

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A INFLUÊNCIA DA SECURITIZAÇÃO NO MERCADO  
DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO**

CESAR MACHADO  
matrícula nº 102057583

Orientador: Antonio Luis Licha

ABRIL 2011

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO

INSTITUTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**A INFLUÊNCIA DA SECURITIZAÇÃO NO MERCADO  
DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO**

---

CESAR MACHADO  
matrícula nº 102057583

Orientador: Antonio Luis Licha

ABRIL 2011

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

## RESUMO

Este trabalho procura analisar como o crédito Brasileiro está sendo influenciado pela securitização de recebíveis, permitindo um mercado imobiliário secundário, com mais liquidez e de risco mais diversificado. Tudo isso surgindo a partir do SFI (Sistema Financeiro Internacional), que atrelado a um ambiente macroeconômico mais favorável com crescimento de renda real e queda nos juros, o valor geral de vendas de novas unidades imobiliárias lançadas aumenta, assim como o volume de financiamentos imobiliários no sistema bancário . Desta forma, aborda-se todo mecanismo de funcionamento, marco jurídico, história e riscos da securitização de recebíveis e fundos de Investimento Imobiliário. Por fim mensura algumas expectativas futuras e pontos ainda a desenvolver no setor.

## SÍMBOLOS, ABREVIATURAS, SIGLAS E CONVENÇÕES

SFI	Sistema Financeiro Internacional
SFH	Sistema Financeiro de Habitação
CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
ABS	<i>Assed Backed Securities</i>
SPE	Sociedade de Propósito Específico
TILA	Título de Investimento com Lastro em Ativos
<i>DTI</i>	<i>Debit to Income</i>
<i>LTV</i>	<i>Loan to Value</i>
CIBRASEC	Companhia Brasileira de Securitização
LCI	Letra de Crédito Imobiliário
LH	Letra de Hipoteca
BNH	Banco Nacional de Habitação
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e empréstimo
SCI	Sociedade de Crédito Imobiliário
APE	Associação de Poupança e Empréstimo
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
FII	Fundo de Investimento Imobiliário
CVM	Companhia de Valores Mobiliários
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Crédito Imobiliário x PIB – Potencial de Alavancagem.....	9
Gráfico 2	Funcionamento de uma SPE.....	14.
Gráfico 3	Funcionamento de uma SPE no caso de Incorporação Imobiliária.....	15
Gráfico 4	Exemplo de uma emissão de CRIs com base num fluxo de pagamento de alugueis.....	19.
Gráfico 5	Fundos de renda com um locatário por imóvel.....	22.
Gráfico 6	Fundos de renda com vários locatários.....	22.
Gráfico 7	Histórico de Fundos Imobiliários no Brasil.....	28
Gráfico 8	Mecanismos de Recursos SFH.....	29
Gráfico 9	Evolução Taxa de Juros e Relação Oferta de Crédito e PIB/ Poder de Compra e taxa de desemprego.....	31
Gráfico 11	Evolução do <i>Funding</i> disponível para Fin. Imobiliário.....	33

## ÍNDICE

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>08</b>
<b>I - SECURITIZAÇÃO</b> .....	<b>10</b>
<b>I.1. – Conceito da Securitização</b> .....	<b>10</b>
<b>I.2. – Características necessárias a uma carteira de Recebíveis</b> .....	<b>11</b>
<b>I.2.1 – Geração de Fluxo de Caixa</b> .....	<b>12</b>
<b>I.2.2 – Qualidade dos recebíveis</b> .....	<b>12</b>
<b>I.2.3 –Diversificação de Portfólios</b> .....	<b>12</b>
<b>I.2.4 –Periodicidade de pagamentos</b> .....	<b>12</b>
<b>I.2.5 –Homogeneidade</b> .....	<b>12</b>
<b>I.2.6 – Independência em relação ao originador</b> .....	<b>13</b>
<b>I.3 - Sociedades de Propósito Específico</b> .....	<b>13</b>
<b>I.4 - Etapas do processo de securitização de ativos via SPE</b> .....	<b>14</b>
<b>I.5 - Riscos no Processo de Securitização</b> .....	<b>16</b>
<b>I.5.1 - Risco de Crédito</b> .....	<b>16</b>
<b>I.5.2 - Risco de Preço</b> .....	<b>17</b>
<b>I.5.3 - Risco de Descasamento</b> .....	<b>17</b>
<b>I.5.4 - Risco de Pré-Pagamento</b> .....	<b>17</b>
<b>I.5.5 - Risco de Refinanciamento</b> .....	<b>18</b>
<b>I.5.6 - Risco Pais</b> .....	<b>18</b>
<b>I.6 - Certificados de Recebíveis Imobiliários</b> .....	<b>18</b>
<b>I.7 -Fundos de Investimento Imobiliário</b> .....	<b>19</b>

I.7.1 Principais Características .....	19
I.7.2 - Fundos de renda de aluguel .....	21
I.7.3 - Fundos de Desenvolvimento .....	22
I.7.4 - Fundos de Investimento em Títulos Imobiliários.....	23
<b>II - MARCO JURÍDICO .....</b>	<b>25</b>
<b>II.1 - O Estabelecimento da alienação Fideiúrgica.....</b>	<b>25</b>
<b>II.2 - A Companhia Securitizadora.....</b>	<b>25</b>
<b>II.3 - Certificados de Recebíveis Imobiliários.....</b>	<b>25</b>
<b>II.4 – Patrimonio de Afetação.....</b>	<b>26</b>
<b>III O SFH e a emergência do SFI .....</b>	<b>29</b>
<b>III.1 Principais Diferenças entre SFI e SFH.....</b>	<b>30</b>
<b>III.2 - Condições no Cenário Contemporâneo.....</b>	<b>30</b>
<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>34</b>



## INTRODUÇÃO

Observam-se no Brasil, alguns fatores que denunciam a carência de recursos para investimentos com longo prazo de duração, Porter (2005) cita como exemplo os seguintes obstáculos para realização e concretização de negócios no Brasil sendo eles: leis ineficientes, corrupção, burocracia, infraestrutura precária, excessiva carga tributária, crime, políticas públicas instáveis e restrições impostas por leis trabalhistas. Consequentemente um alto custo de capital para o país, o que diminui a atratividade de investimentos produtivos e a oferta de crédito, acarretando em obstáculos para o investimento imobiliário.

Apesar de tais fatos, consta que os brasileiros atribuem grande importância ao investimento imobiliário, de acordo com a revista *The Economist*(2002):

“não só pela identificação de parte da independência de cada indivíduo ou família com propriedade da casa própria, mas também por se mostrar uma alternativa de investimento mais segura e previsível, com uma rentabilidade satisfatória, possibilitando uma renda para a aposentadoria, com o aluguel do imóvel”. *The Economist* (p 20 Tradução Própria)

Assim, com a maior estabilidade econômica alcançada no Brasil nos últimos anos, temos um mercado imobiliário em considerável expansão. Com contínuo crescimento de renda real e queda nos juros, o valor geral de vendas de novas unidades imobiliárias lançadas aumenta, assim como o volume de financiamentos imobiliários no sistema bancário. Esse crescimento começa, entretanto, a impor dificuldades para a manutenção da evolução do setor, como a breve escassez das linhas tradicionalmente direcionadas ao crédito imobiliário. Nesse contexto, as ferramentas provenientes da securitização surgem como alternativa de captação de recursos para as empresas brasileiras.

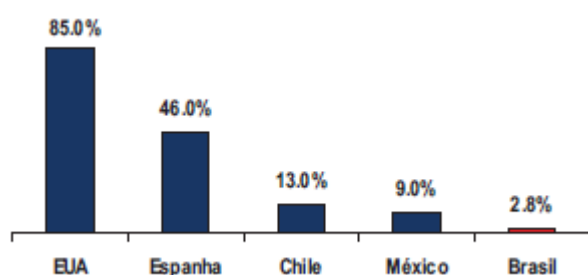
Desta forma os investidores acompanharam bem de perto o aumento das opções de investimentos ligadas ao mercado imobiliário, inclusive de alternativas diferentes do conceito tradicional desse tipo de investimento, até então caracterizado por vultosos volumes de recursos aplicados em poucos (ou até em um único) empreendimentos. Quando temos o investimento direto em imóveis, geralmente isto implica em custos de manutenção, administração e tributação mais elevados, pouca flexibilidade de diversificação e liquidez restrita já que poucos são os investidores que possuem recursos suficientes para aplicar

diretamente em empreendimentos dessa natureza – um cenário que começa a mudar a partir da criação de produtos financeiros lastreados por imóveis e ativos imobiliários (recebíveis, cessão de aluguéis futuros, etc;) com a maior abrangência do SFI. Sendo este um dos principais fatores que estimulou o surgimento no mercado do conceito de fundo imobiliário, regulamentado pela legislação da década de 90 .

Verifica-se a influência da securitização no mercado de crédito imobiliário Brasileiro, destacando as fontes tradicionais, limitadas e insuficientes como a poupança e o FGTS até o surgimento de novos instrumentos que suportarão vertiginoso crescimento do mercado imobiliário. Sendo eles os certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e Letra Hipotecária (LH).

Arelado a isso, é observado que o Brasil passa por um momento favorável, por conta do ambiente econômico que se encontra estável, capital humano cada vez mais qualificado, ambiente institucional e regulatório favorável, melhoria na Governança Corporativa atrelado a um sistema financeiro robusto, assim desencadeando um ambiente de investimento atrativo, principalmente para o desenvolvimento do crédito. Este com um grande potencial de alavancagem, como podemos verificar no gráfico abaixo, comparando a proporção do crédito no PIB, se mostrando insignificante se comparado a outros países.

**Gráfico 1 – Crédito Imobiliário x PIB – potencial de alavancagem.**



Fonte: Bacen

Desta forma o objetivo central deste trabalho é estudar a securitização, como uma forma de gerar créditos imobiliários e como está sendo explorada atualmente no mercado de Brasileiro. Abordando a evolução do sistema de crédito imobiliário no Brasil, do surgimento do SFH (Sistema Financeiro de Habitação) e posterior SFI , fazendo a comparação entre eles.

E por conclusão final, identificando as qualidades do mercado brasileiro de securitização e indicando como se pode trabalhar este mercado para sua melhora de liquidez.

## **I – SECURITIZAÇÃO**

### **I.1. – Conceito da Securitização**

De acordo com Lima Júnior (1998), a palavra securitização provém do inglês *securitization*, e esta provém da palavra *securities*, que de acordo com a denominação de Downes Goodman (1991), seria como uma mitigação de riscos através da ligação de dívidas geradas por um grupo de ativos e a consequente emissão de títulos lastreados pelos mesmos.

A securitização forma-se por um leque de ativos (que podem ser financeiros ou não), posteriormente vendidos a investidores. Todo o fluxo-de-caixa, atual ou futuro, pode ser securitizado, por exemplo os empréstimos hipotecários, recebíveis de cartões de crédito financiamentos de automóveis, entre outros. Segundo Kothari (1999) a securitização, tem o sentido de conversão de ativos de pouca liquidez em títulos imobiliários de grande liquidez passíveis de serem absorvidos pelo mercado investidor, assim tendo como lastro os ativos securitizados, baseadas no fluxo de caixa, geralmente de juros de empréstimos. Citando como exemplo recebíveis que se originam de operações de venda de imóveis, de veículos, de aluguel de veículos, cartões de crédito, diárias de hotéis, de companhias de eletricidade e etc..

Ainda segundo o autor, ela permite a liberação do capital de giro por parte dos originadores, assim facilitando o investimento em novos negócios (empreendimentos). E cita que em seu mais amplo conceito tem o sentido de “conversão de ativos de pouca liquidez em ativos de grande liquidez”

Kravitt (1998), entretanto, dá um significado mais vasto à securitização, defendendo que esta consiste no emprego de uma estrutura para financiar determinados ativos de forma mais eficiente, baseada não apenas a qualidade do tomador dos recursos, mas sim na qualidade dos ativos, ou mais designadamente, na qualidade de receitas proveniente de tais ativos. Assim tendo como objetivo a criação de títulos representativos de um determinado ativo que podem ser absorvidos pelo mercado de capitais.

Nas economias desenvolvidas, ela exerce um papel fundamental. Como por exemplo, os Estados Unidos que tem aproximadamente U\$\$ 5 trilhões de títulos vinculados a ativos securitizados o que vale a quase 50% do seu Produto Interno Bruto, tendo o mercado imobiliário americano conhecido como o “mercado americano de hipotecas”. Para os governos poderem intervir em prol do desenvolvimento do setor imobiliário residencial, é necessário o reconhecimento de três grupos distintos:

1. Originador: Responsável por gerar um ativo, podendo ser um empréstimo, leasing, recebível, ou outra forma de fluxo de pagamento;
2. Intermediários: Que viabilizam a venda dos ABS (*Asset Backed Securities*) aos investidores
3. Investidores: que compram os títulos, denominados (“ABS”)

Carneiro Goldfajn (2000) destaca o governo dos Estados Unidos que, com a criação das agências governamentais ou entidades de economia mista, influenciou fortemente o comportamento dos três grupos, por meio de construção de mecanismos de apoio, possibilitando garantia para os créditos imobiliários contra os riscos de inadimplência. Desenvolveu produtos financeiros atrativos tanto aos tomadores de recursos (adquirentes) quanto aos investidores. Dessa forma criou padrões de originação de créditos imobiliários, incluindo contratos, documentação e prazos. Proporcionando ainda liquidez ao mercado secundário, comprando crédito imobiliário e subsidiando construções de moradias específicas à baixa renda. Se transformando no mais ativo e desenvolvido mercado de securitização de ativos imobiliários do mundo. Ainda sim destaca o papel das companhias de securitização de recebíveis, sendo de extrema importância para o desenvolvimento do financiamento habitacional imobiliário, já que o crescimento está ligado à existência de garantias efetivas de recursos aplicados e a um mercado de crédito imobiliário capaz de captar recursos de longo prazo, sobretudo, junto a grandes investidores.

## I.2 – Características necessárias a uma carteira de Recebíveis

Segundo Kothari (1999), uma boa operação de securitização de recebíveis deve possuir algumas características básicas. Desta forma, destacam-se as seguintes:

### I.2.1 – Geração de Fluxo de Caixa

O fluxo de caixa futuro deverá ser de fácil percepção, com valores esperados vistos de forma fácil e clara. No caso dos recebíveis imobiliários, a compra de um imóvel deverá dar uma boa perspectiva de recebimento das parcelas.

### I.2.2 – Qualidade dos recebíveis

Credibilidade, em razão de sua liquidez e garantia, são fatores bastante fortes para mensurar a qualidade de um recebível. É levado em consideração a originação dos créditos (levando em conta o risco de *default* e instrumentos jurídicos que garantam a liquidez do crédito em caso de atraso de pagamento) e principalmente o histórico de pagamentos.

### I.2.3 –Diversificação de Portfólios

A diversificação da carteira deverá ocorrer não com tipos diferentes de créditos (colocar em mesma carteira créditos de cartões de crédito, contas de luz e etc) mas sim pulverizar em relação a localização geográfica, não concentrar grande volume em um único crédito e dispersão dos segmentos de mercado que atuam os adquirentes. No México em 1995, *portfólios* imobiliários sofreram bastante, chegando a perder 50% do seu valor em virtude de estarem concentrados. Desta forma o autor afirma que nenhum crédito deverá representar um valor significativo em relação ao volume total do portfólio, evitando assim concentração de risco em um único crédito.

### I.2.4 –Periodicidade de pagamentos

Para um ativo poder transmitir certa previsibilidade de pagamentos, estes devem estar distribuídos em um fluxo regular de recebíveis. Pois observou-se ao longo da história que ativos que têm sua amortização total do principal no final do período, requerem o refinanciamento da dívida, neste caso impedindo a securitização. Os recebíveis imobiliários têm como característica terem pagamentos regulares e mensais, facilitando a securitização.

### I.2.5 –Homogeneidade

Tem a característica de facilitar a análise dos riscos por parte dos investidores e estudo do desempenho. Assim devem ter características semelhantes quanto ao tipo de imóvel, valor

do imóvel, nível de renda do adquirente e prazo de vencimento dos recebíveis. Sendo importante ressaltar que isto não se contradiz com o diversificação de portfólio, sendo ambas características alcançadas em paralelo.

#### I.2.6 – Independência em relação ao originador

Isto quer dizer que problemas que afetem, por exemplo, o desempenho da empresa originadora e sua capacidade de pagamento não podem afetar, de forma alguma, a capacidade de pagamento dos recebíveis.

### I.3 - Sociedades de Propósito Específico

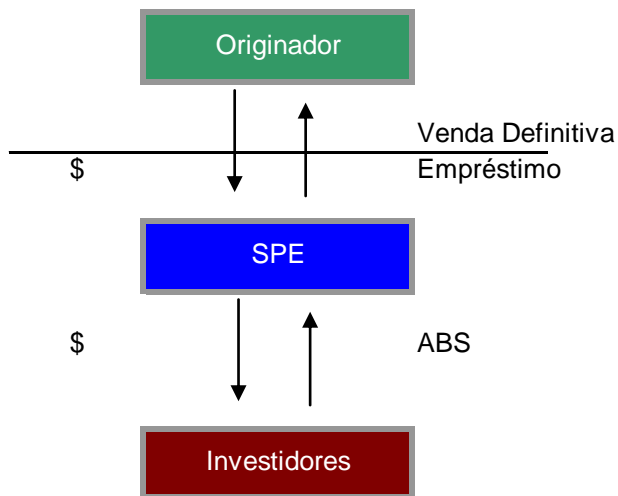
As SPEs são sociedades anônimas de capital aberto que emitem debêntures de seus resultados, desta forma é criada unicamente para consolidar a securitização. Estas debêntures são denominadas Títulos de Investimento com Lastro em Ativos (“TILA”), e é através de sua compra que os investidores se tornam credores da SPE.

A SPE se originou para compra de ativos do originador, com os fundos recebidos através da emissão de ABS (*Asset Backed Securities*). Este por sua vez, se separa de seus ativos definitivamente, não havendo condições de recurso dos investidores contra o originador em caso de falência do mesmo.

No Brasil as securitizações de portfólios, lastreados em ativos reais, através das Sociedades de Propósito Específico (“SPE”), vem sendo feita desde 1992 criadas para permitir a diluição destes ativos. A grande garantia dada aos investidores em SPEs está atrelada a aproximação entre empreendimento e empreendedor, dado que neste tipo de securitização o empreendedor fica ligado ao empreendimento durante todo o seu ciclo operacional, desta forma, segundo Lima Júnior (1999):

“Existe a marca do empreendedor, para controlar a SPE, dando qualidade ao ativo e a sua gestão estratégica, e a marca do gerenciador para dar qualidade a exploração”

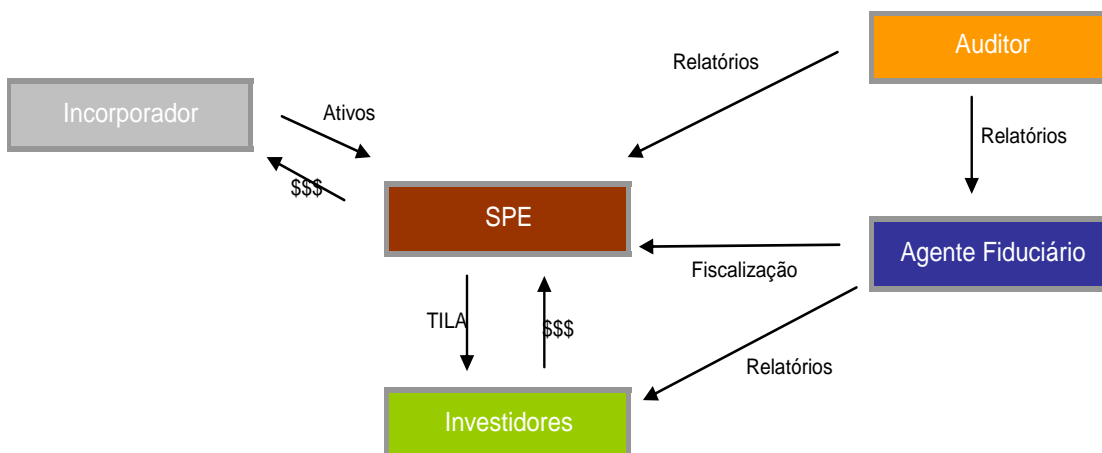
**Gráfico 2: Funcionamento de uma SPE**



**I.4 Etapas do processo de securitização de ativos via SPE:**

1. Constitui-se o capital Inicial da SPE
2. Mitigação do ativo objeto da securitização na SPE,
3. Emissão dos Títulos de Investimento com Lastro em Ativos (“TILA”), lastreados na SPE, que devem ser registrados junto a CVM
4. Captação de recursos através da colocação dos TILA no mercado
  - a. .A SPE faz caixa e o valor do empreendimento é transferido ao empreendedor
  - b. Inicia-se o desenvolvimento do empreendimento

**Gráfico 3 Funcionamento de uma SPE no caso de incorporação imobiliária**



Os títulos conhecidos como TILA, passam para as mãos dos investidores que estão consolidados na SPE, o que deixa os tipos de alienação dos ativos sob o controle dos investidores e não dos gestores da SPE. Este processo dá aos investidores, mesmo que indiretamente, a garantia de que os títulos estão lastreados no ativo objeto da securitização.

Sendo os TILA títulos de renda variável responsável pela transferência da totalidade do resultado operacional gerado pela SPE para os investidores. Estes podem ser estruturados diversas maneiras, dado que há versatilidade para se compor modelos de securitização que melhor se adaptem à realidade de cada negócio. Podendo ocorrer das seguintes formas:

1. Securitização plena, onde o total do resultado operacional alcançado é distribuído para os possuidores dos títulos. Assim desta forma, os TILA possuirão rendimento variável, em função do desempenho obtido na exploração do ativo.
2. A SPE pode emitir títulos com remuneração pré-fixada e prazo de resgate determinado, tendo o empreendedor garantindo padrões de renda mínima para os títulos.

Os TILA podem ser transacionados tanto no mercado de balcão quanto em bolsa de valores e os mesmos são o registrados na Câmara de Custódia e Lequidação (CETIP). Por ser um título, a transferência de valor é imediata, não ocorrendo custo adicional de registro ou emolumentos como nas transações envolvendo a propriedade imobiliária. Não existe o risco de se entregar o produto e não receber o pagamento (ou seja risco da “não-alienação fiduciária”) e como podem ter qualquer valor de face, podem atingir diversos níveis de renda do mercado.



Portanto, os investidores em TILAs devem ter conhecimento do valor real associado ao lastro dos títulos (ativo-objeto), e em mente que o nível de liquidez dos títulos vai estar diretamente associado à performance do empreendimento.

Vale ressaltar que segundo Downes Goodman (1991)

“(...) o valor de face deste título é o valor de investimento necessário para aquisição do mesmo, ou seja, valor principal da obrigação nominal de um determinado título.”

## **I.5 - Riscos no Processo de Securitização**

Carneiro; Goldfajn (2000) destacam os seguintes como principais riscos dentro do mercado imobiliário: risco de preço, risco de crédito, risco de descasamento e risco de liquidez

### **I.5.1 – Risco de Crédito**

Caracteriza-se pela possibilidade do tomador poder entrar em *Default*. Como no Brasil não existem seguros contra risco deste tipo de crédito, a avaliação desta probabilidade se dá pela análise retroativa de pagamentos do tomador. Podemos ainda enumerar alguns critérios para esta análise:

1- *Debt to Income (DTI)* que é a relação entre a prestação do financiamento e a renda do adquirente. Ou chamado índice de solvência, quanto menor, mais seguro o credor poderá ficar.

2- *Loan to Value (LTV)* que é a relação entre a dívida sobre o valor do imóvel, quanto menor é a relação LTV, mais seguro fica o possuidor de crédito, pois a chance do valor obtido com a venda do imóvel recuperar a dívida é mais alta

3- Histórico de Pagamento que é o indicador importante qualificando carteira, já que observando o histórico de pagamentos o gestor poderá trabalhar a expectativa futura de inadimplência.

### **I.5.2 - Risco de Preço**

De acordo com Carneiro; Goldfajn (2000), o risco intrínseco ao preço estará em função do seu movimento. Desta forma uma hipoteca move-se em direção oposta a taxa de juros.

“No caso de ser prefixada, -seu preço move em direção oposta à variação nas taxas de juros nominais. Se for indexada a índices de preços, variará, grosso modo, em direção oposta à variação da taxa de juros real. Caso seja indexada às taxas de juros “puras” – taxa ANBID, Selic, CDI, etc.. \_ o preço não variará. Para as indexadas à TR ou outra taxa que expurgue a “taxa de juros real” de mercado, o preço variará em função da magnitude do “reductor”, utilizado pelo Banco Central, vis-à-vis à Taxa de juro real efetivamente praticada” (p.6)

### **I.5.3 - Risco de descasamento**

O investidor se coloca passivo quanto mercado investidor imobiliário e ativo sobre os direitos de seus recebíveis. Caso tenhamos valorização de forma diferente, por exemplo, uma instituição de crédito imobiliário capta a taxa de 7% a.a., via cadernetas de poupança, e faz empréstimos à taxa anual prefixada de 22% a.a. ou a IGP-M + 10% a.a. Assim temos uma valorização a favor do investidor porém se há uma inversão, ocorrerá prejuízos para este.

### **I.5.4 - Risco de pré-pagamento**

Este é o risco referente a possível não realização do fluxo de caixa previsto, podendo ocorrer de forma que o tomador pare de pagar com o credor tendo um *default*, desta forma o possuidor assumirá o imóvel colocando a venda. Ou caso haja pagamento antecipado pelo adquirente do imóvel, de forma parcial ou total, anulando o financiamento e acarretando perda para o investidor, como cita o autor Kothari (1999), pois dificilmente a SPE ou os investidores conseguirão opções de reinvestimento que permitam a recomposição total do fluxo de caixa futuro esperado.

### **I.5.5 - Risco de Refinanciamento**

Este também é relacionado ao risco da antecipação e quitação do fluxo de caixa, pois com a possibilidade de portabilidade, isto é, a quitação a dívida em uma instituição financeira e contratando a em outra. Normalmente, este está atrelado à diminuição da taxa de juros, fazendo com que o adquirente veja uma oportunidade de redução de seus custos de

financiamento, levando a dívida para outra instituição onde conseguirá condições mais favoráveis.

### **I.5.6 – Risco País**

Este risco é medido através de um indicador criado pelo banco JP Morgan em 1992 cujo objetivo é permitir que seus clientes tenham condições de avaliar a capacidade do país liquidar seus compromissos. Sendo assim, -o indicador mais utilizado para esta finalidade é a comparação entre o rendimento de títulos emitidos pelo Tesouro Americano, que são considerados ativos livres de risco, com o rendimento de títulos similares emitidos pelo Tesouro do país. Assim quanto maior o risco, menor a capacidade de o país atrair capital de fora prejudicando as operações de securitização, que visam atingir os investidores externos.

### **I.6-Certificados de Recebíveis Imobiliários**

[...] O certificado de Recebíveis Imobiliários – “CRI é um título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro ”. Art 6 da Lei N 9.514/97. (BRASIL, 1997).

Assim, este é um instrumento de captação de recursos nos mercados financeiro e de capitais também servindo como opção para a composição das reservas técnicas dos investidores institucionais, inclusive para operações do SFH (Sistema Financeiro Habitacional), dos recursos captados via depósitos de poupança pelas instituições integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Desta forma, este instrumento pode ser colocado no mercado por meio de uma emissão pública (sem destino específico) ou privada (específica para determinados investidores).

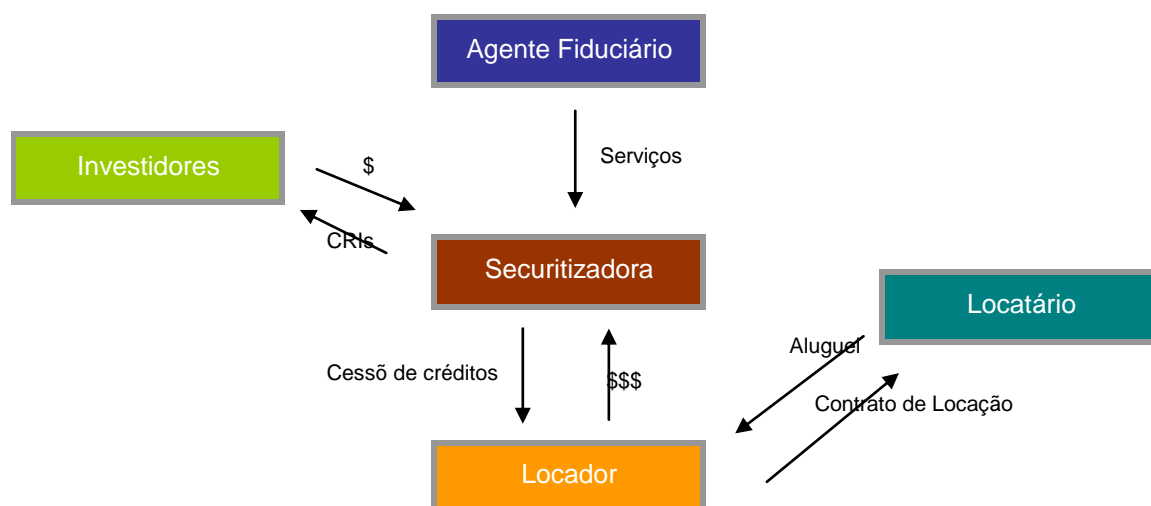
O "Termo de Securitização de Créditos", deverá conter condições da emissão e características dos títulos, mostrando, entre outras informações, a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que sirva de lastro para a emissão, as outras garantias, se houver, dispondo os adquirentes dos CRI's emitidos e a instituição ou não de regime fiduciário sobre os créditos imobiliários objeto da cessão .

No caso do regime fiduciário, os créditos imobiliários cedidos constituirão patrimônios separados, que não se confundirá com os demais bens integrantes do ativo da

companhia securitizadora. Desta forma é nomeado um agente fiduciário que será o representante e fiscal dos interesses dos adquirentes de CRI's a companhia securitizadora,.

Desta forma, os CRI's são, de forma geral, títulos emitidos por companhia securitizadora, lastreados nos fluxos de recebíveis originados por financiamento imobiliário, constituindo promessa de pagamento em dinheiro. As transações feitas com os CRIs são sempre registradas na Câmara de Custódia e Liquidação (CETIP).

#### Gráfico 4 - Exemplo de uma emissão de CRIs com base num fluxo de pagamento de aluguéis



Segundo a Companhia Brasileira de Securitização (CIBRASEC), podemos ter CRIs lastreados em contratos de financiamento para compra e venda de imóveis com alienação fiduciária, tendo como lastro o crédito de agentes financeiros; em contratos de financiamento para compra e venda de imóveis com garantia hipotecária e em contrato de mútuo, originado por agentes financeiros e garantido por hipoteca ou alienação fiduciária

## 1.7 - Fundos de Investimento Imobiliário

### 1.7.1- Principais Características

Os FIIs poderão ser de duração de tempo determinado ou indeterminado. Não possuem personalidade jurídica, tendo como referência a pessoa jurídica da entidade administradora.

Os bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo, assim como seus rendimentos, não se comunicam com o patrimônio da entidade administradora, sendo mantidos sobre a propriedade fiduciária desta, o que previne os investidores de eventuais perdas relacionadas a outras atividades da administradora não relacionadas a gestão do Fundo.

O Fundo deve aplicar no mínimo 75% de seus recursos em bens e direitos imobiliários, podendo aplicar o restante em outros ativos de renda fixa, para cobrir despesas ordinárias necessárias à manutenção do Fundo, sendo que é vedada a aplicação no exterior de recursos captados no país. Deverá distribuir a seus quotistas, no mínimo, 95% dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa.

Podem unicamente explorar empreendimentos imobiliários através de locação ou arrendamento, sendo proibida a exploração comercial dos mesmos. Nestas condições, temos as principais vantagens para investimento:

1. **Diversificação:** Através dos FIIs, os investidores conseguem diversificar o risco por terem exposição a diversos segmentos da economia, tais como shoppings, hotéis, galerias, empreendimentos industriais, imóveis comerciais e residenciais, a diferentes regiões brasileiras, com boas oportunidades de crescimento e valorização e a vários locatários. Esse tipo de diversificação serve como mitigante aos riscos associados ao investimento, como o risco de inadimplemento do aluguel e de fatores regionais ou setoriais que influenciem o valor dos imóveis, o que dificilmente seria alcançado caso o investidor optasse por investir diretamente em um imóvel.

2. **Terceirização de gestão a equipes especializadas:** Dada a complexidade de análise e seleção de boas oportunidades de investimento no setor imobiliário, a transferência da gestão a profissionais especializados surge como alternativa mais segura para os investidores de FIIs, principalmente para aqueles com pouca experiência em avaliação, manutenção e otimização tributária relacionados a imóveis.

3. **Liquidez:** Quando se trata de um imóvel específico, a venda do ativo constitui o único evento de liquidez ou de recuperação do capital investido, o que pode se transformar em uma tarefa difícil dependendo do preço e da localização da unidade. No caso dos FIIs, as cotas do fundo podem ser negociadas no mercado secundário da BM&Fbovespa, oferecendo a possibilidade inclusive de venda parcial do principal investido. Obviamente, é preciso levar

em consideração que o investidor ficará exposto a variações de preços do valor de mercado das cotas, o que poderá resultar em perdas ou ganhos de capital, de maneira semelhante ao investimento direto no imóvel físico. O mercado secundário de FIIs ainda é pouco líquido, mas acreditamos que com o aumento de sua abrangência no mercado, a tendência é um gradual aumento de liquidez neste mercado.

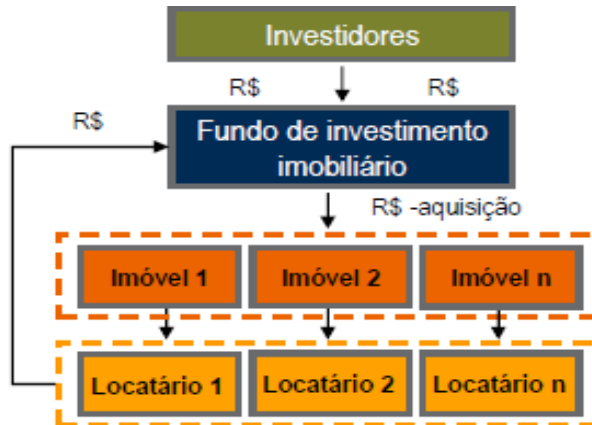
A indústria de fundos imobiliários no Brasil é bastante concentrada nos fundos de renda, os quais têm como principal objetivo auferir renda de forma regular com o empreendimento imobiliário adquirido, como por exemplo, através de um fluxo de aluguéis. Entretanto, novos tipos de fundos têm surgido no mercado, com características particulares, o que possibilita a classificação em 3 grupos principais: Fundos de Renda de Aluguel; Fundos de Desenvolvimento Imobiliário e Fundo de Investimento em Títulos Imobiliários.

### **I.7.2 - Fundos de renda de aluguel.**

Representam atualmente mais de 80% do mercado de fundos imobiliários no Brasil. A política de investimento desses fundos tem como foco principal a aquisição de imóveis acabados com o objetivo de explorar a renda proveniente dos aluguéis. Apesar desta ser uma característica presente em todos os fundos de renda, estes podem apresentar algumas diferenças quanto à formação de seus portfólios de imóveis, podendo ter carteiras pulverizadas (sustentada pelo aluguel de muitos imóveis) e não-pulverizadas (sustentada pelo aluguel de poucos ou até de um único imóvel). Mesmo que o freqüente uso da palavra renda na nomenclatura destes fundos traga a impressão de que suas características pareçam com as de um fundo de renda fixa tradicional, é importante perceber que este tipo ainda embute outros riscos que devem ser considerados. Em primeiro lugar, a taxa de retorno estimada pode levar em consideração o valor futuro do imóvel, que pode oscilar dependendo do ciclo econômico, além do próprio valor de aquisição que o imóvel é transferido para o fundo. Além disso, por se tratar de um fundo com prazo indeterminado, maneira mais imediata de o investidor receber de volta o seu principal é através da venda de suas cotas no mercado secundário, ou seja, não há data pré-definida para a amortização do principal investido. Quando se trata de apenas um locatário, a análise de seu risco passa a ser associada diretamente ao risco de crédito desse inquilino, considerando que o imóvel já esteja ocupado. Esse tipo de estrutura é comumente encontrada em fundos destinados à exploração de armazéns, hospitais, hotéis, bancos e unidades industriais, sendo seus inquilinos representados

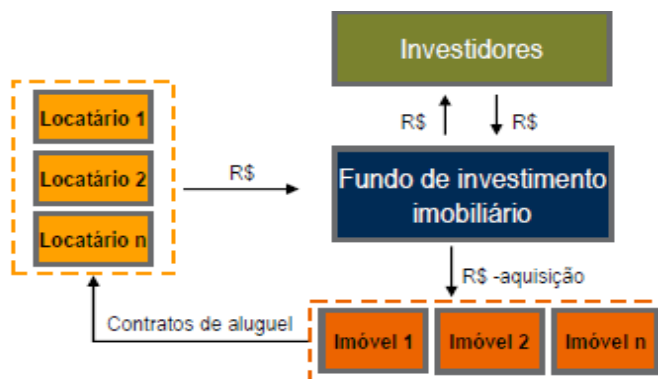
por empresas em geral de boa qualidade de crédito, o que é utilizado como mitigante para o risco de concentração da fonte pagadora

**Gráfico 5 – Fundos de renda com um locatário por imóvel**



Já os fundos que exploram shoppings e empreendimentos comerciais, por conta da pulverização de locatários, a análise do risco de inadimplência desses fundos é conduzida quase que de forma estatística, dado que a análise tradicional de crédito, dependendo do número de locatários, se torna mais complexa. Nesse caso, o foco do investidor deveria estar em entender como os inquilinos tendem a se comportar em conjunto, ao invés de individualmente como na situação anterior

**Gráfico 6 – Fundos de renda com vários locatários**



### I.7.3 - - Fundos de Desenvolvimento.

Este tem um propósito de investimento diferente. Ainda fracos no mercado local, esses fundos têm por objetivo o desenvolvimento de empreendimentos “greenfields” ou

“brownfields”, principalmente residenciais, comerciais e shoppings, ou a aquisição de participações em SPEs com esse mesmo objetivo. Por estarem envolvidos em todas as fases de um projeto imobiliário, desde a construção até a eventual venda do empreendimento para terceiros, estes fundos apresentam um perfil de risco diferente dos títulos de dívida tradicionais, uma vez que não contam com pagamentos de juros pré-definidos e com datas definidas para amortização de principal. Por outro lado, os Fundos de Desenvolvimento têm potencial de entregar retornos mais elevados, uma vez que podem se beneficiar de todo sucesso e valorização do empreendimento. Devido a essas características, a experiência e o histórico na execução de projetos por parte dos parceiros estratégicos elegidos pelos gestores do fundo assumem um papel central no desempenho destes e voltados para o desenvolvimento de propriedades.

#### **I.7.4- Fundos de Investimento em Títulos Imobiliários**

Esses fundos não têm por objetivo investir diretamente em imóveis, mas sim em títulos imobiliários, tanto os de renda fixa (CRIs, LCIs e LHs e cotas de outros FIIs), como os de renda variável (ações de empresas do setor), dependendo das condições de risco x retorno que o fundo deseja atingir.

1. Certificados de recebíveis imobiliários (CRI): São títulos emitidos exclusivamente por entidades securitizadoras, lastreados em créditos imobiliários de operação de compra e venda, financiamento imobiliário e locação.

2. Letras de crédito imobiliário (LCI): São títulos lastreados em crédito imobiliários garantidos por hipotecas ou por alienação fiduciária de imóvel, emitidos por bancos ou companhias hipotecárias.

3. Letras hipotecárias: São títulos usados como forma de captação por instituições autorizadas para financiar linhas de empréstimo imobiliário, indexados a TR ou TJLP.

Uma das vantagens do investimento nesse tipo de FII é a pulverização de riscos através dos vários títulos adquiridos para o portfólio. Outro benefício para o investidor está na terceirização da tomada de decisão de investimento para equipes de gestão habilitadas para análise e seleção dos melhores títulos, na gestão dos fluxos financeiros dos ativos do fundo, bem como negociação dos mesmos no mercado secundário. Vale destacar que os rendimentos



dos FIIs voltados para títulos imobiliários são suportados geralmente por títulos de dívidas (CRIs, LCIs e LHs), o que tende a proporcionar um perfil menos arriscado para esse tipo de FII. Os CRIs, como já anteriormente vistos, são títulos lastreados por recebíveis imobiliários que usualmente contam com reforços de crédito como subordinação de tranches, excesso de spreads e garantias reais, além de características comuns a títulos de renda fixa como pagamentos pré-definidos de juros e datas para amortização de principal. As LCIs e LHs são títulos emitidos por bancos e por companhias hipotecárias, respectivamente, normalmente instituições com altos ratings de créditos. Em qualquer dos casos, são títulos com volatilidade de rendimentos menores quando comparados a investimentos em renda variável, o que tende a proporcionar menores risco e retorno nas estruturas de Fundos

## II - MARCO JURÍDICO

A lei 9.514/97 foi a grande responsável pela securitização no Brasil, na qual foi criada o SFI, garantindo as operações de financiamento imobiliário que antes eram atendidas pelo sistema financeiro habitacional. O grande realce desta lei se deu pela diminuição do Estado nos negócios privados, deixando o livre mercado atuar e como aconteceu em diversos países, funcionou com uma união entre o mercado primário (onde se originou os créditos imobiliários) e o secundário (mercado investidor). Desta forma houve um grande suporte para o mercado imobiliário como um todo, incluindo empreendimentos comerciais, financiamento à construção, tanto nos residências, como comerciais. Segue abaixo algumas inovações provenientes desta lei.

### II.1 – O Estabelecimento da alienação fiduciária.

É uma garantia real onde a propriedade de um determinado bem é transferida temporariamente do devedor ao credor, como garantia da existência de uma dívida. Esta medida passou a ser utilizada na prática como garantia padrão a partir de 2001 quando a Caixa Econômica Federal passou a utilizá-la como garantia padrão para todas as operações de crédito imobiliário originados.

### II.2 – A companhia Securitizadora.

Também estipulada pela lei 9.514/97, permitindo a segregação entre o ativo objeto da securitização e o originador/emissor. Garantindo a independência entre o desempenho do *portfólio* de recebíveis do agente emissor.

[...] As companhias securitizadoras de créditos imobiliários, instituições financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, terão por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades. Art 3º da Lei nº 9.514/97 (BRASIL, 1997)

### II.3 – Certificados de Recebíveis Imobiliários

Criados com o objetivo de serem os títulos que transparecem a realidade de um *portfólio* de recebíveis imobiliários. Cumprindo o papel de instrumento de securitização

utilizado como meio de investimento pelo mercado secundário e o vínculo entre esse mercado e os recebíveis imobiliários já originados. Podendo ser de emissão pública ou privada, além de ser fonte de financiamento, transformar-se em uma nova fonte de ganhos por especulação de papéis já que é um título de crédito de livre negociação.

[...] O certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI é um título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro Art 6º da Lei nº 9.514/97(BRASIL, 1997)

#### II.4 – Patrimônio de Afetação

Teve como principal objetivo garantir o compromisso das incorporadoras, em proteção a milhares de pessoas ao longo das quebras empresarias do setor. Criado em 04/09/2001 via MP nº 2.221, assim todas as dívidas de natureza tributária, trabalhista e junto a instituições financeiras ficam restritas ao empreendimento em construção, não tendo qualquer relação com as demais compromissos assumidos pela empresa. E com a lei nº 10.391/04 foi criado um regime especial de tributação (RET). Possibilitando o agrupamento de diversos impostos em uma única alíquota, incidente sobre as receitas provenientes da atividade de incorporação, de 7%. Pelas leis antigas, o pagamento obrigatório de Imposto de Renda, Pis/Pasep, Cofins e contribuição previdenciária chegava a 8,4%

.Os fundos imobiliários surgiram no Brasil o em junho de 1993, com a Lei nº 8.668/1993 e foram regulamentados, pela CVM, em janeiro do ano seguinte, através das Instruções CVM 205 e 206, ambas de 14 de janeiro de 1994. A Instrução CVM 205 foi revogada pela Instrução CVM 472, que por sua vez foi alterada recentemente pela Instrução CVM 478.

A Lei definiu a CVM como órgão responsável pela fiscalização do funcionamento e administração dos fundos, que no ano seguinte publicou a Instrução no 205, regulamentando dos FIIs . O Artigo 45 da Instrução CVM 472 estabelece a rela de ativos que podem ser investidos por um fundo imobiliário:

“Artigo 45 (...)

I – quaisquer direitos reais sobre bens imóveis;

II – desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM, ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII;

III – ações ou cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII;

IV – cotas de fundos de investimento em participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII ou de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário;

V – certificados de potencial adicional de construção emitidos com base na Instrução CVM nº 401, de 29 de dezembro de 2003;

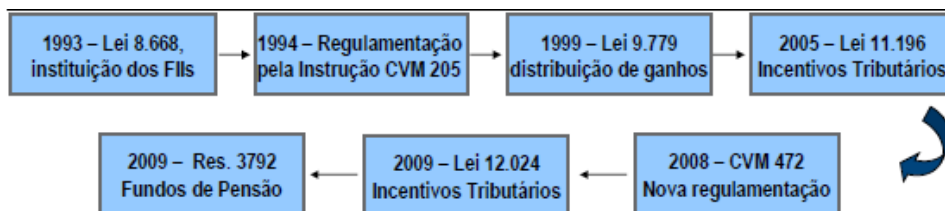
VI – cotas de outros FII;

VII – certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII e desde que sua emissão ou negociação tenha sido registrada na CVM;

VIII – letras hipotecárias; IX – letras de crédito imobiliário.”

A Lei 9.779 (1999) determinou as condições de distribuição dos rendimentos aos cotistas e algumas questões tributárias. Segundo esta, os fundos devem distribuir semestralmente, no mínimo 95%, dos rendimentos e ganhos de capital auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base nos balanços encerrados em 30 de junho e 31 de dezembro. Ainda com base nesta lei, os rendimentos líquidos obtidos através de aplicações financeiras em renda fixa e rendas variáveis estariam sujeitos à incidência do imposto de renda retido na fonte.

**Gráfico 7– Histórico dos Fundos Imobiliários no Brasil**

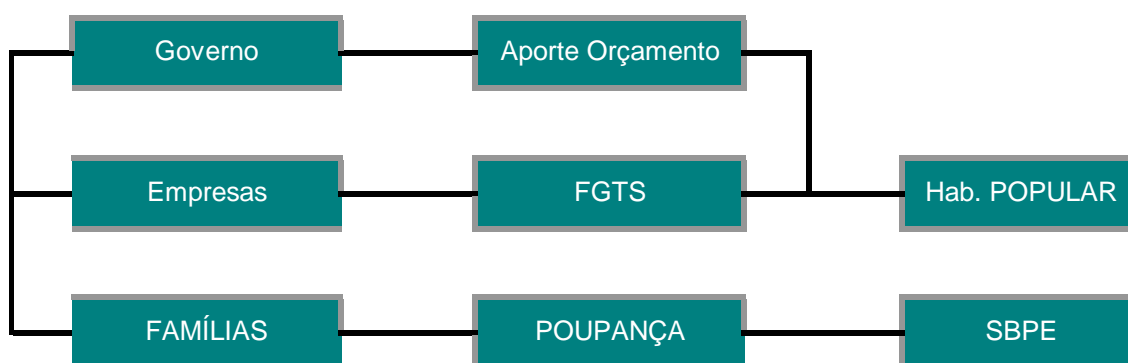


Em 2005, o mercado de fundos imobiliários ganhou novo fôlego, com a aprovação da Lei 11.196, que isentou de imposto de renda os rendimentos distribuídos aos cotistas pessoas físicas dos FIIs que sejam negociados exclusivamente em bolsa ou balcão organizado e que tenham no mínimo 50 cotistas pessoas físicas (alterando a Lei 9.779 de 1999). O tratamento tributário distinto em relação ao investimento direto de pessoas físicas em imóveis (que são tributados em tabela progressiva de 7.5% a 27.5% como imposto de renda sobre os aluguéis diretamente recebidos acima de R\$1.499,15) passou a ser um importante diferencial dos FIIs e uma alavanca natural para seu crescimento. Outras medidas regulatórias também exerceram influência positiva sobre o produto, como a flexibilidade para investimento em títulos imobiliários (CRIs, LCIs e LHs), com a mesma isenção tributária aplicada às pessoas físicas

### III . O SFH E A EMERGÊNCIA DO SFI

Em 1964, com a lei 4.380/64 foi estabelecido que o SFH facilitasse condições para agenciar e agilizar a construção e alcance da casa própria, principalmente, as pessoas da classe de menor renda da população. Tendo as cadernetas de poupança e o FGTS sendo as principais fontes de financiamento. Desta forma atingiu-se um número de mais de 4 milhões de unidades financiadas até 1982. Algumas instituições promoviam tal financiamento imobiliário, tendo o Banco Nacional de Habitação (BNH) órgão central, sistema Brasileiro de poupança e empréstimo (SBPE) composto pelas Caixas Econômicas, Sociedades de Crédito Imobiliário (SCIs) e pelas associações de poupança e Empréstimo (APEs). O BNH teria uma segunda função de extrema importância: emprestar, em última instância do SFH, garantindo a liquidez ao sistema.

**Gráfico 8– Mecanismo de Recursos do SFH**



Com a aceleração da inflação a partir de 1984 o modelo se tornou vulnerável, com a média anual de financiamento de novos imóveis despencando para menos de 150 mil, levando a criação em 1997, do sistema de Financiamento Imobiliário SFI. Assim, este se tornou, de extrema importância para o desenvolvimento do sistema crédito habitacional, pois é muito mais rápido e maleável que o SFH, com a introdução da alienação fiduciária, securitização e o regime fiduciário. Criado com base na experiência do sucesso encontrado no mercado de crédito americano, diferente do SFH, O SFI visava estabelecer uma estrutura que seja compatível com o busca de recursos fará fundeá-lo. Desta forma, foram criadas varias normas legais para regular a participação de instituições financeiras e não financeiras, em operações de financiamento imobiliário.

A maior distinção entre as propostas (SFI e SFH) é que no primeiro, os créditos não permanecem na carteira dos bancos, sendo assim estes são securitizados. Já no segundo, a carteira permanece no ativo do banco, sendo a dívida amortizada no prazo contratual. Além disso, o SFI também retirou muitas restrições quanto a prazos, taxas de juros e limites de financiamentos ( já que não estabelece limites de financiamento ou taxas de juros cobradas, nem valores máximos de valor do imóvel). As instituições autorizadas a operar o SFI seriam as caixas econômicas, os bancos comerciais, bancos de investimento, múltiplos com carteira de crédito imobiliário, sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo e as companhias hipotecárias.

### **III.1 - Principais Diferenças entre SFI e SFH**

1. Busca de financiamentos junto ao Mercado de Capitais, não sendo restrito somente a fontes como poupança e FGTS.
2. Fluxo de Crédito servirá como lastro para novos empréstimos, desta forma sem alterar o nível de empréstimos em épocas de baixa liquidez da poupança, onde no caso do SFH ficaria bastante reduzido.
3. Taxa de juros flexíveis, possibilitando o equilíbrio entre oferta e demanda, já que fica impossibilitado com o SFH já que a taxa de juros é fixa.

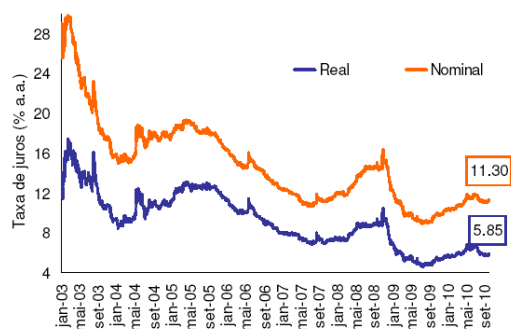
### **III.2 –CONDIÇÕES NO CENÁRIO CONTEMPORÂNEO**

A estabilidade econômica e financeira alcançada pelo Brasil nos últimos quinze anos, como resultado da adoção de políticas econômicas bem sucedidas, ajudou a criar bases sólidas para sustentar o crescimento de diversos setores, com especial influência sobre o segmento imobiliário.

O controle da inflação no país permitiu trazer as taxas de juros reais para níveis historicamente baixos, o que aliado ao aumento do nível de investimentos e do número de empregos, proporcionou uma melhora do poder de compra da população brasileira e uma alta taxa de mobilidade social, com parte dos indivíduos migrando das classes sociais mais baixas

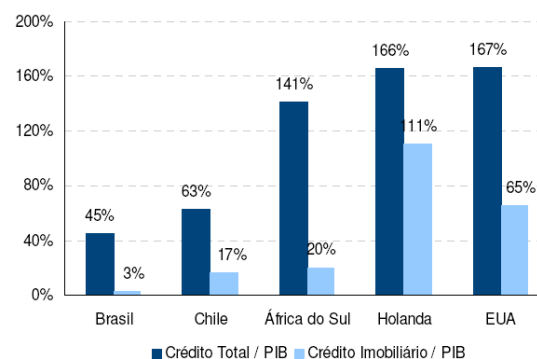
para classes de renda superiores. Ainda como consequência dessas mudanças, o mercado de crédito brasileiro tem registrado forte crescimento, tanto para o segmento corporativo quanto para as pessoas físicas. Mesmo assim, o país ainda apresenta um volume de crédito em sua economia baixo quando comparada a outros países. Segundo o Bacen, a relação entre o crédito total e o PIB era de 45.7% em junho de 2010, com destaque para o fato da proporção da oferta de crédito imobiliário em relação ao PIB ser de apenas 3% no país.

Gráfico 9 - Evolução da Tx de Juros



Fonte: Bacen

Relação entre oferta de crédito e o PIB



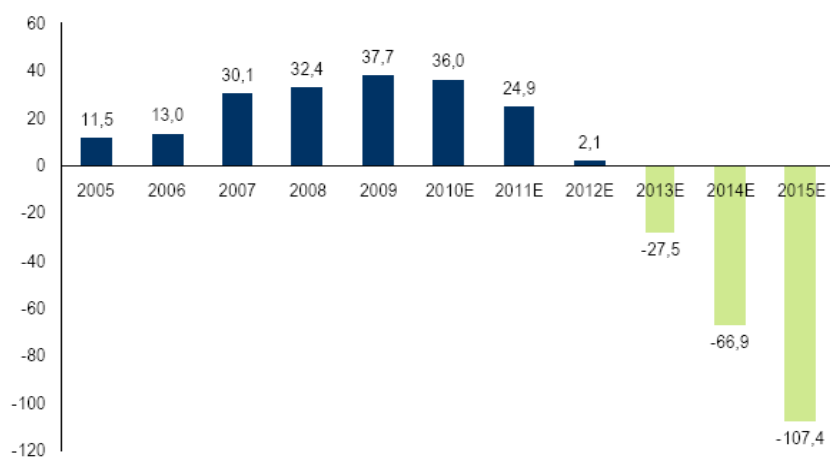
Além da estabilidade econômica e do aumento da oferta de crédito no Brasil, outros fatores também ajudam a sustentar uma perspectiva de aumento da demanda por ativos imobiliários. Em primeiro lugar, destaca-se o forte crescimento econômico estimado para os próximos anos na economia brasileira o que tende a possibilitar a manutenção de níveis de emprego elevados, o aumento da renda real da população e a consequente manutenção de um alto índice de mobilidade social. As características demográficas no Brasil são favoráveis ao mercado imobiliário, projeções do IBGE indicam que, até 2030, 35.2 milhões de novas famílias devem ser formadas, o que corresponde a cerca de 1.5 milhão de novos núcleos familiares por ano com a fração da população residente na zona urbana deve aumentar dos atuais 85% para 91%; é expressiva e crescente a população com mais de 30 anos de idade, com grande potencial de formação de um novo núcleo familiar e aquisição de residência própria. Todas essas características apontam para uma maior necessidade de residências disponíveis no país, suprindo assim o déficit habitacional atualmente estimado em cerca de 6 milhões de unidades pela Secretária Nacional de Habitação.



Na medida em que a procura por imóveis tende a continuar aumentando, resta entender se a oferta de crédito imobiliário deverá ser capaz de atender tanto à população, do ponto de vista do financiamento das unidades residenciais, como às construtoras e incorporadoras do setor, do ponto de vista do financiamento do capital de giro necessário para construção de novas unidades. Atualmente, o Sistema Financeiro de Habitação (SFH) possui duas fontes de recursos utilizadas para financiar os construtores e compradores de habitações recursos direcionados do FGTS e os recursos provenientes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE) – por lei, as instituições bancárias devem destinar 65% do saldo das cadernetas de poupança para o crédito habitacional (exceção feita ao Banco do Brasil, que tem sua exigibilidade direcionada ao crédito agrícola). Existe a perspectiva, mesmo com o crescimento da caderneta de poupança, o financiamento imobiliário deve se deparar já em 2013, com uma insuficiência de recursos das fontes tradicionais, levando as instituições financeiras e as próprias empresas do setor imobiliário a buscarem outras fontes de financiamento, de modo a garantir a continuidade do crescimento do crédito imobiliário.

Em 2007, um grande número de construtor-incorporadoras acessou o mercado de capitais, capitalizando-se via lançamento de ações e títulos de dívida, como forma de financiar seus planos de expansão. Com o fechamento do mercado de ações e piora dos mercados de crédito na sequência da crise econômica mundial, essa fonte se tornou escassa até meados de 2009. Mesmo com a recuperação macroeconômica, as empresas estão à procura de fontes mais estáveis de financiamento, principalmente com prazos longos adequados ao ciclo de investimento do setor imobiliário. As instituições financeiras brasileiras encaram desafios semelhantes: a expansão do crédito imobiliário deve continuar respondendo por parte cada vez mais relevante do crescimento das carteiras de crédito no futuro, além representar uma alternativa de fidelização de novos clientes. A obtenção de *funding* de longo prazo passa a ser também prioridade para que os bancos do país preservem a oferta de crédito imobiliário ao longo dos próximos anos.

Gráfico 10: Evolução do *Funding* disponível para Financiamentos Imobiliários



Fonte: Abecip. \*Exigibilidades de crédito imobiliário líquidas de financiamentos concedidos

A alternativa considerada para solucionar os problemas do financiamento às empresas e aos consumidores tem sido o modelo de securitização de ativos imobiliários, principalmente através de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs). Desde 2000, cerca de R\$ 20 bilhões foram emitidos em CRIs por securitizadoras brasileiras, sendo R\$ 5 bilhões lançados somente no ano de 2009 até mesmo bancos com a Caixa Econômica Federal pretende iniciar a sua primeira distribuição de CRIs na própria rede de agências, como forma de testar um importante canal de *funding* para suportar o crescimento de sua carteira de crédito imobiliário no futuro. Além dos Fundos Imobiliários (FII), ainda novos mercado local também surge como opção interessante de financiamento. Através de investidores interessados em aproveitar, de forma indireta, o grande potencial do mercado imobiliário, tanto no segmento residencial como comercial (shoppings e escritórios), as construtoras / incorporadoras poderão encontrar uma nova alternativa de *funding* de longo prazo para o desenvolvimento de projetos, transferindo seus imóveis para estruturas segregadas (nesse caso, os próprios FIIs) com o compromisso de dividir o retorno (e risco) esperado com o investidor.

## IV - CONCLUSÃO

O trabalho visou discutir de maneira intensa o modelo estrutural de securitização de recebíveis imobiliários através de suas diversas formas de aplicação, além da importância de utilização deste sistema como apoio ao mercado de financiamento imobiliário residencial. Foi caracterizada, através da análise e estudo da aplicação deste sistema em mercados de países, além do Brasil, e efetiva utilização da securitização como uma alternativa boa de aporte de capitais para o mercado de empreendimentos residenciais, fato que identificou os seguintes fatores como determinantes para o sucesso da implantação de um mercado de securitização.

1- Estabilidade Macroeconômica: Permitindo o efetivo funcionamento de operações de longo prazo e compatibilização entre as condições de originação dos créditos imobiliários e de securitização dos títulos vinculados a essas operações;

Carneiro Goldfanjn (2000) afirma que com a estabilidade macroeconômica, os títulos resultantes do processo de securitização, vêm exercendo um papel relevante na carteira de instituições financeiras e investidores institucionais. Embora não possua um volume tão expressivo em relação ao PIB como acontece no Chile, os fundos de pensão brasileiros acumulam atualmente ativos de ordem de R\$ 160 Bilhões, equivalente a aproximadamente 15% do PIB brasileiro. Desse total, em torno de 40% está alocado em investimentos de renda fixa, o que mostra a tendência desses investidores por preferência deste tipo de aplicação. Os fundos de pensão, devido suas necessidades atuariais, necessitam de investimentos de longo prazo que sejam indexados por índices de inflação, da mesma forma o seu passivo atuarial é corrigido.

2- O mercado investidor: Este responsável por promover a demanda de capitais necessários, com a possibilidade de ter seus recursos em investimentos de longo prazo, além de considerarem os títulos securitizados como investimentos efetivamente atrativos e boa relação risco e remuneração;

3- Os aspectos jurídicos e legais claros: Constituição dos créditos e suas garantias acessórias. Adicionalmente ao fato das garantias adicionais vinculadas a estruturação da operação. Deve ser transparente também em relação à execução das garantias, aos aspectos de segregação patrimonial e à segregação dos riscos vinculados a transação.

A eficiência da securitização não depende apenas do emprego dos modelos e artifícios apresentados, mas sim da junção dos fatores acima que possam permitir, a partir de então, o desenvolvimento das diversas técnicas e modelos, formatando operações específicas as necessidades do mercado consumidor e do mercado investidor.

Os Investidores institucionais no Brasil, embora sem grande tradição de investimentos de longo prazo, têm alterado seu perfil com recente estabilidade macroeconômica, apresentando-se como um grande mercado potencial de investimentos nos títulos vinculados a operações de securitização. A composição de títulos de renda fixa com um bom nível de classificação de riscos e remuneração compatível pode ser considerada como uma porta de entrada dos investidores institucionais no mercado de securitização residencial no Brasil

O ambiente macroeconômico encontra-se em completo processo de consolidação, longe do passado inflacionário, mas ainda mantém altos níveis de taxa de juros, dificultando o desenvolvimento de um mercado de investimentos e financiamentos de longo prazo. Contudo, através de possível adoção de mecanismos de incentivos fiscais, já é possível criar um mercado de originação e securitização de créditos imobiliários que seja economicamente viável, permitindo que as operações de financiamento imobiliário residencial venham a remunerar em condições de mercado tanto os investidores como os próprios riscos intrínsecos às operações.

Concluindo, pode-se afirmar que o Brasil reúne condições para formatação de um ambiente propício ao desenvolvimento de um sistema de securitização, sendo os modelos e processos necessários à sua implementação perfeitamente aplicáveis a nossa realidade. Segue abaixo alguns pontos, além da melhoria da atratividade econômica, para o desenvolvimento do mercado residencial no Brasil.

#### 1. Maior mitigação de risco

No critério de maior mitigação de risco, poderiam ser adotadas medidas que limitassem as parcelas para serem debitadas diretamente em folha, diminuindo a possibilidade de *default*, e conseqüentemente monitorando o risco DTI mais de perto possível. Também poderia ser adotado a obrigatoriedade de poupança prévia, de por exemplo de 60 meses, reduzindo a relação LTV e adicionalmente desenvolvendo o hábito de poupar, necessário a

tomadores de empréstimos imobiliários. Diminuindo o risco do credor e melhorando o juro do tomador do empréstimo.

## 2. Ações do Estado

Regulamentações mais fortes dos contratos, determinando prazo e taxas poderiam vir através de nova legislação. É importante a manutenção da alienação fiduciária, com a transferência temporária do bem para o credor, que será automaticamente transferido para o devedor quando liquidado. Possibilitando assim dar mais alicerce para o credor. O incentivo fiscal também poderia ser concedido pelo governo, de forma que haja uma abatimento no imposto de renda referente aos juros pagos no financiamento imobiliário. Sendo assim, de conforme Leônidas Zelmanovitz (2000):

“Certamente haverá percalços no caminho: fundos constituídos por pessoas inescrupulosas, condições adversas de mercado, falta de cultura associativa, interpretações restritivas ou simplesmente equivocadas da legislação por parte das autoridades. Caso consigamos superar todos esses obstáculos, estaremos assistindo à consolidação, no mercado de capitais do Brasil, de um instrumento que permitirá à indústria imobiliária a superação de seu maior gargalo: a falta de recursos de longo prazo”

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. BRASIL. Congresso. Senado. Lei n 9.779 de. Legislação Específica . BRASÍLIA DF, 1999
2. BRASIL. Banco Central. Resolução n 2493/98 e 2573/98 . Legislação Específica . BRASÍLIA DF, 1998
3. ABECIP; FEBRABAN. Proposta para dinamizar a habitação e o financiamento imobiliário. São Paulo , Janeiro, 2003
4. BANCO CENTRAL DO BRASIL Taxa referencial de juros -SELIC Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/?SELICTAXA>. Acesso em 15/01/2011
5. BANCO CENTRAL DO BRASIL Oferta de Crédito -Disponível em:<https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries> . Acesso em 15/01/2011
6. BANCO CENTRAL DO BRASIL Taxa de desemprego <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries> – Acesso em 15/01/2011
7. BRASIL Banco Central do Brasil. Resolução 2.493, 1998
8. BRASIL Banco Central do Brasil. Resolução 2.573, 1995
9. BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários – CVM Instrução N 205 e 206 . Atos Normativos. BRASÍLIA DF, 1994
10. 10. BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários – CVM Instrução N 472 e 478 . Atos Normativos. BRASÍLIA DF, 2008/2009
11. BRASIL. Congresso Senado. Lei n 4380, de 21/08/1964. Legislação Específica . BRASÍLIA DF, 1964
12. BRASIL. Congresso. Senado. Lei n 11.196 de. Legislação Específica . BRASÍLIA DF, 2005
13. BRASIL. Congresso. Senado. Lei n 8.668 de. Legislação Específica . BRASÍLIA DF, 1993
14. BRASIL. Congresso. Senado. Lei n 9514 de 20/11/1997. Legislação Específica . BRASÍLIA DF, 1997
15. CARNEIRO, D.D.; GOLDFAJN, I. A Securitização de Hipotecas no Brasil. Rio de Janeiro, 2000. Texto para Discussão n. 426 – Departamento de Economia PUC-RIO, 2000.
16. DOWNES, J.; GOODMAN, J.E. Dictionary of finance and Investment terms. New York, Inc., 1991

17. FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO. **Centro de Estatística e Informações. Déficit habitacional no Brasil 2000**, Texto para discussão: Fundação João Pinheiro , Belo Horizonte, 2001
18. KOTHARI, Vinod. *Securitization: The Financial Instrumental of new Millenium*. Academy of Financial Services , 1999
19. PORTER, M.; SCHWAB, K.; SALA-MARTIN, X.; LOPEZ-CARLOS, A. *The Global Competitiveness Report 2004-2005*. World Economic Forum, Genebra, 2005.
20. REVISTA Revista da CVM, setembro-2000
21. ROCHA LIMA JÚNIOR, J. **Fundos de Investimento Imobiliário e Real Estate Investment Trusts**, São Paulo, EPUSP: 2001
22. ROCHA LIMA JÚNIOR, J. **Fundos de investimento imobiliário e títulos de investimento de base imobiliária**, São Paulo, EPUSP: 1994