal, e sim orientadas de comum acordo entre os setores público e privado, visando lucro como qualquer sociedade anônima, mas seguindo uma linha-mestra traçada pelo órgão maior e planejador da política habitacional do país.

## CONCLUSÃO

O objetivo desta monografia foi analisar as principais condições necessárias à consolidação e desenvolvimento de um mercado líquido e dinâmico de securitização de hipotecas no Brasil. Obviamente, é considerada condição essencial a consolidação da estabilidade macroeconômica, bem como a queda dos níveis e da volatilidade das taxas de juros praticadas na economia brasileira, sem as quais não há forma de financiamento de longo prazo bem sucedida.

Quanto aos indexadores a serem utilizados na correção dos contratos hipotecários e nos CRI's, foi visto que índices de preços ao consumidor, por representarem de alguma forma as variações na capacidade de pagamento dos mutuários, seria o corretor mais adequado ao sistema. Porém, o IGP-M poderia se apresentar, a fim de facilitar a negociação desses títulos, uma vez que o Tesouro Nacional vem utilizando, cada vez mais, tal índice como indexador de seus títulos, o que facilitaria muito a negociação de outros títulos que utilizem o mesmo indexador no mercado secundário. O ideal, entretanto, seria que tanto o governo como as letras hipotecárias e CRI's fossem corrigidas por um índice de preços ao consumidor, o que permitiria ganhos tanto para os mutuários quanto para os investidores finais.

Outra condição básica para o funcionamento do sistema de securitização de hipotecas seria a disponibilidade de um cadastro com informações completas quanto à capacidade de pagamento dos potenciais mutuários, o que diminuiria o risco de inadimplência e *default* e, conseqüentemente, as taxas de juros cobradas aos mutuários. A padronização dos termos dos contratos hipotecários também é de importância capital, de forma a tornar tais riscos um risco puramente estatístico de fácil avaliação pelos investidores.

Obedecidas as condições acima, juntamente com a criação de uma rede de seguradoras destinadas a oferecer proteção contra os riscos relacionados ao sistema, seria mais provável a canalização de recursos relevantes destinados ao investimento nesses títulos lastreados em hipotecas.

Constituindo-se como alternativas mais rentáveis para a aplicação de capital quando comparados aos títulos públicos, e apresentando um perfil de dívida de mais longo prazo, o que os tornariam ativos de grande valia para investidores que tenham passivos também de longo prazo, tais títulos certamente passariam a fazer parte da carteira de diversas instituições. Investidores institucionais, tais como fundos de pensão e seguradoras são típicos compradores desses títulos nos EUA e na Europa, por apresentarem as características descritas acima.

Também as instituições financeiras poderiam passar a adquirir CRI's no mercado primário, para oferta-los no mercado secundário, não somente a clientes preferenciais e qualificados. Dependendo do sucesso de tais modificações no SFI, e tendo em vista a possibilidade de emissão dos CRI's de varejo, já permitida pela Instrução CVM nº 414/04, até mesmo os pequenos investidores, não qualificados, à procura de investimentos seguros de longo prazo para complementação de suas aposentadorias, poderiam ajudar a conferir a credibilidade, consistência e volume necessários ao sucesso desse sistema.

Completando esse processo de securitização de hipotecas no Brasil, propostas de outros estudiosos do tema em tela sugerem que agências mistas poderiam ser formadas, agindo nos três pilares principais descritos no Capítulo anterior:

- (i) para o papel de empresa securitizadora das hipotecas poderia ser utilizada a CIBRASEC, que já existe nestes moldes;
- (ii) no papel de seguradora de hipotecas seria criada uma empresa, com participação da seguradora do Banco do Brasil S.A. Assim tal empresa ofereceria ao investidor final a possibilidade de proteger seus títulos contra os diversos riscos associados às operações;
- (iii) e, finalmente, para oferecer liquidez inicial aos títulos, a CEF se apresentaria como acionista da empresa destinada a investir em hipotecas.

Outras propostas, formuladas por palestrantes e debatedores do II Encontro CODEMEC, promovido pelo IBMEC em setembro de 2.003, recomendam, fortemente, a regulamentação da carta de garantia de recompra de CRI's, a CGR. Trata-se, assim, de criar condições para que o mercado de securitização de recebíveis imobiliários se desenvolva mais rapidamente, através do oferecimento dessa garantia de recompra, dentro de determinadas condições.

Os CRI's emitidos de acordo com certas características poderiam, assim, ser vendidos a determinadas instituições a partir de certo prazo transcorrido e por um determinado preço. A garantia de recompra seria uma característica associada aos CRI's no momento de sua colocação primária, através das instituições corretoras e/ou distribuidoras de valores mobiliários. A idéia seria estimular os bancos que atuam em crédito imobiliário a oferecerem a garantia de recompra de CRI's, de modo a atrair recursos, das entidades de previdência privada e dos demais investidores qualificados, para o setor.

Segundo notícia publicada no jornal Valor Econômico de 08/09/03, já existia então uma minuta de Resolução do CMN criando instrumento nesses moldes. Dependendo de tal regulamentação, os bancos, utilizando recursos de depósitos de poupança, poderiam assumir o papel de negociadores (*market makers*) do mercado de recebíveis imobiliários, desde que viabilizado o mercado secundário, com a eliminação ou redução drástica da alíquota da CPMF.

A referida minuta apresenta as seguintes características principais:

- a Carta de Garantia de Recompra (CGR) seria emitida pelo banco originador dos créditos;
- garantiria aos investidores nos CRI's o direito de revendê-los à instituição financeira emissora depois de decorridos 20% do prazo total do papel, com a condição prévia de que o investidor tenha tentado vender o papel em bolsa de valores por pelo menos um pregão;
- seria estabelecida uma tabela de deságio em cada caso, na negociação do banco originador e a CSCI que comprar os recebíveis e emitir os CRI's;
- e apenas os CRI's representativos de créditos habitacionais seriam objeto de garantia de recompra.

Quanto à primeira proposta, discordamos apenas quanto à escolha de uma da CIBRASEC, primeira CSCI criada no Brasil e controlada pelos principais bancos do país. Acredito que seria fundamental a participação estatal, inexistente na CIBRASEC, através de acordo de acionistas com empresas privadas, para que se possa implementar o empacotamento e lançamento de CRI's com características atraentes para os investidores institucionais, mas que não se distancie ou se choque com uma política maior e integrada a ser traçada, planejada e executada pelo governo.

Quanto à proposta do CODEMEC, a regulamentação da Carta de Garantia de Recompra, até o momento ainda não foi aprovada pelo CMN. Contudo, entendemos ser instrumento de suma importância para o desenvolvimento do SFI e dos CRI's. Sobretudo a previsão de que apenas os CRI's representativos de créditos habitacionais seriam objeto de garantia de recompra, uma atitude providencial no sentido de reverter a tendência indesejável verificada no Capítulo IV acima, dos pontos de vista social, constitucional e econômico, em que as emissões de CRI's comerciais, na contramão dos modelos de países desenvolvidos, superam as emissões de CRI's habitacionais.

Portanto, por todo o exposto, concluímos que seria possível ao setor público estimular a atividade de securitização sem realizar gastos por demais volumosos, uma vez que poderia também realocar recursos já destinados ao setor, através da CEF, Banco do Brasil e outras iniciativas. Basta lembrar que as empresas que agem neste segmento nos Estados Unidos são altamente lucrativas, no caso *Ginnie Mae*, *Fannie Mae* e *Freddie Mac*, com ações cotadas em bolsas de valores, apresentando valorizações expressivas nos últimos anos.

## **VII. BIBLIOGRAFIA**

BOEMIO, Tom. *Asset Securitization: An Alternative Funding Source*. Washington DC: apresentação Federal Reserve System, 2000

CARNEIRO, Dionísio Dias, VALPASSOS, Marcos Vinícius Ferrero. *Financiamento à habitação e instabilidade econômica: experiências passadas, desafios e propostas para a ação futura*. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2003.

CARNEIRO, Dionísio Dias, GOLDFAJN, Ilan. *A Securitização de Hipotecas no Brasil: texto para discussão nº 426*. Rio de Janeiro: Departamento de Economia PUC-RIO, 2000

DOWNES, John, GOODMAN, Jordan Elliot. *Dicionário de Termos Financeiros e de Investimento*. São Paulo: Nobel, 1993

Emenda Constitucional nº 37, de 12 de julho de 2002

Exposição de Motivos da Lei nº 9514, de 20 de novembro de 1997

Instrução CVM nº 284 de 24 de julho de 1998

Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004

Lei nº 9514, de 20 de novembro de 1997

Lei nº 10.931, de 2 de fevereiro de 2004

Medida Provisória nº 2221, de 4 de setembro de 2002

Medida Provisória nº 2223, de 4 de setembro de 2002

Resolução do Conselho Curador do FGTS nº 390, de 27 de maio de 2002

Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2517, de 29 de junho de 1998

Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2518, de 29 de junho de 1998

Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2519, de 29 de junho de 1998

Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2573, de 17 de dezembro de 1998

Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2623, de 29 de julho de 1999

Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2829, de 30 de março de 2001

Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2967, de 31 de maio de 2001

Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2922, de 17 de janeiro de 2002

ROCCA, Carlos Antônio (organizador). *Soluções do Mercado de Capitais para o Crescimento Sustentado*. Rio de Janeiro: José Olympio, 2004 – (Estudos IBMEC; 3)

SAUNDERS, Anthony. *Administração de Instituições Financeiras*; tradução Antônio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 2000

Coletânea de Textos: *Brazil's Housing Finance System and the Role of Mortgage Securitization*. INTERNATIONAL HOUSING FINANCE PROGRAM \* SAMUEL ZELL/ROBERT LURIE REAL STATE CENTER \* THE WHARTON SCHOOL \* UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA, in collaboration with the WORLD BANK and the UNDP, for Comissão de Valores Mobiliários – CVM, GOVERNMENT OF BRAZIL. Rio de Janeiro, Brasil: 19 a 22 de novembro de 2003