

UNIVERSIDADE FEDERAL DE RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE
CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS NO
BRASIL: UMA ALTERNATIVA PARA EXPANSÃO DO
FINANCIAMENTO HABITACIONAL.**

LUDMILLA FERREIRA BIGHI ABDELNOR BARBOSA
Matrícula: 101136318

Orientador: Prof. Ary Barradas

Agosto 2010

UNIVERSIDADE FEDERAL DE RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MONOGRAFIA DE BACHARELADO

**O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE
CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS NO
BRASIL: UMA ALTERNATIVA PARA EXPANSÃO DO
FINANCIAMENTO HABITACIONAL.**

LUDMILLA FERREIRA BIGHI ABDELNOR BARBOSA
Matrícula: 101136318

Orientador: Prof. Ary Barradas

Agosto 2010

As opiniões expressas neste trabalho são de exclusiva responsabilidade da autora

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço ao meu orientador, o professor Ary Barradas, pela atenção, compreensão e as preciosas sugestões dadas para a elaboração deste trabalho.

Ao meu amado Everton, sou grata por todo amor, carinho, paciência e incentivo transmitidos, me garantindo tranquilidade para finalização da presente dissertação.

Aos meus amados tios, Alice e João Gilberto, agradeço o amor, a acolhida, a confiança, as palavras e ações de conforto e incentivo, que me conferiram a paz e alegria, essenciais para a conclusão do curso de graduação em Ciências Econômicas.

A minha mãe, Carmen Fernanda, a minha avó, Eurides, ao meu avô, João e a minha bisavó, Carmen, serei eternamente grata pela educação de qualidade que me proporcionaram, possibilitando o meu ingresso na UFRJ, e por sempre acreditarem no meu potencial intelectual e pessoal. Mas sobre tudo, agradeço por me criarem com total dedicação, muitas vezes abdicando de seus sonhos para que eu pudesse realizar os meus.

Finalmente, agradeço a Deus, por ter colocado no meu caminho o amado Valdir, meu pai de coração. Ao Valdir dedico a minha graduação, e sempre dedicarei o meu sucesso. Ele me ensinou valores morais e éticos, fundamentais na minha formação como pessoa; incentivou e orientou sempre os meus projetos pessoais e profissionais; não mediu esforços para garantir minha felicidade; e esteve em todos os momentos, quer alegres ou tristes, ao meu lado, me transmitindo confiança, muito amor, carinho e atenção.

RESUMO

Atualmente o volume total de crédito imobiliário representa entre 2,5% e 3,0% do PIB, segundo estudos da Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP). Um tímido percentual quando comparado a países como Chile (15%), México (11%) e Espanha (60%).

Tais dados motivaram a elaboração deste trabalho, cujo principal objetivo é apresentar a securitização de recebíveis imobiliários como uma alternativa viável para a expansão do mercado de crédito imobiliário e conseqüente redução do déficit habitacional, que segundo os últimos dados coletados com base na PNAD de 2006, estava em torno de 8 (oito) milhões de moradias, número correspondente 14,5% dos domicílios do Brasil (Fonte: Fundação João Pinheiro).

A fim de explicar quando, como e dentro de qual cenário econômico foi introduzida a securitização de recebíveis imobiliários no Brasil, no primeiro capítulo é elaborado um breve histórico sobre as formas de se obter financiamento de imóveis no país, culminando com a criação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). Destacando como as teorias sobre financiamento elaboradas por autores neoclássicos e por autores keynesianos influenciaram os dois sistemas de financiamento imobiliário, SFH e SFI, em vigor no Brasil.

No segundo capítulo são apresentados os benefícios microeconômicos e macroeconômicos intrínsecos no advento do processo de securitização de recebíveis imobiliários. É explicado como a esta inovação do mercado financeiro pode contribuir com o aquecimento do mercado de crédito imobiliário e do setor da construção civil, possibilitando alavancar o crescimento econômico nacional.

Posteriormente, busca-se mostrar, com riqueza de detalhes, como é estruturada uma operação que transforma ativos relativamente ilíquidos, como os créditos imobiliários, em títulos com liquidez no mercado de capitais, transferindo os riscos associados a esses ativos para seus adquirentes.

Após apresentada a estrutura básica de uma securitização de recebíveis imobiliários, analisa-se a base legal desta operação no Brasil e a sua *performance* desde sua oficial instituição em 1997.

Finalmente é feita uma análise da utilização do sistema de securitização de ativos imobiliários como uma alternativa complementar ao modelo convencional de intermediação financeira, baseado na escola neoclássica. Com isso procura-se identificar quais fatores ainda precisam evoluir para a expansão do mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários no Brasil.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO I - A EVOLUÇÃO NA FORMA DE FINANCIAR IMÓVEIS NO BRASIL.....	11
I.1 SISTEMA FINANCEIRO DE HABITAÇÃO	11
I.1.1 O SFH e a Teoria da Intermediação Financeira Neoclássica.....	12
I.1.2 A Deterioração do SFH.....	15
II.2 SISTEMA DE FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO	17
II.2.1 Conceito de Securitização	18
II.2.2 A Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários	19
II.2.3 Certificados de Recebíveis Imobiliários.....	21
II.2.4 Regime Fiduciário	20
II.2.1 O SFI e o Circuito Financiamento – Investimento – Poupança- Funding	24
CAPÍTULO II – A IMPORTÂNCIA ECONÔMICA DO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE SECURITIZAÇÃO IMOBILIÁRIA.....	26
I.1 ASPECTOS MICROECONÔMICOS	26
II.1 ASPECTOS MACROECONÔMICOS.....	27
CAPÍTULO III – SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	32
III.1 PORTFÓLIO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	32
III.2 – ESTRUTURA BÁSICA DA OPERAÇÃO DE SECURITIZAÇÃO DOS CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS	33
III.2.1 Seleção do Portfólio de Créditos.....	33
III.2.2 Venda dos Ativos a Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários	35
III.2.3 Estruturação da Operação.....	35
III.2.3.3 Reforços de Crédito e de Liquidez Garantidas pelo Originador	36
III.2.3.2 Reforços de Crédito e de Liquidez Estruturais.....	37
III.2.3.3 Reforços de Crédito e de Liquidez Garantidas por Terceiros.....	39
III.2.4 Classificação de Risco de Crédito	39
III.2.4.1 Qualidade da Carteira de Créditos	40
III.2.4.2 Estrutura do Fluxo de Caixa	41
III.2.4.3 Solidez Jurídica	41
III.2.4.4 Eficácia do Gestor dos Recebíveis.....	42
III.2.5 Administração dos Ativos.....	42
III.3 A SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS NO BRASIL	42

<i>III.3.1 Legislação Brasileira.....</i>	<i>43</i>
<i>III.3.2 Estruturação da Operação.....</i>	<i>44</i>
III.4 DESEMPENHO DOS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	47
CONCLUSÃO.....	54
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	57

INTRODUÇÃO

O mercado imobiliário sempre exigiu dos formuladores de medidas econômicas atenção especial. A preocupação é justificada por ser este setor um importante alavancador do crescimento econômico, dada a sua contribuição para a expansão dos financiamentos habitacionais e para geração de empregos. Como imóvel é um bem de altíssimo valor, uma eficaz estrutura de oferta de crédito é vital para o desenvolvimento deste mercado.

No Brasil dois sistemas regem os financiamentos imobiliários. O primeiro a ser estabelecido foi o Sistema Financeiro de Habitação (SFH), em 1964, responsável pela implementação do financiamento habitacional no País. Durante os anos de estabilidade econômica, o sistema alcançou com êxito seus objetivos. Porém a partir da década de 80, o SFH começa a apresentar sinais de esgotamento, consequência das altas taxas de juros praticadas e da crise econômica.

As políticas voltadas para o setor imobiliário, determinadas pelo SFH, foram baseadas em fontes ou de financiamento público ou altamente reguladas, sendo estas escassas e incompatíveis com os prazos apropriados ao segmento.

A elevação do déficit habitacional impulsionou o governo a criar, em 1997, o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), com o propósito de expandir o crédito imobiliário e incentivar empreendimentos habitacionais, através do desenvolvimento de um mercado secundário para títulos imobiliários brasileiros.

A grande inovação deste sistema é a interligação entre os mercados financeiros primários (originadores dos contratos hipotecários) e o secundário (onde são negociados os títulos). As principais consequências são acelerar o retorno do capital investido na construção de imóveis e transferir os riscos de inadimplência, da dívida adquirida pelos mutuários, dos originadores de crédito para os compradores dos títulos.

Este elo entre os dois mercados é proporcionado pelo processo de securitização de recebíveis imobiliários que transforma os créditos cedidos por empreendedores do setor (originadores) em títulos negociados no mercado a fim de financiar o mercado imobiliário.

As companhias securitizadoras são responsáveis por emitir e colocar no mercado os títulos, chamados de Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI). A venda destes ativos gera recursos que podem ser novamente aplicados no setor imobiliário, corroborando para a dinamização e crescimento deste ramo da atividade econômica.

A securitização de recebíveis imobiliários já é praticada em outros países, como Reino Unido, México, Chile e Estados Unidos, onde se consagrou por garantir uma boa relação rentabilidade/risco.

O objetivo deste trabalho é analisar e discutir a implementação e o desenvolvimento do processo de securitização de recebíveis imobiliários, destacando como a expansão do mercado de CRIs pode corroborar para o aumento da oferta de financiamento imobiliário, e conseqüentemente com a queda do déficit habitacional e o crescimento econômico brasileiro.

CAPÍTULO I - A EVOLUÇÃO NA FORMA DE FINANCIAR IMÓVEIS NO BRASIL

Até a década de 60, os financiamentos imobiliários no Brasil eram dependentes de dotações orçamentárias específicas e extremamente escassas em função da não existência de mecanismos capazes de preservar o valor real dos empréstimos concedidos, considerando os prazos muito longos em que eram originados. O aumento contínuo da inflação aliado à falta de mecanismos de proteção auxiliavam a corrosão dos financiamentos, desviando os aportes de recursos para outros setores.

1.1 Sistema Financeiro de Habitação

Em 1964, foi instituído o Sistema Financeiro de Habitação (SFH), através da Lei 4.380/64. A referida lei também normatizou a correção monetária, além de criar o Banco Nacional de Habitação (BNH), as sociedades de crédito imobiliário, as associações de poupança e empréstimo, e introduzir as letras imobiliárias¹ como instrumento de captação de recursos.

A correção monetária foi normatizada com o objetivo de permitir o reajuste das prestações de amortização e do valor nominal pago de juros, além de também ser aplicada nos depósitos da caderneta de poupança, nas letras imobiliárias e no Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS)².

O BNH estava incumbido de orientar, disciplinar e controlar o sistema. Eram responsabilidades desta instituição: incentivar a formação de poupança para o SFH; refinanciar as operações; disciplinar o acesso das sociedades de crédito imobiliário ao mercado de capitais; e operar serviços de redesconto e de seguros.

¹ Letras Imobiliárias são títulos de crédito que consistem na promessa de pagamento, conferindo ao investidor, juros e correção monetária

² FGTS é o fundo criado em 1966 pelo Governo Federal com o objetivo de proteger o trabalhador demitido sem justa causa, mediante a formação de uma conta vinculada ao contrato de trabalho. No início de cada mês, as empresas devem depositar, em contas abertas na Caixa Econômica Federal (CEF) em nome dos seus empregados, o valor correspondente a 8% do salário de cada funcionário.

As sociedades de crédito imobiliário se limitavam a operar no financiamento para a construção, venda ou aquisição de habitações. Desempenhavam o papel de agentes financeiros do sistema, dependendo do BNH para funcionarem.

Este novo padrão inovou por direcionar o uso do FGTS e parte dos recursos captados em cadernetas de poupança e letras hipotecárias para investimentos em habitação, criando assim fontes permanentes de recursos extra-orçamentários (instrumentos de arrecadação).

I.1.1 O SFH e a Teoria da Intermediação Financeira Neoclássica

Na visão dos pensadores neoclássicos, em uma economia fechada, o total produzido (Y) é utilizado de três formas: como consumo das famílias (C), como investimento, realizado pelas famílias e empresas (I), e como consumo do governo (G). Dando origem a equação de identidade das contas nacionais expressada abaixo:

$$Y = C + I + G$$

Sendo que o consumo depende da renda disponível, que é igual ao total produzido menos os impostos pagos (T). O nível investimento é uma função da taxa de juros, $I = I(r)$, e os gastos e impostos governamentais são variáveis exógenas relacionadas com a política fiscal.

A poupança (S), dentro deste modelo, é igual à diferença entre o total produzido na economia e a demanda das famílias e do governo. O que dá origem a seguinte identidade:

$$S = Y - C - G$$

Contudo, reescrevendo a equação de identidade das contas nacionais isolando o investimento, temos:

$$I = Y - C - G$$

Assim, é possível constatar que no modelo neoclássico poupança e o investimento são determinados concomitantemente. E como o investimento é determinado pela taxa de juros real da economia, também será essa variável a determinante do nível de poupança.

As famílias geram renda vendendo sua força de trabalho, sendo então remuneradas pelas horas trabalhadas. O governo acumula renda através da arrecadação de impostos. Este dois agentes, objetivando maximizar a utilidade do capital, avaliam a taxa de juros real da economia e tomam decisões quanto a poupar ou investir. Caso a taxa de juros esteja baixa, as famílias e empresas optarão por investir, recorrendo a empréstimos. Entretanto a lastro desses empréstimos é poupança. À medida que sobe a demanda por empréstimo a poupança vai se tornando escassa. Como em qualquer outro mercado, quando a demanda é maior que a oferta o preço do bem sobe, logo a taxa de juros, considerada o preço dos empréstimos, irá subir. Com a alta da taxa de juros (mudança do cenário econômico) os agentes da economia irão decidir poupar ao invés de investir, portanto o nível de poupança irá aumentar, até que o total investido se equipare ao total poupado, neste ponto a taxa de juros alcançará sua taxa equilíbrio.

Portanto é possível afirmar que o processo de financiamento neoclássico é estilizado pela poupança prévia, baseando-se na transferência de recursos entre dois agentes maximiza dores de lucro: os poupadores, cuja função final é ofertar capital, buscam aplicar recursos em produtos financeiros que combinem alta rentabilidade e baixo risco; os investidores, demandantes de capital, visam menores custos para o financiamento de seus projetos.

Entretanto, é difícil imaginar uma economia sem um sistema bancário, capaz cumprir a função de intermediador financeiro. O autor neoclássico Kunt Wicksell realizou estudos sobre o papel dos bancos na economia. Tais estudos deram origem a *teoria dos fundos emprestáveis*.

Dentro da teoria dos fundos emprestáveis os bancos podem interferir no nível de poupança disponível para investimento, através da criação depósitos bancários. Esta

expansão da oferta de moeda bancária poderá ser utilizada, por exemplo, para compra de títulos financeiros emitidos pelas empresas.³

Entretanto este aumento do nível de investimento implica no aumento da demanda agregada, tendo em vista que as empresas de posse um volume maior de recursos financeiros irão consumir mais bens de capital. A elevação da demanda no mercado de bens tem como consequência um processo inflacionário. Dado que não houve nenhuma alteração na oferta agregada, um aumento da demanda elevaria o preço dos bens de consumo e capital. O mercado só voltar ao equilíbrio após a subida da taxa de juros até o ponto de equilíbrio, isto é, até ser alcançada a taxa natural de juros.

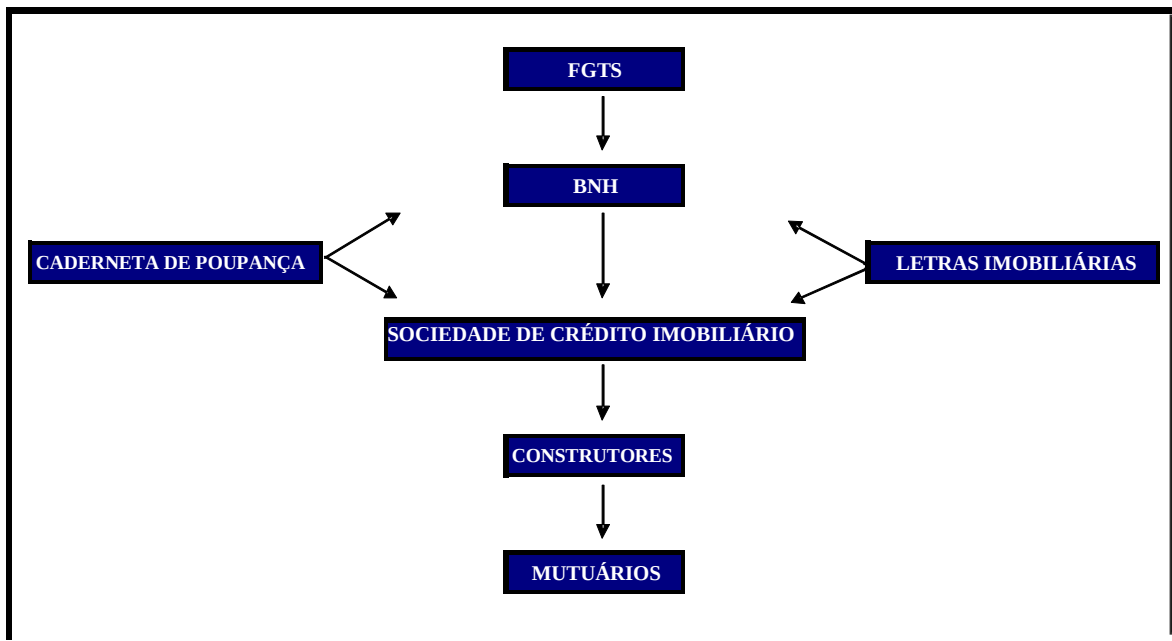
Analisando SFH é possível se observar a forte influência da teoria neoclássica em sua elaboração e viabilidade. Dado que a máxima neoclássica da poupança determinar o investimento a longo prazo é a base deste sistema de financiamento.

Ao instituir correção monetária, calculada mensalmente, o governo estimulou a geração de poupança, através da segurança dispensada ao investidor quanto à manutenção do valor real do capital. Com o aumento do nível de poupança foi possível aumentar simultaneamente o nível de investimento no setor da construção civil.

Os recursos arrecadados pelo FGTS eram gerenciados e aplicados pelo BNH, esse os usava para financiar e refinanciar a construção de conjuntos habitacionais, diretamente ou indiretamente, através de refinanciamentos parciais concedidos às sociedades de crédito imobiliário. Além dos recursos cedidos pelo BNH, essas sociedades também podiam captar valores junto ao público via caderneta de poupança ou letras imobiliárias. Captados os recursos, as sociedades de crédito imobiliário os emprestavam aos construtores que após concluírem o empreendimento imobiliário repassavam os imóveis para as mesmas sociedades, como lastro dos empréstimos concedidos. Este mecanismo, representado no fluxograma abaixo, permitia os mutuários adquirir imóveis a longo prazo.

³ A emissão de títulos pela empresas é a forma de captação de recursos encontrada para o financiamento dos empréstimos contraídos. Esses empréstimos são contraídos para aumentar a capacidade de investir da empresa.

Figura I – Fluxograma SFH



As condições favoráveis referentes à atratividade das aplicações em caderneta de poupança ou letras imobiliárias, a lucratividade das sociedades de crédito imobiliário e crescimento econômico acelerado⁴, foram responsáveis pela alavancagem do setor da construção civil.

I.1.2 A Perda de Dinamismo do SFH

Os investimentos começaram a declinar a partir da segunda crise petróleo em 1979. Com a crise, as taxas de inflação se elevaram, gerando uma situação de desequilíbrio macroeconômico, com fortes conseqüências para o sistema de financiamento imobiliário, em função da disparidade entre os reajustes das prestações e do principal da dívida.

Inicialmente, todos os valores eram reajustados pelo salário mínimo. Princípio este que foi alterado dada a inconveniência macroeconômica da utilização do salário mínimo como indexador. Então, foi estabelecido que o principal da dívida passasse a ser

⁴ Este crescimento econômico excepcional ocorreu durante a ditadura, no governo Médici, no chamado período de Milagre Econômico. A disponibilidade externa de capital e a determinação dos governos militares de fazer do Brasil uma potência, viabilizaram os pesados investimentos.

reajustado conforme as variações das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) ⁵.

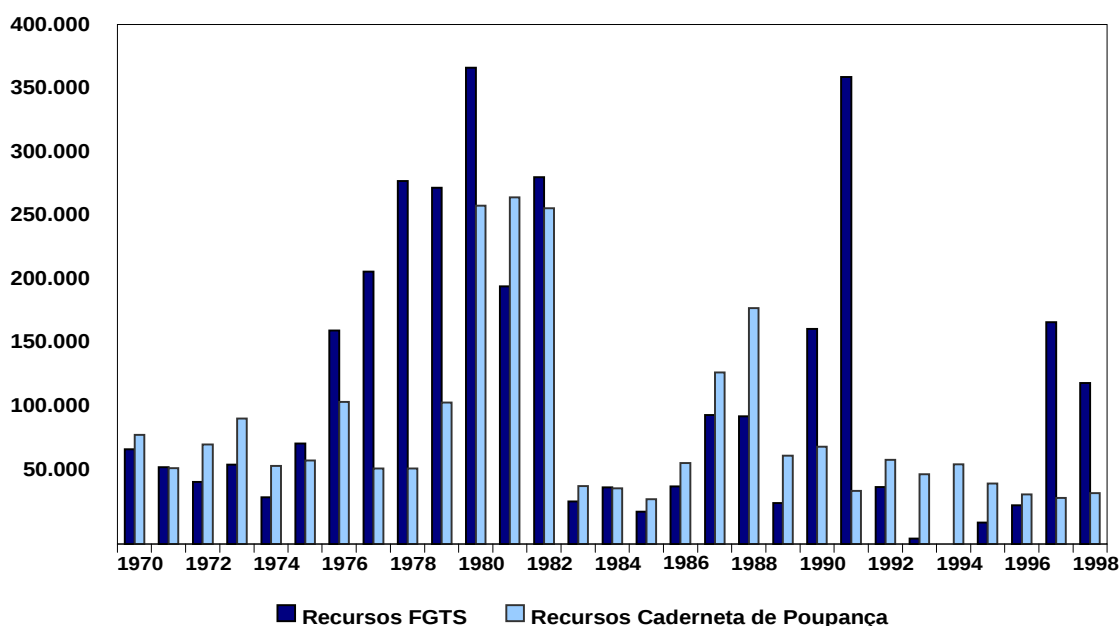
Dada a forte alta da taxa de inflação a partir do início da década de 80, ocorreu um deslocamento acentuado entre o valor do principal (indexado pela ORTN) e o das prestações pagas (indexadas pelo salário mínimo), gerando enormes saldos residuais no final do período de pagamentos. Nem mesmo o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS) foi capaz de cumprir com a sua função de garantir, tanto aos mutuários quanto às entidades de crédito, a quitação total do financiamento no fim do período contratual, gerando inadimplência por parte dos mutuários e incertezas para os credores.

Os novos depósitos do FGTS não eram suficientes para atender a demanda de saques e novas aplicações. Esta situação se agravou ainda mais com a popularização dos fundos de investimento. Estes ofereciam taxas de retornos mais atraentes o que reduzia os depósitos em cadernetas de poupança.

Em novembro de 1986, foi realizada uma tentativa de equilibrar novamente o sistema. O BNH foi extinto, sendo as suas atribuições distribuídas entre o Banco Central, a Caixa Econômica Federal, o Conselho Monetário Nacional e o Ministério de Desenvolvimento Urbano e Meio Ambiente (MDU). Ao Banco Central coube a responsabilidade de fiscalizar as instituições financeiras integrantes do SFH e elaborar normas referentes aos depósitos em poupança. A Caixa Econômica Federal foi incumbida de gerir o FGTS e administrar o ativo e passivo, do pessoal e bens móveis e imóveis do BNH. O Conselho Monetário Nacional tornou-se o órgão central do sistema e o MDU ficou com a missão de formular propostas de políticas ambientais e de desenvolvimento urbano. Entretanto, isto não foi suficiente e os sinais de esgotamento se evidenciaram.

⁵ Títulos públicos lastreados pelas obrigações do Tesouro Nacional, criados para servir de fator de atualização monetária, extintos em março de 1986, em função de possuir vencimentos longos (de um a cinco anos), o que contribuía para aumentar o déficit no giro da dívida.

Gráfico 1 - SFH: Evolução do Número de Moradias Financiadas (1970-1998)



Fonte: Banco Central, ABECIP e CAIXA.

Com o declínio da captação de recursos a serem investidos em habitação e observando o modelo de financiamento imobiliário de outros países, em especial o americano, os responsáveis por formular políticas monetárias e financeiras no Brasil se viram na obrigação de desenvolver um sistema que desse suporte aos financiamentos imobiliários, através da ligação direta entre mercado primário e o mercado secundário, independente da intervenção do Estado⁶.

II.2 Sistema de Financiamento Imobiliário

Dentro deste contexto, em 1997, a Lei 9.514 determinou a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI). Basicamente, quatro questões foram tratadas por esta lei.

⁶ Apesar do SFH não estar atendendo as suas finalidades, a busca de uma solução inovadora para questão, não extinguiria tal sistema. A proposta era o novo sistema complementar o SFH, logo os dois funcionariam concomitantemente.

A primeira delas foi à instituição das companhias securitizadoras. A segunda refere-se ao Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI). A terceira diz respeito a possibilidade da instituição do regime fiduciário, seguida pela criação de uma nova forma de garantir as operações de crédito, a alienação fiduciária. Assim aliava-se novas fontes de recursos com a disponibilização de segurança jurídica.

A referida lei se baseia na experiência de sucesso americana, onde foram construídos os alicerces de um sistema de financiamento imobiliário, cuja principal fonte de obtenção de recursos financeiros é o mercado de secundário de títulos privados.

O SFI foi criado para atender os chamados clientes bancários, deixando a tarefa de atendimento aos clientes da sociedade ao atual SFH, funcionando ambos como sistemas complementares de financiamento imobiliário. Logo seu foco não é apenas atender o mercado imobiliário residencial, com financiamentos para sua comercialização, e sim o mercado como um todo, incluindo financiamento aos empreendimentos comerciais.

II.2.1 Conceito de Securitização

O processo de securitização se baseia na conversão de ativos, originados por uma instituição financeira, em títulos mobiliários passíveis de negociação. Os ativos depois de originados e selecionados são vendidos para uma entidade emissora, responsável pela emissão de títulos no mercado de capitais. A venda destes títulos no mercado proporciona o financiamento da compra dos ativos.

KOTHARI [1999] cita que Securitizar é converter ativos de pouca liquidez em títulos mobiliários de grande liquidez, passíveis de serem absorvidos pelo mercado investidor, dada a sua atratividade. O lastro destes títulos são os ativos securitizados, e suas receitas se baseiam no fluxo de caixa provido por juros sobre empréstimo ou por outros recebíveis.

A securitização cria uma estrutura de captação de recursos claramente associada à qualidade das receitas dos ativos e não a qualidade do tomador de recursos. A principal fonte de remuneração dos títulos é a receita gerada pelos ativos que os lastreiam.

Os maiores benefícios garantidos pelo processo de securitização às instituições originadoras de créditos são as transferências dos riscos de crédito, de taxa de juros e de liquidez associados aos ativos. Isto garante a liberação da capital para investimentos em outros empreendimentos, e transforma ativos, cuja venda é lenta e burocrática, em títulos líquidos de livre negociação.

Pode-se dizer que a securitização consiste em uma das mais importantes criações dentro do mercado financeiro. Ela altera a relação existente entre os tomadores de empréstimos e os originadores de crédito. Ao distribuir os títulos para serem negociados no mercado de capitais, os investidores acabam financiando os créditos concedidos e são responsáveis pela maior velocidade de giro do capital na economia.

No Brasil, as operações de securitização podem ser realizadas por distintas entidades emissoras de títulos, são elas: as Sociedades de Propósito Específicos (SPE), Companhia Securitizadoras de Créditos Imobiliários (CSCI), Companhia Securitizadoras de Créditos Financeiros (CSCF) e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Este trabalho visa focar exclusivamente a securitização de recebíveis imobiliários realizada através das Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários (CSCI).

II.2.2 A Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários

De acordo com a Lei 9.514 [1997], “As Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários, instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, terão por finalidade a aquisição e securitização desses créditos (imobiliários) 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 suas atividades”.

O registro da companhia deve ser requerido à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão regulador das securitizadoras imobiliárias, nos termos da instrução CVM 284, de 24 de julho de 1998. Esta obriga a companhia securitizadora a relatar, no formulário de Informações Trimestrais (ITR), informações sobre a aquisição, a retrocessão, a realização e a inadimplência dos créditos vinculados à emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI).

As Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários (CSCI) atuam como compradoras de créditos imobiliários que servem de lastro para emissão dos Certificados de Recebíveis Imobiliários. E possuem, como um dos seus objetivos, gerar lucro para seus acionistas.

II.2.3 Regime Fiduciário

O regime fiduciário permite as Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários (CSCI) realizarem diversas emissões diferentes de CRIs sendo que em todas elas os riscos estão exclusivamente associados à carteira de créditos imobiliários que as lastreiam, permitindo assim a total segregação das operações. Caso ocorra a deterioração dos créditos, lastro de uma emissão específica, em nada serão afetadas as demais emissões.

Este sistema garante aos investidores uma proteção adicional não existente nos demais títulos mobiliários comercializados no Brasil. E embora a Lei 9.514 não obrigue a instituição do regime fiduciário⁷ sobre todas as operações com créditos imobiliários, as CSCI não abrem mão deste instrumento de garantia.

Dentre as condições para instituição do regime fiduciário, se destaca além da constituição de patrimônio separado (isolamentos dos créditos que lastreiam uma determinada emissão), a nomeação do agente fiduciário, uma instituição financeira ou companhia autorizada pelo BACEN para este fim, com poderes para representar os investidores.

A aplicação do contrato de alienação fiduciária da coisa imóvel como garantia das emissões de CRIs é avaliada como um avanço significativo dentro deste novo sistema de financiamento imobiliário, pois até a criação do SFI só existia alienação fiduciária de bens móveis.

⁷ A Instrução CVM nº 414/2004 determina que ofertas públicas de distribuição de CRIs com valor nominal inferior a R\$ 300.000,00 somente serão admitidas para CRI lastreado em crédito imobiliário com o regime fiduciários já instituído.

A propriedade fiduciária, assim, é considerada como um direito real⁸ em coisa própria, constituída mediante registro do contrato no competente registro de imóveis, no qual se firma o desdobramento da posse da coisa imóvel, tornando-se o fiduciante possuidor direto de livre utilização do imóvel sempre e quando permanecer adimplente. Com a quitação da dívida, encerra-se a posse fiduciária e o imóvel passa a ser propriedade definitiva do fiduciante. É importante ressaltar que o imóvel poderá estar concluído ou em construção.

Aos agentes fiduciários cabe como principal obrigação zelar pela proteção dos direitos dos investidores, acompanhando como as CSCI administram o patrimônio separado que lastreiam específicas emissões. E em caso de insolvência da CSCI, será sua obrigação administrar este patrimônio.

A vantagem alienação fiduciária de coisa imóvel sobre a garantia hipotecária é o prazo bem inferior para a execução ou retomada do bem. Permitindo que situações de atraso e mora de um crédito imobiliário sejam recompostas em prazos compatíveis com as necessidades da economia moderna.

II.2.4 Certificados de Recebíveis Imobiliários

Segundo a Lei 9.514 [1997], “O Certificado de Recebíveis Imobiliários - CRI é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro. O CRI é de emissão exclusiva das companhias securitizadoras”.

O CRI é originado por meio da formalização do Termo de Securitização de Créditos⁹, o garantidor do vínculo entre cada emissão de títulos e seus respectivos créditos. E neste termo que deverá estar formalizada a adoção do Regime Fiduciário, caso adotada.

Conforme dispuser o Termo, o CRI admite taxa de juros fixa ou flutuante, cláusula de reajuste, bem como deve ser discriminado as data de pagamentos e o valores a

⁸ A alienação fiduciária é um direito real, porém está dentro do direito de propriedade. É uma modalidade do direito de propriedade com a intenção da garantia

⁹ O termo de securitização especifica as condições de emissão do CRI e os direitos e obrigações das partes envolvidas na operação (detentores dos CRIs, emissor, avalista e agente fiduciário)

serem recebidos, do principal e das amortizações. Vale ressaltar que a garantia também pode ser flutuante assegurando o privilégio geral sobre o ativo da emissora, embora não impedindo a negociação dos bens deste ativo.

São três os ambientes de negociação¹⁰ dos CRIs : CetipNET, SomaFIX e BovespaFIX. As negociações ocorrem diretamente entre as partes para montantes de captação inferiores a R\$ 30.000.000,00, e através de instituição financeira intermediária para montantes de captação superiores a este valor. A CETIP e a Câmara Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC)¹¹ são responsáveis pela compensação e liquidação financeira dos títulos.

Abaixo são elencados e comentados os principais atributos do CRI, aqueles que atraem os investidores a realizarem aplicação neste título de longo prazo:

(a) Rentabilidade atraente:

Os CRIs apresentam maiores retornos que títulos do públicos. Em Julho/2010, o investidor que optou pela compra um título público indexado ao IGP-M¹², como por exemplo, NTN-C¹³ do Tesouro Nacional, com vencimento em 2031, receberá 6,31% a.a de taxa juros, ao passo que na compra de um CRI com vencimento em 2030, como os ofertados pela Brazilian Securities Cia de Securitização, também terá o valor do título corrigido pela IGP-M, porém receberá uma taxa de juros 13,3% a.a. A taxa de juros recebida na compra do CRI é 111% maior do que a

¹⁰ Os ambientes de negociação são plataformas eletrônicas presentes nos mercados de negociação onde são negociados títulos de renda fixa, dentre eles o CRI. O SomaFix e o BovespaFix pertencem a BM&FBovespa, uma instituição administradora de mercado, organizada sob a forma de sociedade por ações (S/A), regulada e fiscalizada pela CVM. Já o CetipNET pertence ao CETIP, uma sociedade anônima de capital aberto, administradora de mercados de balcão organizados.

¹¹ A CBLC realiza guarda centralizada, compensação e liquidação das operações realizadas através da SomaFIX e BovespaFIX. As operações realizadas na plataforma CetipNET são compensadas e liquidadas pela Câmara CETIP.

¹² O IGP-M é o Índice de Geral de Preços de mercado elaborado pela Fundação Getúlio Vargas. Foi criado com o objetivo de se ter um indicador confiável para as operações financeiras, em especial as de longo prazo. O IGP-M é resultante da média ponderada de três índices de preço: o Índice de Preços por Atacado - Disponibilidade Interna (IPA-DI-M), o Índice de Preços ao Consumidor (IPC-M) e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC-M). Sua coleta é efetuada entre o dia 21 do mês anterior ao dia 20 do mês de referência e a cada decêndio do período de coleta ocorrem divulgações de prévias.

¹³ As Notas do Tesouro Nacional – série C (NTN-C) são títulos públicos pós-fixados, com rentabilidade vinculada a variação do IGP-M e acrescida de uma taxa de juros definida no momento da compra.

paga pelo governo. A tabela abaixo evidência essa diferença e apresenta uma série histórica de taxa de juros paga por CRI e títulos públicos, ambos indexados pelo IGP-M.

Tabela 1 – Comparativo entre a Rentabilidade dos CRIs e Títulos Públicos

Ano Base Compra / Emissão	Taxa média de compra				Emissões CRI Securitizadora Brazilian Securite		IGP-M
	NTN-C 01/03/2011	NTN-C 01/07/2017	NTN-C 01/04/2021	NTN-C 01/01/2031	Ano Vencimento	Taxa de Juros média	Índice Acumulado
2002	10,52%	10,53%	10,60%	10,63%	2011	12,00%	25,30%
2003	10,00%	9,97%	9,97%	9,98%	2012	10,50%	8,69%
2004	8,11%	8,15%	8,17%	8,17%	2014	12,00%	12,42%
2005	8,59%	8,40%	8,40%	8,41%	2015	10,75%	1,20%
2006	8,90%	8,64%	8,41%	8,31%	2016	11,20%	3,84%
2007	7,22%	7,00%	6,85%	6,73%	2022	10,90%	7,74%
2008	8,16%	8,00%	7,54%	7,32%	2028	10,44%	9,80%
2009	6,27%	6,71%	6,74%	6,68%	2029	11,04%	-1,71%
2010	4,19%*	6,25%*	6,42%*	6,31%*	2030	13,03%	5,84%*

Fontes: Tesouro Nacional, CVM e Banco Central

* Valores até calculados até Julho/2010.

(b) Fluxo de caixa conhecido previamente

A periodicidade remuneração dos CRIs é determinada pelo fluxo de caixa dos ativos, conhecido antes da emissão dos títulos. Os tomadores de financiamento, via de regra, pagam suas prestações mensalmente, logo os investidores recebem a taxa de juros estabelecida, quando da emissão dos CRIs, também mensalmente. Diferentemente dos títulos públicos, que pagam a taxa de juros, acordada na compra dos títulos, semestralmente ou no vencimento do título.

(c) Segurança:

Os CRIs, via de regra, oferecem dois níveis de proteção aos investidores: os ativos que lastreiam as emissões e os reforços de crédito e de liquidez. Neste aspecto o regime fiduciário implica em uma segurança adicional garantida ao investidor. Tal afirmação deve-se ao fato que quando a emissão é submetida a este tipo de regime, um patrimônio em separado é constituído, logo cada emissão está apenas submetida aos riscos da carteira de crédito que a lastreia.

(d) Garantia real do investimento

O lastro dos títulos são os recebíveis imobiliários, que por sua vez são lastreados por um bem tangível, o imóvel. Assim, em última instância, os CRIs são garantidos por imóveis. E com a instituição da alienação fiduciária sobre a coisa imóvel, presente nos CRIs, o processo de execução da garantia ou retomada do imóvel ganhou mais agilidade

(e) Isenção de imposto de renda

Em 2004, através da Lei Federal nº 11.033, o governo agregou um subsídio a compra de CRIs, a isenção de imposto de renda retido na fonte e na declaração de ajuste anual para investidores pessoa física com remuneração produzida por CRIs. Com esta isenção o CRI assume mais vantagem quando comparado a títulos públicos. Atualmente os títulos do Tesouro Nacional são tributados conforme a regra abaixo:

I - 22,5% (vinte e dois inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de até 180 (cento e oitenta) dias;

II - 20% (vinte por cento), em aplicações com prazo de 181 (cento e oitenta e um) dias até 360 (trezentos e sessenta) dias;

III - 17,5% (dezessete inteiros e cinco décimos por cento), em aplicações com prazo de 361 (trezentos e sessenta e um) dias até 720 (setecentos e vinte) dias;

IV - 15% (quinze por cento), em aplicações com prazo acima de 720 (setecentos e vinte) dias.

II.2.1 O SFI e o Circuito Financiamento – Investimento – Poupança- Funding

Keynes em várias passagens da *Teoria Geral dos Juros, Moeda e Emprego* afirma ser a poupança um resultado do processo de investimento. Invertendo a relação de causalidade estabelecida pela teoria neoclássica.

Na abordagem Keynesiana sobre o processo de financiamento os bancos tornam-se fundamentais, porque como não há formação prévia de poupança os recursos iniciais

para a realização do investimento tendem a se originar através da criação de moeda por parte dos bancos, isto é, eles que determinarão a oferta agregada de fontes de financiamento.

O circuito é iniciado com a aprovação do crédito. A empresa tomadora do empréstimo realizará investimento. De acordo com o processo do *multiplicador de renda Keynesiano*, a expansão de um gasto qualquer na economia gera uma seqüência de gastos. Esse processo multiplicador gera uma expansão consumo agregado e uma expansão idêntica da poupança agregada *desejada*¹⁴ que permitirá a compra dos recebíveis da empresa tomadora empréstimo no mercado primário e a posterior venda dos títulos no mercado secundário, mercado este garantidor de liquidez.

Dentro desta abordagem Keynesiana os investimentos produtivos são em geral aplicações em ativos fixos com longos prazos de maturação e baixa liquidez. Então os bancos comerciais, que normalmente captam a prazos reduzidos, ao emprestarem estarão sujeitos ao risco de liquidez, juros e inadimplência. Já os investidores se tomarem empréstimo a curto prazo estarão sujeitos a rolagens contínuas, conseqüentemente expostos a risco de taxa de juros. Assim como forma de dirimir estes os riscos citados e o descasamento dos ativos, os bancos como originadores do crédito, possuem a opção de vender sua carteira de recebíveis afim de que ela seja securitizada, transformada em títulos. Este é o processo de alongamento do prazo de financiamento, denominado *funding*.

Ao analisar as premissas do SFI é fácil identificar que sua essência está no mecanismo do Circuito Financiamento – Investimento – Poupança- Funding O SFI tem como objetivo maior estabelecer uma nova estrutura de captação de capital, na qual o próprio mercado investidor seja o grande provedor de recursos para os financiamentos imobiliários. Para isto, o processo de securitização de ativos imobiliários, que nada mais é que um processo de *funding*, precisa contar com um mercado secundário de títulos de longo prazo sólido e desenvolvido, instituído um arcabouço jurídico e regulatório.

¹⁴ Este tipo de poupança esta inserido no conceito de propensão a poupar. Ela representa a decisão de comprar ativos financeiros como forma de transferência de valor no tempo.

CAPITULO II – A IMPORTÂNCIA ECONÔMICA DO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE SECURITIZAÇÃO IMOBILIÁRIA

O mercado de crédito imobiliário é de suma importância na estrutura sócio-econômica de um país. O seu valor social advém do fato do bem imobiliário ser uma necessidade básica das famílias, com valor monetário elevado em comparação à capacidade financeira do adquirente. Assim sendo o financiamento imobiliário se apresenta não como uma alternativa para compra do imóvel e sim como condição *sine qua non*.

Já o valor econômico deste mercado está na sua íntima e direta relação com o setor da construção civil, caracterizado pelo seu enorme potencial de criação de renda e emprego. Assim uma expansão no crédito imobiliário tem como consequência o crescimento da participação deste setor no PIB.

Nesse capítulo será analisado como a securitização, como alternativa para a ampliação da concessão de crédito imobiliário, pode influenciar nas variáveis macroeconômicas e microeconômicas da economia brasileira.

I.1 Aspectos Microeconômicos

Segundo dados da Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC), entre os anos de 1996 e 2006, a média do número de moradias financiadas através de recursos captados pela SBPE e FGTS é igual a 253.078 unidades. Entretanto no ano de 2006, conforme já citado neste trabalho, o déficit habitacional estava na casa dos 8 milhões. Através de análise destes dados apresenta-se a necessidade de estimular as instituições financeiras privadas a aumentarem sua carteira de crédito imobiliário.

Contudo, no Brasil ainda se verifica uma aversão a concessão de crédito imobiliário aos mutuários pelos bancos múltiplos, decorrente dos altos índices de inadimplência e das dificuldades, e do alto custo, em executar as garantias concedidas. Assim quando é aprovada uma linha de crédito para compra de imóveis o *spread* entre a taxa de remuneração da poupança e o custo do financiamento aos mutuários é bem elevado. O baixo volume de crédito e os elevados *spreads* bancários consistem claras deficiências do mercado de crédito, inibindo o aumento da taxa de investimento produtivo.

Em função do alto custo para se obter crédito imobiliário, os incorporadores acabam disponibilizando linhas créditos aos tomadores de empréstimo, o que implica na redução da velocidade e capacidade de serem construídas novas unidades habitacionais.

A securitização, dentro deste cenário, se apresenta como uma alternativa para expansão dos financiamentos imobiliários. Tal fato torna-se factível, pois uma das principais características das operações de securitização de crédito é a transferência dos riscos do originador do crédito (a instituição financeira) para a companhia securitizadora. E caso o incorporador ainda continue como doador do crédito, a securitização também poderá beneficiá-lo, pois com a compra da carteira de ativos pela companhia securitizadora, o valor empregado na promoção do crédito fica rapidamente liberado para ser aplicado em novos empreendimentos imobiliários. Significa então afirmar, que ativos com baixa liquidez ao serem vendidos para companhias securitizadoras se transformam em títulos com alta liquidez no mercado secundário.

Além da transferência de risco e do aumento da liquidez dos ativos, a securitização também possui segurança, previsibilidade e eficiência garantida pelo arcabouço jurídico-institucional. No Brasil, foram tomadas várias medidas buscando ampliar a segurança jurídica das operações de securitização de recebíveis imobiliários. Essas medidas serão relatadas no terceiro capítulo deste trabalho.

Portanto, com a securitização é possível ampliar o volume de crédito imobiliário fazendo com que o mercado imobiliário torna-se aquecido, o que, por conseguinte, ativará o crescimento do setor da construção civil.

II.1 Aspectos Macroeconômicos

O setor da Construção Civil influencia fortemente a estrutura econômica do Brasil, por várias razões, dentre as quais destacam-se duas: (i) pelo lado da demanda, com o seu efeito sob déficit habitacional brasileiro, e (ii) pelo lado da oferta, com a sua significativa capacidade de geração de renda e emprego.

A importância creditada a esta atividade, também se justifica por ela ser uma grande consumidora de produtos de outros segmentos industriais, com uma ampla e complexa cadeia produtiva. A esta cadeia produtiva, composta pela indústria da construção

civil e outros setores fornecedores de insumos (matérias-primas e equipamentos) e serviços, dá-se o nome de Macro-Setor da Construção Civil.

O Macro-Setor, também conhecido com *Construbusiness*, possui uma elevada participação no total do Produto Interno Bruto (PIB) da economia brasileira, algo em torno dos 18%. Isso significa que no ano 2009, o *construbusiness* movimentou aproximadamente R\$ 566 bilhões.

Entretanto, é possível afirmar que a indústria da Construção Civil, por si só, é uma atividade capaz de alavancar o crescimento econômico. Esta asserção se baseia montante de renda agregado à economia pelo setor. Conforme tabela abaixo, em 2009, o subsetor da Construção Civil adicionou R\$ 137.378 bilhões, o que representa 5,1% do PIB Brasil.

Tabela 2 - Produto Interno Bruto do Brasil e da Construção Civil

Ano	PIB A preços de mercado (em R\$ milhões)	PIB (Valor Adicionado Bruto pb) (em R\$ milhões)			Taxa Real de Crescimento do PIB (%)		Participação PIBcc (%)	
		Brasil	Construção Civil	Indústria	Brasil	Construção Civil	PIB Brasil	PIB Indústria
2000	1.179.482	1.021.648	56.364	283.321	4,3	2,0	5,5	19,9
2001	1.302.136	1.118.613	59.486	301.171	1,3	(2,1)	5,3	19,8
2002	1.477.822	1.273.129	67.219	344.406	2,7	(2,2)	5,3	19,5
2003	1.699.948	1.470.614	68.935	409.504	1,1	(3,3)	4,7	16,8
2004	1.941.498	1.666.258	84.868	501.771	5,7	6,6	5,1	16,9
2005	2.147.239	1.842.253	90.228	539.283	3,2	1,8	4,9	16,7
2006	2.369.484	2.034.421	96.287	584.952	4,0	4,7	4,7	16,5
2007	2.661.344	2.287.858	111.201	636.280	6,1	4,9	4,9	17,5
2008	3.004.881	2.556.305	128.206	698.939	5,1	8,2	5,0	18,3
2009	3.143.015	2.702.101	137.378	686.445	(0,2)	(6,3)	5,1	20,0

Fonte: Sistema de Contas Nacionais Brasil (IBGE)

Analisando a tabela é possível perceber uma queda gradual da taxa real de crescimento do PIB da Construção Civil nos anos de 2001, 2002 e 2003. Tal queda reflete a desaceleração da atividade econômica mundial, iniciada no último trimestre do ano 2000 em virtude do declínio do PIB dos EUA, Japão e União Européia, e as consequências dos atentados terroristas de 11 de Setembro de 2001.

No ano de 2001 a economia mundial cresceu apenas 2%, contra 4,7% de crescimento no ano 2000. Esta diminuição de crescimento se refletiu nos níveis de

investimentos e exportações, os empurrando para baixo. Vale ressaltar que os impactos da crise mundial foram sentidos sobre tudo na atividade industrial, o setor de serviços continuou crescendo, o que justifica a taxa de crescimento positiva do PIB Brasil.

Após os atentados de 11 de Setembro, o FED¹⁵ decidiu por diminuir a taxa de juros americana, medida seguida pelas principais potências econômicas mundiais. Entretanto no ano 2002, observa-se no Brasil, um aumento exacerbado da taxa de juros, em especial no quarto trimestre, quando a Selic chegou a 24,9%, e essa elevação perdurou ao longo do ano de 2003.

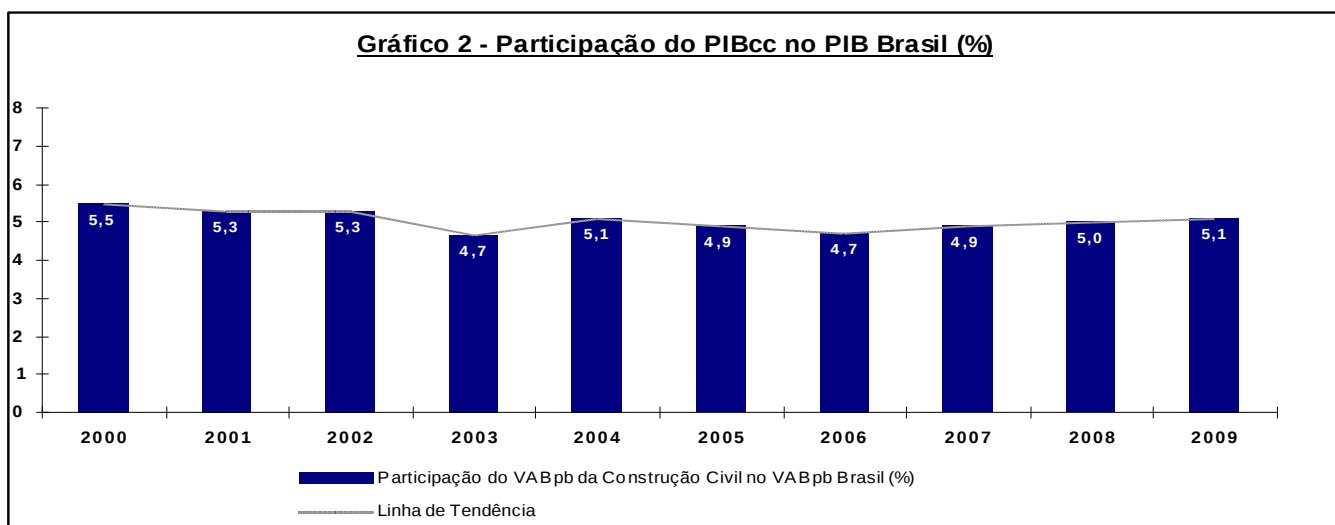
O Banco Central do Brasil adotou a política monetária de aumento da taxa de juros para conter o crescimento da inflação que em 2002 chegou a 12,53%. Contudo a alta da taxa de juros gera impactos extremamente desfavoráveis na indústria da Construção Civil. Isso porque provoca declínio da renda real, desaquecendo a demanda interna, queda nos investimentos em obras públicas e diminuição do montante de crédito direcionado à produção de novas unidades imobiliárias.

Em 2004 a taxa de juros cai, elevando a taxa de crescimento do PIB da construção. Entretanto em 2005 a SELIC volta a subir, provocando baixo crescimento do PIB do setor. A partir de 2006, com a estabilidade da economia, a taxa de juros entra em ciclo de decréscimo, permitindo um crescimento sustentado do PIB da Construção Civil.

No ano de 2009 observa-se uma forte desaceleração da taxa real de crescimento setor, justificada pela crise financeira global desencadeada em Setembro de 2008, que atingiu todos os setores da economia, e em especial o setor da Construção extremamente dependente de financiamento. Com a restrição de crédito, no início da crise, foi interrompido um ciclo promissor de crescimento.

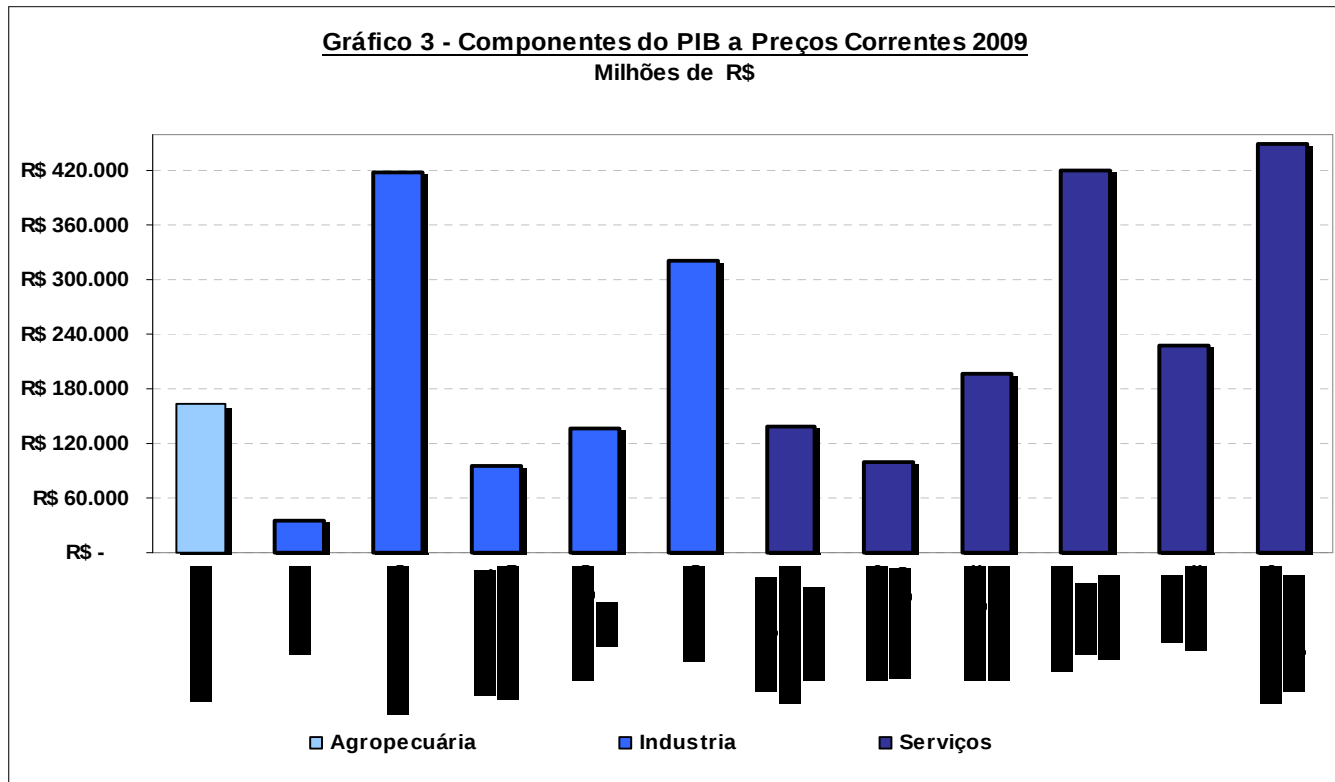
Porém, como pode ser observado no gráfico abaixo, a participação do PIB da construção civil, no total do PIB do Brasil, a preços de mercado, vem crescendo desde 2006, isto é, mesmo com a crise o setor continuou a gerar um expressivo volume de renda para a economia brasileira, inclusive elevando sua contribuição no volume total de renda gerado pelos demais setores econômicos.

¹⁵ Federal Reserve (FED) é Banco Central dos Estados Unidos.



Fonte: Sistema de Contas Nacionais Brasil (IBGE)

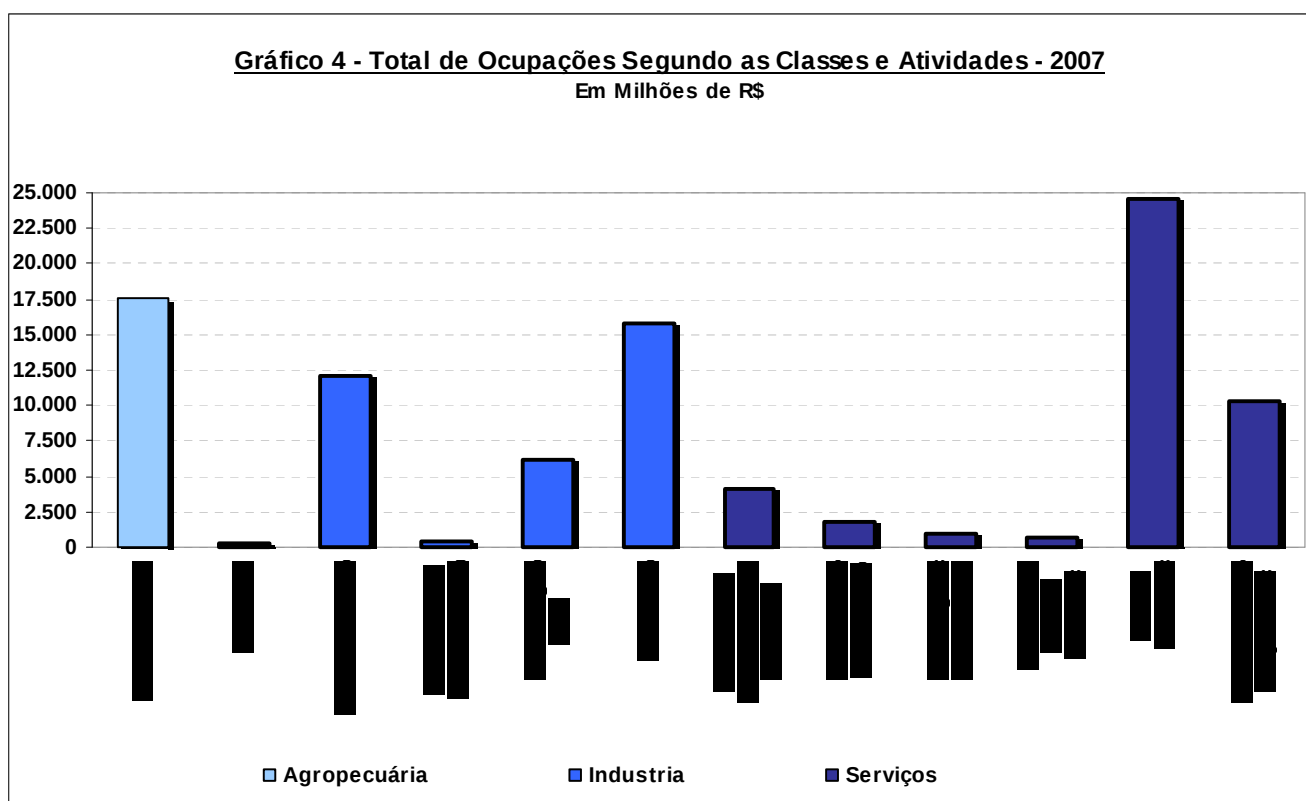
O gráfico 2 apresenta a composição do PIB de 2009. Os setores são diferenciados por cores e as barras representam a contribuição de cada subsetor. Analisando as informações, observa-se que a Construção Civil foi responsável por 20% do PIB Industrial, somente sendo superada pelas indústrias da Transformação e Comércio.



Fonte: Sistema de Contas Nacionais Brasil (IBGE)

O potencial da indústria da Construção Civil como geradora de empregos, também a transforma em um setor essencial a ser investido para alavancar o crescimento econômico. Para 100 postos de trabalho criados diretamente pelo setor, outros 285 são gerados indiretamente na economia. Estima-se que para cada R\$ 1,0 bilhão demandado a mais, são criados 177 mil novos postos de trabalho na economia, sendo 34 mil diretos e 143 mil indiretos.

Segundo dados do ano de 2007, a indústria da Construção Civil é responsável 6,6% de todo pessoal empregado no país, conforme exposto no gráfico abaixo. Vale ressaltar a composição da mão-de-obra empregada. Com exceção da Agropecuária, este setor é o que emprega mais indivíduos pertencentes às famílias de baixa renda, possuindo então uma importante função social.



Fonte: IBGE

CAPÍTULO III – SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

Inicialmente, neste capítulo, será apresentada a estrutura do processo de securitização onde estão envolvidos diversos participantes que dividem funções e riscos, diferentemente de um sistema de financiamento tradicional. O ponto de partida será a geração e análise da carteira de créditos a ser securitizada. Concluída esta análise inicia-se a cadeia de processos da securitização, culminando com a colocação dos títulos no mercado. Também serão discutidos os riscos intrínsecos nos títulos e as alternativas para minimizá-los.

III.1 *Portfólio de Recebíveis Imobiliários*

A carteira de ativos imobiliários passíveis de securitização pelas CSCIs é originada a partir das obrigações derivadas dos seguintes contratos imobiliários: contratos do SFI, contratos de locação *built-to-suit*¹⁶ e escrituras públicas de concessão de direito real de superfície.

As operações de financiamento imobiliário realizadas por entidades autorizadas a operar no SFI, obedecendo às diretrizes da Lei 9.514, tem como finalidade pactuar os contratos. É importante ressaltar que não poderão ser empregados em tais operações recursos captados em poupança ou FGTS.

Neste caso os recebíveis são criados a partir da concessão de empréstimos para aquisição do bem imobiliário, que tem como contrapartida a obrigação do tomador do financiamento em honrar o compromisso, formalizado através do contrato, de realizar pagamentos periódicos a fim de quitar o débito. A garantia principal do empréstimo é o ativo imobiliário adquirido.

Os contratos de locação *built-to-suit* são por definição contratos mistos, caracterizados por formalizar uma operação entre duas instituições, a contratada adquire o imóvel indicado pela contratante e implementa o empreendimento imobiliário, isto é,

¹⁶ A tradução da expressão para língua portuguesa é “construindo para servir”, o que traduz a principal característica deste tipo de contrato de locação, no qual o imóvel é construído para atender interesses já pré-determinados do locatário.

realiza a construção de acordo com as orientações da contratante. Após concluída a obra, a contratada loca o imóvel a contratante por um determinado período.

A contratada, agora locadora do imóvel, gera então uma carteira de ativos imobiliários que correspondem aos pagamentos de aluguéis periódicos que devem ser efetuados pela contratante.

Quando se trata de escrituras públicas de concessão de direito real de superfície, a empreendedora adquire o imóvel e implementa o empreendimento imobiliário, conforme o Estatuto da Cidade. O próximo passo é a concessão do direito de superfície do imóvel a uma empresa interessada, por prazo determinado e preço acordado. O pagamento do valor da concessão poderá ser efetuado a prazo, logo dando origem a um conjunto de recebíveis imobiliários.

A decisão por parte dos possuidores da carteira de ativos imobiliários, os denominados originadores, de securitizar estes recebíveis é uma alternativa que possui dentre as suas principais vantagens, a transferência de riscos, a criação de liquidez e a liberação do capital de giro, permitindo o investimento em novos empreendimentos.

Entre os originadores de créditos, no Brasil, destacam-se os bancos múltiplos e os empreendedores imobiliários, que agrupam os recebíveis a serem vendidos a uma CSCI que transformará estes ativos em títulos, os CRIs

III.2 – Estrutura Básica da Operação de Securitização dos Créditos Imobiliários

III.2.1 Seleção do Portfólio de Créditos

Após a geração da carteira de recebíveis a ser securitizada, realizada pelos originadores de crédito, inicia-se o processo rigoroso de seleção dos ativos que serão objeto da securitização. Esta escolha é minuciosa dado que a base da operação de securitização é o portfólio de recebíveis, isto é, o lastro dos títulos emitidos.

Para os títulos serem atrativos aos investidores é necessário que o conjunto de créditos que os originou reúna algumas características essenciais, dentre as quais se

destacam: a qualidade dos ativos, a homogeneidade, a geração de fluxo de caixa regular e a diversificação da carteira de ativos. A falta de um desses atributos pode inviabilizar o processo de securitização.

A qualidade dos títulos pode ser medida através da análise dos créditos que os originaram. Tal exame se baseia em dois pontos: no risco do tomador de crédito em honrar sua dívida e nos mecanismos de liquidez e recomposição do fluxo financeiro estabelecidos. Quando os recebíveis possuem um histórico de pagamentos, este dado também será levado em consideração na avaliação de sua qualidade.

Apesar de ser possível adicionar um volume maior de garantias aos títulos, com a finalidade de tornar a operação mais robusta, o fato dos recebíveis, preliminarmente, apresentarem uma boa qualidade é fundamental para o desenvolvimento de uma operação de securitização.

Já a homogeneidade do “pacote” de ativos é basicamente caracterizada pelas especificidades do bem imóvel dado como garantia, dentre as quais se destaca o seu valor nominal e o prazo para quitação de seu financiamento. A relativa homogeneidade dos ativos tem como objetivo simplificar o estudo da *performance* da carteira de ativos, realizado a partir da análise do histórico de pagamentos. Tal estudo confere mais segurança ao investidor na hora de adquirir os títulos, dada a maior facilidade de investigação dos riscos implícitos.

A expectativa efetiva da geração de caixa, e a fácil identificação e projeção do fluxo de recebimento de pagamentos são atributos igualmente indispensáveis para um recebível ser securitizado. Além disso, é fundamental para o sucesso da operação, o fluxo de caixa se caracterizar pela sua regularidade, isto é, o principal, bem como as amortizações, deve ser recebido periodicamente. Esta previsibilidade também corrobora para diminuir a exposição do investidor ao risco.

Alguns fatores como atrasos, pagamentos antecipados e refinanciamentos poderão comprometer a regularidade do fluxo de caixa. A alternativa para a diluição de tais incertezas em relação às perspectivas de retorno do investimento é a diversificação do portfólio de recebíveis imobiliários. Diversificar o portfólio significa agrupar na carteira,

créditos imobiliários, a serem securitizados, de diferentes regiões geográficas e segmentos, não concentrando em um único ativo específico.

A diversificação da carteira de ativos não deve ser confundida com a não homogeneidade. Ambas as características devem estar presentes no pacote de ativos e podem ser atingidas concomitantemente.

III.2.2 Venda dos Ativos a Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários

Posteriormente a seleção do portfólio dos recebíveis, o originador vende esta carteira de forma definitiva¹⁷ para uma CSCI, entidade legal, criada com o objetivo de suportar a operação de securitização e completamente independente da instituição detentora dos créditos.

Somente com a venda da carteira de créditos é possível alcançar um dos principais propósitos da securitização, segregar o risco de crédito da carteira de ativos a ser securitizada, do risco de crédito do originador. Assim caso o originador entre em processo de falência, seus credores não terão qualquer direito sobre os ativos securitizados e seus respectivos fluxos de caixa.

É competência da CSCI comprar os recebíveis imobiliários e posteriormente emitir títulos neles lastreados. Portanto conclui-se que os títulos deverão sempre espelhar, para o mercado, os termos de fluxo de recebimento dos ativos imobiliários que os lastreiam. Até ser finalizada a operação, a CSCI deverá receber os pagamentos relativos aos recebíveis imobiliários e os repassar aos detentores dos títulos, dos CRIs.

III.2.3 Estruturação da Operação

A estruturação da operação se baseia na forma como o fluxo de caixa da carteira de ativos será dividido e repassado aos investidores, tendo em vista, que como citado anteriormente, o fluxo de recebimento dos títulos corresponde ao fluxo de recebimento dos recebíveis. Assim se os ativos recebem pagamentos mensais os títulos também receberão. Cada título emitido corresponde a uma parcela equivalente da carteira de recebíveis.

¹⁷ Esta venda é considerada uma transferência de titularidade dos créditos irrevogável e irrevogável.

Contudo, realizar uma emissão baseada apenas na qualidade dos ativos e no seu fluxo de caixa, normalmente não é atraente para os investidores, dados os riscos como o atraso ou não pagamento das parcelas pelos devedores. Então como forma de garantir aos títulos uma melhor *performace* no mercado de capitais, são agregados a operação reforços de liquidez, garantindo que eventuais atrasos no pagamento das parcelas, referentes ao débito, ou demora no repasse dos valores a CSCI, não comprometam a remuneração dos títulos nas datas pré-estabelecidas.

Comumente também é associado outro tipo de reforço a operação, o reforço de crédito, tendo em vista que já é previsto o não pagamento de alguns ativos da carteira.

A aplicação destes reforços possui o claro objetivo de adicionar qualidade a operação através da diminuição dos riscos, porém geram custos adicionais ao processo de securitização, conseqüentemente impactando no valor unitário dos títulos. Elaborar uma estratégia a fim de encontrar o ponto ótimo do nível de qualidade de uma operação de securitização é fundamental para o título obter uma boa classificação quando analisado pelas agências de *rating*¹⁸.

Muitas formas de reforços de crédito e liquidez podem ser criadas e somadas às qualidades do portfólio de recebíveis, contudo sempre serão classificadas em três tipos distintos: garantido pelo originador, estrutural e garantido por terceiros.

III.2.3.3 Reforços de Crédito e de Liquidez Garantidas pelo Originador

O cedente do crédito pode aumentar o volume de garantia dos títulos quando opta por se responsabilizar por remunerar os investidores nas datas acordadas mesmo que ocorram atrasos no pagamento dos ativos. Neste caso o originador está criando um reforço de liquidez. Quando decide por cobrir parcial ou totalmente perdas oriundas de ativos inadimplentes, igualmente aumenta o nível de garantias, através de um reforço de crédito. Estas formas de reforçar a operação de securitização são denominada coobrigação do Originador.

¹⁸ As agências de *rating*, no Brasil denominadas agências classificadoras de risco, possuem a função de emitir pareceres imparciais sobre instituições e operações financeiras. Dada esta atribuição, estas agências são consideradas fontes fidedignas de conceitos para realização de investimentos.

A cobertura total se dá quando a instituição que cedeu o crédito se responsabiliza por todas as obrigações referentes aos recebíveis. Já em casos da cobertura ser parcial, o originador do crédito assume substituir ou recomprar títulos com problemas de desempenho.

É importante observar as estruturas jurídicas destas formas de adição de garantias. No caso de cobertura total é preciso estar claro que os recebíveis estão apartados dos ativos da instituição originadora do crédito. Já se a opção for por cobertura parcial, a recompra ou a substituição de ativos com desempenho ruim, não deve, em nenhuma hipótese, ser percebida como empréstimo. Desta maneira é garantido o objetivo da coobrigação, agregar qualidade a operação.

O originador ainda pode agregar qualidade à operação adicionando volume de recursos em espécie ou em crédito imobiliário. Este tipo de reforço de crédito é chamado de volume adicional em garantia

As alocações de valores monetários podem ocorrer por meio de um empréstimo subordinado da empresa que cedeu o crédito a securitizadora, cuja liquidação será executada posteriormente ao pagamento total das obrigações relativas aos títulos emitidos ou por meio da formação de um fundo de reserva junto a uma entidade independente.

Ainda há a possibilidade de utilização dos recebíveis imobiliários como garantia adicional. Igualmente será formado um fundo de reserva, porém neste caso a composição se dará pelo recebimento dos pagamentos referentes aos créditos transferidos para o fundo.

A diferença entre os fundos de reserva em espécie ou em recebíveis consiste no fato dos recebíveis conterem um risco intrínseco, o de desempenho.

III.2.3.2 Reforços de Crédito e de Liquidez Estruturais

Dentre as formas mais utilizadas como reforços de crédito estruturais estão: a subordinação, o spread adicional e a sobrecolateralização. A subordinação se destaca como a mais eficiente para se atingir a classificação de risco desejada.

A montagem de uma estrutura de subordinação começa a partir da emissão de diferentes séries de títulos, podendo conter características diferentes no que tange a prazo total, carência e forma de amortização, onde o recebimento de pagamento para os títulos de determinadas emissões é dependente do recebimento de recursos de outras, ou seja, a *performance* das séries subordinadas, denominadas emissões júnior, estão atreladas ao desempenho da série preferencial, chamada emissão sênior.

Os títulos resultantes de emissões seniores são ideais para investidores com perfil conservador, contendo juros prefixados, parcelas fixas de amortização e apresentando uma remuneração menor, enquanto os títulos resultantes de emissões juniores devem ser direcionados a investidores mais arrojados, que aceitem incorrer em grandes riscos visando uma melhor remuneração.

A modalidade de reforço de crédito spread adicional consiste em emitir títulos cuja taxa de remuneração seja inferior a taxa de juros cobrada para concessão dos empréstimos dos ativos da carteira. Já a sobrecolateralização se baseia na realização de uma emissão cujo valor total seja menor que o da carteira securitizada correspondente. Nas duas formas de reforços de crédito, os recursos adicionais são acumulados no fundo de reserva e em caso de inadimplência dos ativos, são utilizados para garantir a remuneração às classes seniores.

Um tipo de reforço de liquidez que poderá ser agregado é a criação de um fundo de liquidez similar a um fundo de reserva. A diferença dos dois fundos consiste no modo de utilização dos recursos acumulados. No caso do fundo de liquidez os valores somente poderão ser usados para evitar eventuais atrasos no pagamento dos títulos, gerados por um *delay* entre a data de recebimento dos recursos da carteira e a data de pagamento das obrigações com os investidores.

Uma forma de criar um fundo de liquidez é alongar o intervalo entre a data de emissão dos títulos e o primeiro pagamento de remuneração destes títulos.

III.2.3.3 Reforços de Crédito e de Liquidez Garantidas por Terceiros

As garantias suplementares podem ser concedidas por terceiros através de uma carta de garantia, usualmente fornecida por uma instituição financeira, onde se formaliza o comprometimento de adiantar o pagamento de qualquer crédito da carteira, desde que o mesmo não tenha sido realizado até a data de remuneração dos títulos. Este tipo de reforço é considerado crédito quando a instituição cobre recebíveis de má qualidade presentes na carteira e é classificado como reforço de liquidez quando o adiamento é apenas referente a pequenas diferenças de prazos.

Uma instituição financeira pode ainda assumir o compromisso de comprar da securitizadora imobiliária ativos que inesperadamente tenham se deteriorado, garantindo a remuneração dos títulos. Ao agregar esta forma de garantia, a instituição financeira cria um reforço de crédito.

O seguro crédito também pode ser contratado junto a uma seguradora financeira como forma alternativa de reforço de crédito. Caso ocorra algum imprevisto, impossibilitando o pagamento aos investidores, a seguradora assume o pagamento.

III.2.4 Classificação de Risco de Crédito

As operações de securitização contam com uma classificação de crédito realizada pelas Agências Classificadoras. Estas agências são independentes da CSCI e baseiam suas análises na avaliação dos principais riscos, associados à operação, que possam vir interromper o fluxo de pagamentos dos ativos de maneira pontual ou permanente. Em função de seus pareceres serem confiáveis, independentes e realizados por especialistas, os investidores os utilizam recorrentemente para balizar suas decisões de compra de títulos imobiliários. Este tipo de classificação é essencial e indispensável no processo de securitização de recebíveis.

Uma vez concedidas, estas classificações são revisitadas periodicamente e podem sofrer alterações positivas ou negativas. Dada a classificação, pode ser exigido o acréscimo de algum tipo de reforço de crédito ao títulos. É neste momento da operação que a instituição fornecedora de crédito torna-se imprescindível para comercialização dos títulos

no mercado. Caberá aos responsáveis pela emissão dos títulos adicionar garantias a carteira de créditos, assegurando ao investidor o pagamento dos juros e do principal da dívida.

Os critérios básicos presentes nas classificações de crédito, determinantes do grau de risco intrínseco em uma operação de securitização, podem ser divididos em quatro grupos: qualidade dos créditos, estrutura do fluxo de caixa, solidez jurídica e qualidade dos serviços prestados pelo gestor dos recebíveis.

III.2.4.1 Qualidade da Carteira de Créditos

A qualidade do portfólio de créditos originais é o principal e primeiro atributo a ser analisado. A partir desta avaliação preliminar é possível mensurar o grau de risco de crédito ao qual a carteira esta sujeita, ou seja, a expectativa de ser cumprido o compromisso de pagamento das parcelas referentes à dívida adquirida.

A primeira fase da averiguação da qualidade da carteira de créditos consiste em uma ampla avaliação do processo de concessão de empréstimos executado pelo originador, incluindo a revisão detalhada das regras estabelecidas para aprovação do crédito, o tipo de imóvel financiado e os procedimentos de subscrição dos créditos.

Na segunda fase o foco da análise é o processo de seleção dos ativos, objeto da securitização. São estudados os critérios determinantes para formação da carteira de recebíveis vendida a CSCI, como quem os elaborou, qual o método de verificação utilizado para apontar se o ativo atendia as condições para compor a carteira.

Finalmente, são estudadas as características gerais do portfólio como o tipo de crédito, seu grau de diversificação, levando em consideração que quanto mais pulverizado menor é o risco, e a capacidade do adquirente da dívida em honrar com suas obrigações, característica esta, intimamente relacionada com limite de endividamento e histórico de pagamento do tomador, além da relação dívida/valor do imóvel.

III.2.4.2 Estrutura do Fluxo de Caixa

Concluída a análise da qualidade do portfólio de recebíveis, as agências iniciam a análise da estrutura da operação de securitização através do estudo do modelo de fluxo de caixa derivados dos ativos.

São realizados testes de estresse com o fluxo de caixa, simulando variações na taxa de juros, na taxa de inflação, índices de inadimplência, perda percentual do valor colateral e prazos de reintegração de posse. Estes testes são fundamentais, pois buscam antecipar o comportamento do fluxo de pagamentos caso ocorra alguma crise.

A partir da simulação dos vários cenários possíveis, são calculados e testados os reforços de crédito e reforços de liquidez agregados.

III.2.4.3 Solidez Jurídica

Para minimizar os riscos envolvidos no processo de securitização é indispensável que desde o momento da originação dos créditos até a emissão dos títulos a estrutura jurídica e legal, alicerce da operação, seja perfeita. O principal objetivo é garantir que em caso de falência do originador os ativos jamais sejam incorporados a massa falida. E em caso de falência da CSCI, o fluxo de pagamentos permaneça normal.

O contrato assinado entre as partes, no momento em que o crédito é originado, deve se basear em documentos jurídicos válidos, o mesmo se espera das garantias agregadas.

Deve se dispensar atenção especial quando da transferência dos recebíveis para securitizadora. É de extrema importância que esteja documentada a segregação entre os créditos e o patrimônio do originador.

Da mesma forma, atenta-se para os serviços prestados por todos os participantes da estrutura da operação de securitização, gestor do portfólio, agente fiduciário e subscritor. É imprescindível estarem pactuados através de um contrato formal e legal, esclarecendo as responsabilidades que cada um possui.

Por fim, a emissão dos títulos e sua disponibilização no mercado devem obedecer à legislação vigente, incluindo as aprovações e registros junto aos órgãos competentes.

III.2.4.4 Eficácia do Gestor dos Recebíveis

Outro fator analisado pelas agências classificadoras é a capacidade do gestor dos recebíveis executar com qualidade suas funções que lhe cabem, tais como administrar a carteira de créditos e os contratos. Em função do aumento da complexidade das operações de securitização, o gestor exerce um papel estratégico essencial, por este motivo sua eficiência tornou-se passível de averiguação.

III.2.5 Administração dos Ativos

A gestão dos ativos pode ser exercida pelo próprio originador dos recebíveis ou por uma empresa prestadora de serviços, especializada em administração dos créditos, denominada *Servicer*.

O gestor dos ativos possui a responsabilidade de cobrar dos tomadores o pagamento dos juros e do principal da dívida, gerir os recursos efetuando os repasses devidos, remunerar os investidores e realizar o pagamento dos agentes envolvidos no processo, inclusive em favor de si próprio.

Como efetua a cobrança e a administração dos créditos, o gestor possui autoridade para executar todas as garantias agregadas à operação, além da execução da dívida imobiliária, em caso de inadimplência.

A emissão de relatórios de controle e acompanhamento de *performance* dos créditos e títulos emitidos, são atividades também exercidas pelo gestor. Esses relatórios são normalmente analisados por instituições financeiras, possuidoras da obrigação de proteger os direitos dos investidores.

III.3 A Securitização de Recebíveis Imobiliários no Brasil

No Brasil o mercado de securitização de recebíveis imobiliários ainda está em fase de amadurecimento. Para que os investidores optem por alocarem parte de seus

recursos adquirindo CRIs, em detrimento a outras alternativas de investimento, é imprescindível que as operações de securitização sejam estruturadas para gerarem títulos com baixo nível de risco e remuneração atraente.

III.3.1 Legislação Brasileira

Conforme citado no capítulo 2, a publicação da Lei Federal nº 9.514/1997 é um marco para as operações de securitização de ativos imobiliários no Brasil. A norma em questão se caracteriza pela redução da presença do Estado nos negócios privados, estabelecendo um novo sistema de suporte aos financiamentos imobiliários, com agentes e instrumentos voltados a realizar negócios segundo a regra de livre mercado.

Além da Lei Federal nº 9.514/1997, o mercado de securitização imobiliária ainda está sujeito a uma série de normas e regulamentos oriundos de outras leis federais, medidas provisórias e atos normativos editados pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). No quadro abaixo estão relacionados os principais aspectos jurídicos e seus impactos:

Quadro 1 – Principais Aspectos Jurídicos do SFI

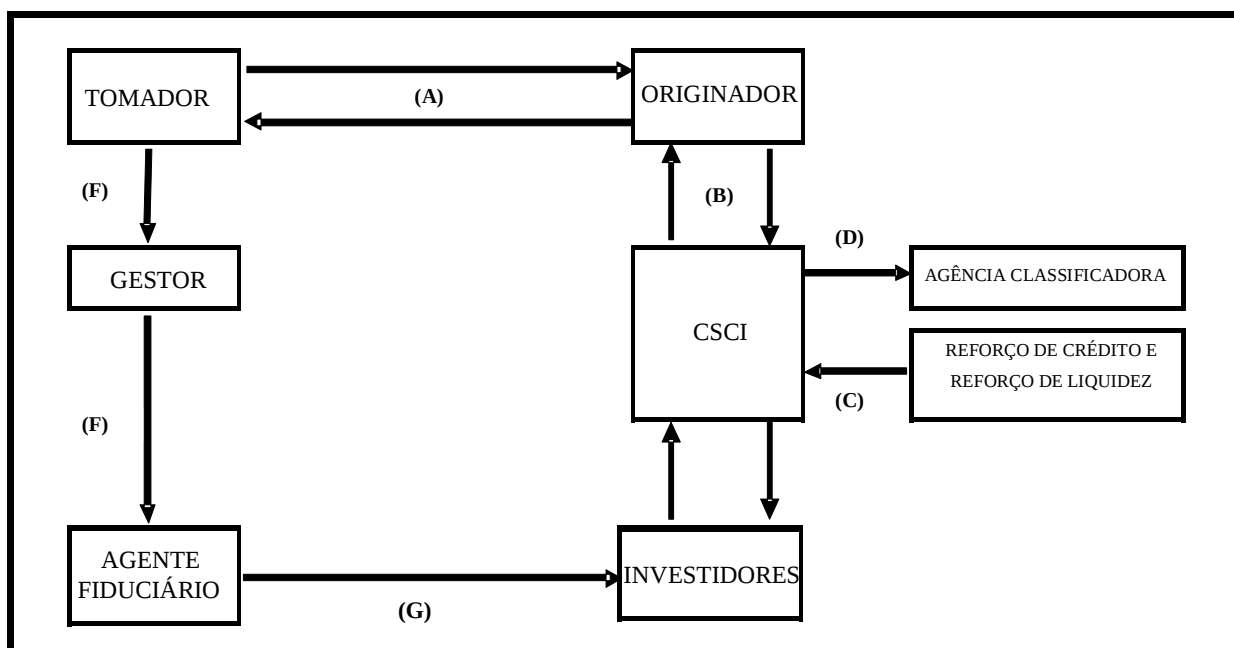
Nº DA LEI/ RESOLUÇÃO	IMPACTOS NO MERCADO
Resolução CMN nº 2.517/1998	Considera os CRIs como valores mobiliários, e autoriza a CVM a normatizar e adotar medidas complementares a esta resolução.
Resolução CMN nº 2.686/2000	Estabelece condições para cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo e às CSCIs.
Medida Provisória nº 2158-35/2001	Autoriza as CSCIs a deduzirem de suas receitas as despesas incorridas com captação de recursos.

Lei Federal nº 10.931/2004	Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias. Agrega mais segurança aos que investem em títulos imobiliários, possibilitando ao incorporador submeter o empreendimento imobiliário ao regime de afetação.
Lei Federal nº 11.033/2004	Normatiza a isenção de imposto de renda, na fonte e na declaração anual, de pessoas físicas que possuem remuneração produzida por CRI.
Instrução CVM nº 414/2004	Dispõe sobre o registro de companhia aberta para CSCI e de oferta pública de distribuição de CRI. Destaque para a permissão de emissão de CRI cujo valor unitário seja inferior à R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais).
Carta Circular CMN nº 3.227/2006	Dispõe sobre o direcionamento dos recursos captados via depósito de poupança pelos agentes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE). O regulamento anexo a resolução determina que os títulos emitidos por CSCIs, vinculados a operações de financiamento habitacional ou imobiliário e contratados a taxas de mercado, podem ser computados como operações de financiamento habitacional;
Resolução CMN nº 3.792/2009	Permite as entidades fechadas de previdência complementar a aplicarem até 20% dos recursos das reservas técnicas, das provisões e dos fundos dos planos que administram, em CRIs.

III.3.2 Estruturação da Operação

No diagrama abaixo é apresentado uma típica estrutura de operação de securitização de recebíveis imobiliários no Brasil:

Figura 2 – Fluxograma de uma Operação de Securitização de Recebíveis Imobiliários



- (A) O TOMADOR, um comprador de imóveis, por exemplo, solicita empréstimos para aquisição do imóvel ao ORIGINADOR, que pode ser um empreendedor imobiliário ou um banco. Com a formalização da concessão do financiamento, os créditos imobiliários são originados. O ORIGINADOR passa a ter um crédito contra o TOMADOR;
- (B) O ORIGINADOR vende de maneira definitiva o portfólio de recebíveis para uma Entidade Emissora de créditos imobiliários, no Brasil esta Entidade é Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários (CSCI);
- (C) A CSCI é responsável por estruturar a operação de securitização dos recebíveis imobiliários. Para garantir maior segurança aos investidores são agregados reforços de crédito e liquidez a operação. No mercado nacional, as CSCIs normalmente criam uma estrutura de subordinação, como principal reforço de crédito agregado aos créditos. São, então, realizadas emissões seniores, cujos títulos resultantes desse tipo de emissão são disponibilizados para compra no mercado de capitais, e emissões

juniores, cujos títulos são retidos pelo ORIGINADOR ou pela CSCI. Também são criados fundos de reserva e liquidez para garantir a operação e minimizar riscos;

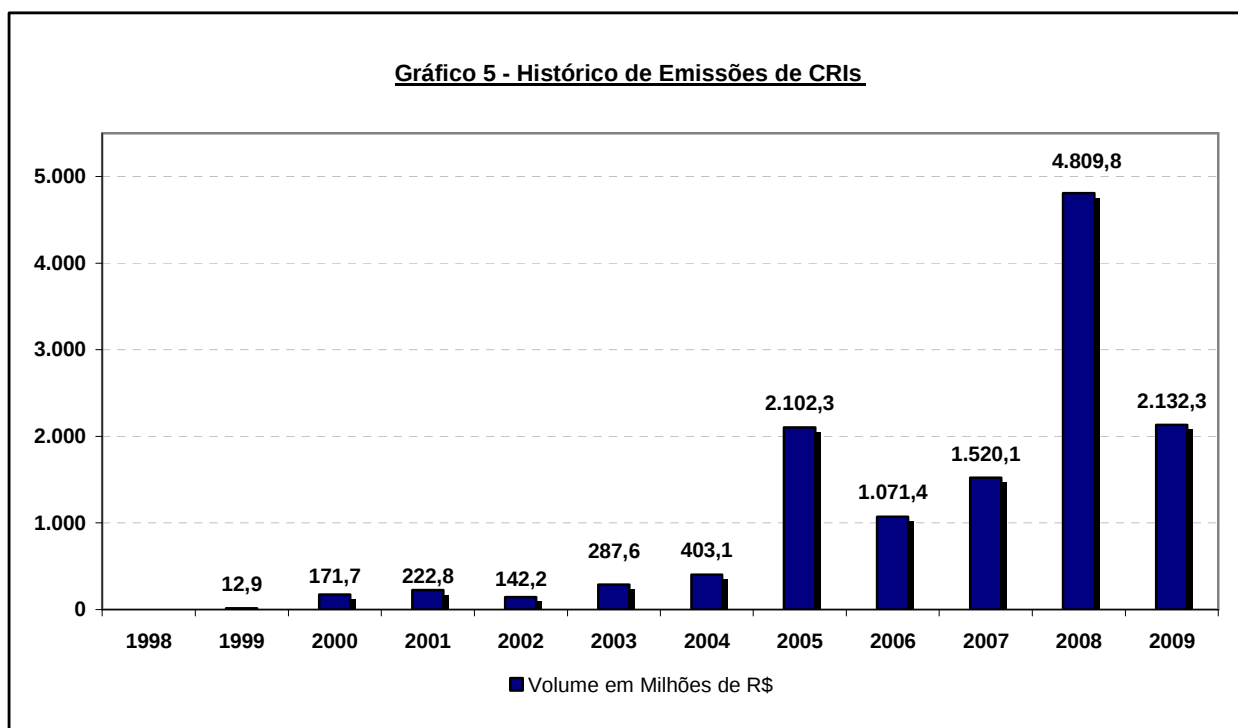
- (D) Posteriormente a estruturação da operação, uma AGÊNCIA CLASSIFICADORA analisa os créditos que lastreiam a operação. Os critérios empregados no estudo para o fornecimento da classificação da emissão são: qualidade dos créditos, análise dos participantes do processo (ORIGINADOR, CSCI, GESTOR, AGENTE FIDUCIÁRIO), estrutura do fluxo de caixa e solidez jurídica;
- (E) Concluída a emissão pública, cabe a CSCI distribuir os CRIs no mercado. A venda dos títulos aos investidores é feita através de oferta pública autorizada, registrada e regulada pela CVM. A emissão pode ser até privada, específica para um grupo de investidores, porém precisa ser registrada na CVM;
- (F) Periodicamente o TOMADOR realiza o pagamento dos juros e do principal da dívida. Estes recursos devem ser repassados aos investidores. O GESTOR tem como obrigação gerir e cobrar dos tomadores o pagamento dos créditos concedido, além de fornecer relatórios de controle. No Brasil existem empresas especializadas no fornecimento deste serviço, chamadas de SERVICE. Vale lembrar que o ORIGINADOR também pode exercer a função de GESTOR dos créditos;
- (G) O Papel do AGENTE FIDUCIÁRIO normalmente é exercido por uma DTVM ou Corretora Valores. Estas instituições já possuem *expertise* neste tipo de negócio, além de serem especializadas em zelar pelos direitos dos investidores e analisar os relatórios de performance dos títulos, responsabilidades do AGENTE FIDUCIÁRIO, conforme descrito na Lei 9.514/1997.

Conforme, legislação vigente, a negociação dos CRIs é feita diretamente entre as partes para ofertas públicas com montante de captação igual ou inferior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais). E através de instituição financeira intermediária, colocadores de títulos no mercado, em geral um banco distribuidor ou DTVM, para montante de captação superior a este valor. São três os ambientes de negociação de CRIs do mercado de capitais brasileiro: CetipNet, SomaFix e BovespaFix.

A transferência de titularidade dos títulos, da CSCI para o investidor, é realizada por meio de sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados, CBLC e CETIP, e é baseada nas regras acordadas quando da emissão dos CRIs. Este fato agrega qualidade à operação e facilita a criação de um mercado secundário para os CRIs.

III.4 Desempenho dos Certificados de Recebíveis Imobiliários

Em Janeiro/1999, se deu o primeiro registro de CRI no estoque do Sistema Nacional de Ativos (SNA) da CETIP (Câmara de Custódia e Liquidação). A emissora pioneira foi a Companhia Brasileira de Securitização (Cibrasec), em sua primeira série emitiu 35 títulos, com o valor nominal de R\$ 311.428,60, perfazendo o valor total de R\$ 10.9000.001,00. O registro provisório da oferta pública, para comercialização dos CRIs, foi concedido pela CVM em 12/01/2009, data em que ocorreu a oferta. No gráfico abaixo é apresentada a evolução do volume de emissões de CRIs desde 1998 até 2009.



Fonte: Comissão de Valores Imobiliários (CVM)

É possível observar que de 1999 a 2005 uma tendência de expansão do volume de CRIs emitidos e ofertados aos investidores. Tal tendência é fruto da estabilidade econômica atingida recentemente. Contudo, apesar das elevadas taxas de inflação fazerem parte do passado, as taxas de juros continuaram sendo praticadas em níveis altos, em função de serem o instrumento de política econômica utilizado pelo governo para controle da inflação.

Como os investimentos em geral, no mercado imobiliário, os CRIs também são diretamente afetados pela taxa de juros praticada no Brasil. Conforme exposto por CARNEIRO e GOLDFAJN [2000], 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 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 taxas de juros internacionais, tanto pelo lado do ajuste fiscal, quanto pelo lado da redução do “Risco Brasil”, em especial o chamado “Risco Institucional”.

Entre 1999 e 2005 o percentual mínimo atingido pela SELIC¹⁹ foi de 15,19% no mês de Janeiro de 2001. Ao longo deste intervalo de tempo as oscilações eram constantes, sendo observados movimentos bruscos tanto de alta quanto de queda. Estas variações, sem uma consolidação dos rumos da política monetária, acabam levando as instituições financeiras e os investidores a optarem por investimentos tradicionais e de curto prazo. Este comportamento é justificado pela teoria Keynesiana do financiamento, onde é afirmado que os agentes presentes na economia optam por compor seu portfólio com ativos de baixo risco e alta liquidez.

Dentre deste contexto se justifica o tímido interesse dos agentes do mercado financeiro em diversificar suas carteiras de investimento, no período em questão, mesmo com incentivos do governo federal advindos da publicação das resoluções, instruções, leis e medidas provisórias, já citadas neste trabalho.

¹⁹ A taxa SELIC é o índice que baliza as taxas de juros cobradas pelo mercado no Brasil, sendo utilizada como referência pela política monetária.

Entretanto, excepcionalmente, no ano de 2005 foi registrada a maior operação com CRI do mercado brasileiro. A emissão foi lastreada por recebíveis, referente às parcelas derivadas dos compromissos de compra e venda firmados com a Companhia Brasileira de Distribuição (Pão de Açúcar), no valor de R\$ 1.028.707.160,15 (um bilhão, vinte e oito milhões, setecentos e sete mil, cento e sessenta reais e quinze centavos). Tal operação é um marco no mercado ainda não superado.

A partir do final do ano de 2005 inicia-se uma mudança no cenário macroeconômico, o chamado ciclo de redução da SELIC. Além na queda contínua na taxa de juros, também se destacou neste ano a melhora do índice Risco Brasil.

Com fundamentos econômicos sólidos, os agentes de mercado esperavam uma aceleração expressiva do volume de emissões, dado que os investidores, domésticos e estrangeiros, seriam compelidos a analisar todos os ativos disponíveis no mercado de capitais e optar por aplicar nos que ofereciam maior rentabilidade e menor risco, características intrínsecas dos Certificados de Recebíveis Imobiliários. Outros fatores como avanço da sofisticação do mercado e as mudanças na legislação, também corroboraram para o aumento da crença, por parte dos agentes do mercado, em uma expansão vertiginosa das ofertas de CRI.

Entretanto os ajustes nas regras do direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança, em Mar/2004, travaram a tão aguardada expansão do mercado de CRIs. O governo a fim de aprimorar, através de normas, o incentivo ao financiamento imobiliário, duplicou a taxa de decaimento do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS) utilizado para fins de direcionamento de crédito, isto é, o prazo limite para utilização dos créditos do FCVS diminuiu consideravelmente. Assim as instituições do Sistema Brasileiro Poupança e Empréstimo (SBPE) passaram a substituir estes créditos por operações de financiamento, de forma acelerada.

Com a liberação de recursos, antes represados no FCVS, o volume de crédito imobiliário disponível aumentou substancialmente, para atender as exigibilidades, tendo conseqüência seu barateamento. Logo, para as incorporadoras tornou-se mais interessante, financeiramente descontar os recebíveis nos bancos comerciais ao invés de vendê-los para uma CSCI.

Em 2006, o Conselho Monetário Nacional revogou a Resolução nº 3.177. Foi criada, então, a Resolução 3.347, ainda em vigor, que determina um prazo limite ainda menor para utilização dos créditos do FCVS.

Entretanto o governo não observou que ao mudar a regra dos recursos captados em poupança expôs as instituições financeiras ao risco inerentes aos descasamentos de vencimentos, dados que os bancos captam recursos, via de regra, a prazos reduzidos e os empréstimos para financiamento imobiliário são de longo prazo.

Conforme citado por CARVALHO *et alli* [2000], os bancos são vulneráveis a acentuados resgates de depósitos, fruto de um momento de crise ou de especulação, e quanto menor o tamanho e profundidade dos mercados de títulos ou interbancário, mais expostos estão as instituições credoras dada a baixa ou nula liquidez da carteira de recebíveis. Portanto no momento de expansão do investimento, imobiliário por exemplo, a carteira de tomadores é ampliada e a relação entre ativos líquidos totais e empréstimos, diminui, aumentando os riscos de inadimplência, liquidez e juros. A medida que se é percebido o crescimento do risco, os bancos tendem a ser mais conservadores, mais seletivos para conceder crédito a longo prazo.

Outro entrave para ascensão do volume de emissões foi a mudança de estratégia das construtoras e incorporadoras para se capitalizar. Empresas como a Gafisa, Rossi, Companhia e Cyrella optaram por abrir o capital como forma de captar recursos. Para isto colocaram ações para serem comercializadas na Bolsa. Os IPOs²⁰ somados a expansão do crédito no Brasil frearam a expansão do mercado de securitização imobiliária nacional.

Com os bancos oferecendo crédito em abundância e ainda com o mercado acionário extremamente aquecido, o volume de emissões em 2006 e 2007 ficou muito aquém do esperado.

As incertezas que pairavam sobre os investimentos em renda variável, criaram uma brecha para o super aquecimento das emissões de CRIs no primeiro semestre de 2008, no qual foi registrado o volume financeiro de R\$ 1,7 bilhão referente à comercialização de

²⁰ A sigla *IPO* significa, em português, Oferta Pública Inicial. Este tipo de oferta ocorre quando uma empresa privada emite cotas de ações para serem comercializadas junto aos investidores através da bolsa de valores onde está listada.

títulos emitidos. Entre janeiro e junho do ano em questão foram realizadas trinta e sete ofertas públicas de distribuição de CRIs.

O cenário macroeconômico favorável e o setor imobiliário ainda em expansão no Brasil, no primeiro semestre de 2008, atraíram originadores de crédito e investidores. Estes dados explicam porque este ano ficou marcado na história dos CRIs, com o recorde do volume de emissões, apesar da eclosão da crise do *subprime*²¹ americano, em setembro.

A crise americana logo se tornou uma crise financeira mundial, levando o mundo a discutir a eficiência e os benefícios gerados pela securitização de créditos imobiliários. Pois somente através da utilização da tecnologia do processo de securitização foi possível para os bancos comerciais americanos concederem crédito para mutuários “de baixa qualidade”, já que o FED quase triplicou o percentual da taxa de juros em 2006 e os imóveis apresentavam continua valorização, no período de 2003 a 2007.

Entretanto é fundamental destacar que nos últimos anos além da criação de diversas categorias de derivativos no mercado de capitais americano, tendo como consequência a ampliação da alavancagem do sistema financeiro, também foi observado um excesso liquidez, que implicou na redução dos *spreads* das operações financeiras e na criação de veículos de financiamento compostos por ativos financeiros derivados, sendo que em muitos casos esta derivação chegava a ser de terceira ordem, impossibilitando a análise de riscos destes papéis. Assim, sem o monitoramento adequado, se espalharam pelo mercado os chamados “papéis podres”, o resultando desta imprudência foi a crise financeira global.

As consequências da crise foram efetivamente sentidas, no Brasil, em 2009. Com o aumento dos juros e retração do setor imobiliário, as emissões sofreram uma forte desaceleração no primeiro semestre de 2009, refletindo-se ainda no segundo semestre deste ano, apesar da queda da taxa de juros.

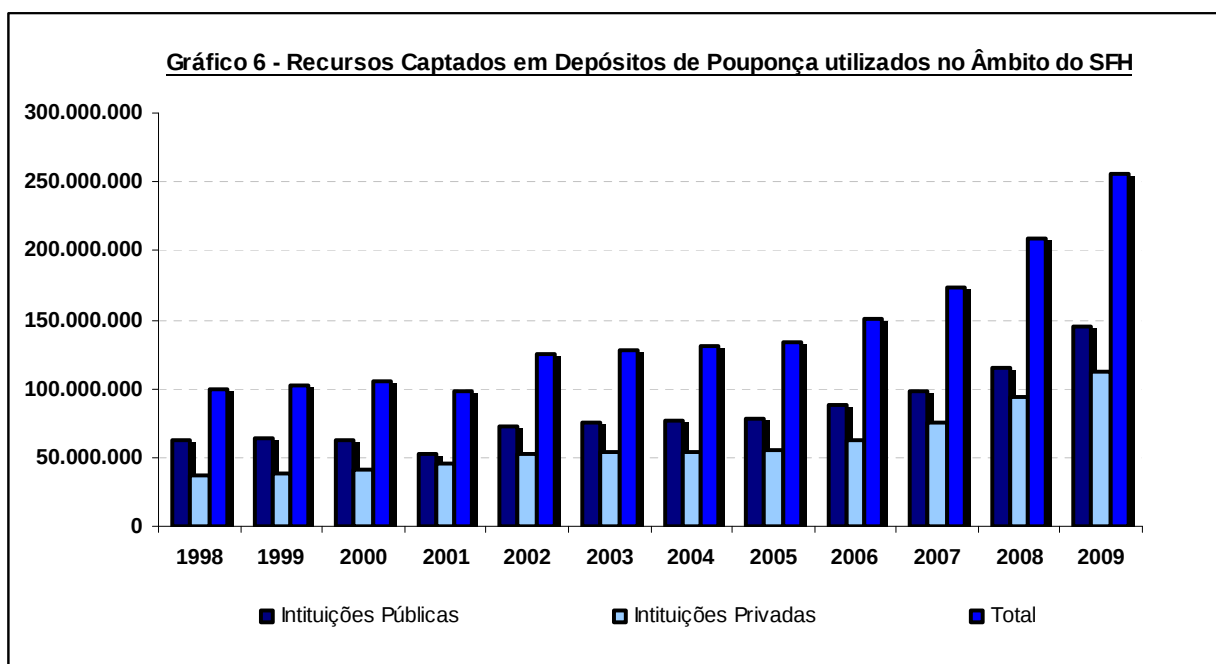
²¹ Termo de referência para emprestadores com histórico de pagamento não perfeito, isto é, mutuários cujo histórico de crédito apresenta problemas ou possuidores de renda muito baixa para fazer face aos pagamentos das prestações.

O cenário atual do mercado de renda variável, mais especificamente do mercado de ações, torna os investimentos em renda fixa, com os CRIs, menos atrativos. O motivo está na forte desvalorização que o mercado acionário mundial atravessou no quarto trimestre de 2008. O barateamento destes ativos somado à recuperação das principais economias mundiais estimula os investidores a aplicarem em ações, pois os mesmos conseguem enxergar uma ampla valorização nas aplicações em bolsa no curto e médio prazo.

Contudo, segundo especialistas do mercado imobiliário, o principal fator que impede a expansão do mercado de CRIs são exigibilidades que as instituições financeiras possuem para aplicar os recursos aplicados em poupança e os créditos disponíveis no FCVS. O valor total dos contratos de financiamento imobiliário, ativos e liquidados, com cobertura FCVS passou de aproximadamente R\$ 88 bilhões, em Set/2005, para R\$ 112 (cento e doze) bilhões, em Jun/2009 (Fonte Banco Central). E montante de recursos captados em poupança utilizados no âmbito SFH, pelas instituições bancárias públicas e privadas, passou de R\$ 131 (cento e trinta e um) milhões, em dez/2004, para R\$ 255 (duzentos e cinquenta e cinco) milhões, em dez/2009, um aumento de 95%. Com isso a vantagem de vender a carteira de recebíveis para os bancos comerciais chega à cifra de 3% ao ano.

Com a crise financeira de 2008, esperava-se uma forte retração do mercado de crédito imobiliário, porém a estratégia assumida pelo governo foi a de adoção de políticas econômicas anticíclicas²². Os bancos federais, notadamente a CEF e o Banco do Brasil ampliaram as linhas de crédito para habitação, forçando os bancos privados a trilharem o mesmo caminho. Tal estratégia torna-se mais evidente quando observado o gráfico 6 abaixo:

²² As Políticas Econômicas Anticíclicas são definidas pelos Keynesianos como a implementação de ações governamentais, tais como: promoção da expansão do crédito e aumento dos gastos do governo, com o objetivo de impedir ou minimizar os efeitos dos ciclos econômicos. Estes ciclos se caracterizam por flutuações da atividade econômica, onde prevalece a alternância de períodos de ascensão e períodos de recessão, inerentes ao capitalismo. Fatores exógenos, como a Crise do Subprime em 2008, podem contribuir para reverter o ciclo e intensificar seus efeitos, como efetivamente aconteceu. O período de ascensão da economia mundial foi interrompido e revertido pela crise, culminando com uma recessão econômica mundial.



Fonte: Banco Central

Contudo, de acordo com CARVALHO *et alli* [2000], o financiamento com base exclusivamente em crédito bancário tende a gerar fragilidade financeira, porque um processo de instabilidade econômica duradouro pode vir a ocasionar uma depressão econômica; e também leva a um racionamento de crédito no médio e longo prazo, em função da falta de mecanismo de financiamento do investimento.

Portanto uma economia sem um sistema de *funding* é uma economia sem força para alavancar o crescimento econômico em geral de uma forma sustentada, e conseqüentemente impossibilitada de ampliar o crédito imobiliário.

CONCLUSÃO

Esta monografia apresentou a securitização de recebíveis como alternativa, eficaz e estruturada, para o crescimento sustentado do financiamento imobiliário. Tal modelo é baseado na teoria Keynesiana, que inverte a relação de causalidade entre poupança e investimento, estabelecida pela teoria neoclássica. A estilização do Circuito *Financiamento – Investimento – Poupança- Funding* está justamente no fato da poupança ser uma consequência do investimento. E o processo de securitização de recebíveis imobiliário mostra como tal teoria pode funcionar quando aplicada nos sistemas de financiamento de imóveis.

Conforme exposto no último capítulo, a securitização de recebíveis imobiliários já é uma realidade no Brasil. Porém sua utilização no mercado imobiliário ainda está muito aquém do seu real potencial, sendo quase a totalidade dos títulos emitidos lastreados por créditos imobiliários comerciais, performados e não performados, comprometendo seu objetivo de corroborar na redução do déficit habitacional.

Para o crescimento e sucesso do modelo de securitização de ativos imobiliários, a consolidação da estabilidade macroeconômica é condição *sine qua non*, bem como a redução substancial e sustentável da taxa de juro real. Contudo, somente uma economia sólida não basta, outros fatores, como a formação de um amplo mercado secundário de títulos, precisam se somar aos indicadores macroeconômicos.

Não faz sentido transformar um recebível em título sem que haja um mercado capaz de demandar e absorver a oferta de títulos privados. Os investidores são a força motriz do modelo de securitização. E mais, para mercado secundário ser eficiente ele precisa ter escala, isto é, ser amplo e profundo. Não é por outro motivo que Keynes ao elaborar sua teoria do financiamento, aponta o *funding* como o tema mais complexo.

O problema da escala é contornado quando os grandes investidores institucionais são atraídos para aplicar em CRIs, prioritariamente instituições como fundos de pensão e seguradoras, que realizam aplicações de longo prazo em virtude de possuírem passivos com extenso prazo de maturação. E para conquistar a credibilidade deste nicho de mercado dois

aspectos são cruciais: (i) a rentabilidade, o CRI precisa oferecer uma rentabilidade superior a oferecida pelos títulos públicos; (ii) baixo risco, deve ser atrelado às emissões um volume de garantias que confira ao investidor segurança para aplicar em CRIs.

Com um mercado secundário sólido, oferecendo liquidez, um simples incentivo fiscal, durante o período inicial de maturação das operações de securitização, incentivaria as instituições financeiras e os incorporadores a securitizarem suas carteiras de crédito imobiliário. Assim, seria possível acelerar a velocidade do giro do capital, disponibilizando no mercado mais recursos com a finalidade de financiar a habitação, a um menor custo.

Outro fator importante para alavancar o crescimento do mercado de CRIs é a criação de uma Central de Informação com o objetivo final a mitigação do risco de *default* (inadimplência). Essa Central deverá disponibilizar, através de um único sistema, o histórico de crédito dos candidatos a financiamento, com informações completas sobre a capacidade de pagamento dos tomadores de empréstimo e seu comprometimento em pagar dívidas assumidas.

Contudo, vale ressaltar que os termos dos contratos de financiamento imobiliário devem ser padronizados, antes de Central de Informação se tornar uma realidade. A padronização dos contratos diminuirá os custos das emissões, já que torna possível o agrupamento de recebíveis, e facilitará a análise realizada pelas agências classificadoras de risco, a cerca dos recebíveis que lastreiam os títulos, garantindo mais segurança ao aplicador.

Além dos fatores e medidas já citados, é imprescindível a implementação e consolidação de um ambiente regulatório eficaz, capaz regular e fiscalizar as operações de securitização dos créditos imobiliários. O órgão regulador também deverá zelar para que sejam transmitidas informações, claras e atualizadas aos investidores, sobre as origens dos ativos que lastreiam a emissão, a execução das garantias, a segregação patrimonial e os riscos envolvidos. Tratando-se de um investimento de longo prazo é fundamental transmitir o máximo de segurança.

Atualmente o Brasil apresenta sinais de solidificação da estabilidade econômica, evidenciada pela retração sustentada da taxa de juros, condição essa, essencial para um bom desempenho do mercado secundário. E o país também possui uma legislação e um sistema regulatório eficientes, como já citado neste trabalho, que permitem o crescimento, seguro, da utilização da tecnologia do processo de securitização como forma de captação de recursos.

Entretanto ainda se faz necessário que o Estado estimule a criação de um mercado secundário de grande porte e profundidade. Tal estímulo pode ser concedido através da compra de CRIs por fundos de pensão públicos, o que garantirá uma maior liquidez dos ativos imobiliários, e também através de incentivos fiscais oferecidos as instituições financeiras e empreendedores imobiliários.

Com a consolidação de um mercado imobiliário mais líquido, os tomadores de empréstimo terão a possibilidade de obter linhas de crédito com taxas de juros reduzidas e sem o risco de racionamento por parte dos bancos comerciais. Além disso, os recursos captados em poupança poderão, em sua maioria, ser destinados a programas sociais de financiamento a habitação, subsidiados pelo governo, solucionando, então, o grave problema de déficit habitacional existente.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas do Sistema Financeiro de Habitação**. Disponível em < <http://www.bcb.gov.br/?SFH> >. Acesso em: Fev/2009.

BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários – CVM. Instrução nº 284 de 24/07/1998. **Atos Normativos**. DF, 1998.

BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários – CVM. Instrução nº 414 de 30/12/2004. **Atos Normativos**. DF, 2004.

BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários – CVM. Instrução nº 443 de 08/12/2006. **Atos Normativos**. DF, 2006.

BRASIL. Congresso. Senado. **Constituição de República Federativa do Brasil**. Brasília, DF, 1998.

BRASIL. Congresso. Senado. Decreto-Lei nº 2.291, de 21/11/1986. **Legislação Federal do Brasil**. Brasília, DF, 1986.

BRASIL. Congresso. Senado. Lei nº 4.380, de 21/08/1964. **Legislação Federal do Brasil**. Brasília, DF, 1964.

BRASIL. Congresso. Senado. Lei nº 9.514, de 20/11/1997. **Legislação Federal do Brasil**. Brasília, DF, 1997.

BRASIL. Congresso. Senado. Lei nº 10.931, de 02/08/2004. **Legislação Federal do Brasil**. Brasília, DF, 2004.

BRASIL. Congresso. Senado. Lei nº 11.033, de 21/12/2004. **Legislação Federal do Brasil**. Brasília, DF, 2004.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional - CMN. Carta-Circular nº 3227, de 13/08/2006. **Atos Normativos do BACEN**. Brasília, DF, 2006.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional - CMN. Resolução nº 2517, de 29/06/1998. **Atos Normativos do BACEN**. Brasília, DF, 1998.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional - CMN. Resolução nº 2686, de 26/01/2000. **Atos Normativos do BACEN**. Brasília, DF, 2000.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional - CMN. Resolução nº 3347, de 08/02/2006. **Atos Normativos do BACEN**. Brasília, DF, 2006.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional - CMN. Resolução nº 3792, de 24/09/2009. **Atos Normativos do BACEN**. Brasília, DF, 2009.

BUTRON, Guillermo Roberto Tomas Málaga. **Mercado de Capitais e financiamento privado para o desenvolvimento**. São Paulo: EAESP, NPP, 1996.

CARNEIRO, Dionísio Dias, GOLDFAJN, Ilan. **A Securitização de Hipotecas no Brasil**. Texto para Discussão 426. Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica – PUC, Rio de Janeiro, 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.

CARVALHO, Fernando J. Cardim; PIRES DE SOUZA, Francisco Eduardo; SICSÚ, João; DE PAULA, Luiz Fernando Rodrigues; STUDART, Rogério. **Economia Monetária e Financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de capitais**. 5. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2002.

CETIP. **Manual de Normas CRI – Certificado de recebíveis imobiliários**. Versão: 01/07/2008. Disponível em <<http://www.cetip.com.br>>. Acesso em: Out/2009

COSTA JUNIOR, Newton Carneiro Affonso da; LEAL, Pereira Câmara; LEMGRUBER, Eduardo Faço. **Mercado de capitais: Análise Impírica no Brasil / 2000**. São Paulo: Atlas, 2000.

FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO. **Centro de Estatística e Informações. Déficit habitacional no Brasil 2005**. Texto para Discussão: Fundação João Pinheiro, Belo Horizonte, 2006.

GONÇALVES, José Pereira. **Acesso ao Financiamento para Moradia pelos Extratos de Média e Baixa Renda: A Experiência Brasileira Recente**. Texto para a *Comision Econômica para America Latina* – CEPAL, Brasil, 1997.

Instituto Brasileiro de estudos Financeiros e Imobiliários – IBRAFI. **Crédito Imobiliário no Brasil: Dinâmica Operacional e Produtos**. São Paulo: Ibrafi, 2008.

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE. **Sistema de Contas Nacionais**.

Disponível em:

<<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/economia/contasnacionais/referencia2007/default.shtm>>. Acesso: Mar/2009.

KENDALL, L. **Securitization: a new era in american finance**. In: KENDALL, L., FISHMAN, M. A Primer on Securitization, Massachusetts: The MIT Press, 1998. cap.1.

KOTHARI, V. **Securitization: the financial instrument of the new millennium**. Calcutta: Academy of Financial Services, 1999.

LADD, James Wringht; WRINGHT, Richmond Miles. **Obstáculos ao desenvolvimento do mercado brasileiro de capitais**. Revista de administração de empresas. Tradução de Frediano Quilici. Rio de Janeiro, ano 6, n.º 5, p. 71-104, jun. 1965.

MANKIW, N. Gregory. **Macroeconomia**. Tradução de Maria José Cyhlar Monteiro. Rio de Janeiro, Livros Técnicos e Científicos Editora, 1998.

NAJBERG, S., IKEDA, M. **Modelo de geração de empregos: metodologia e resultados**. Rio de Janeiro, Textos para Discussão BNDES 72, out. 1999.

NOBREGA, Maílson da; LOYOLA, Gustavo; GUEDES FILHO; Ernesto Moreira; Pasqual Denise de. **Mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta o Brasil**. Tendências – consultoria integrada. Disponível em <http://www.bovespa.com.br/Bovespa/Publicacoes/publ_gra.asp?page=publ_gra.asp>. Acesso: Out/2005.

PORTAL BRASIL. **Economia: Índices Financeiros Brasileiros**. Disponível em: <<http://www.portalbrasil.net/indices.htm>>. Acesso: Ago/2010

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

RUGDE, L. F.; AMENDOLAIRA, L. Desvendando a rede de financiamentos imobiliários. São Paulo: Pini, 1997.

SIMONSEN, M.H. Perspectivas do Sistema Financeiro Imobiliário. In: **SFI: um novo modelo habitacional**, VII Encontro da ABECIP, Brasília

TESOURO NACIONAL. **Histórico de Preços e Taxas**. Disponível em <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro_direto/estatisticas.asp>. Acesso: Ago/2010

UQBAR. **ANUÁRIO 2009**: Securitização e Financiamento Imobiliário. Rio de Janeiro. Outubro, 2009.

VASCONCELOS, J. R.; CÂNDIDO Jr., J.O. **O Problema Habitacional no Brasil**: déficit, financiamento e perspectivas. Rio de Janeiro, 1996. Texto para Discussão nº 410. IPEA, 1996.

VEDROSSI, Alessandro Olzon. **A Securitização de Recebíveis Imobiliários**: uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residenciais no Brasil. São Paulo, 2002. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas). Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.

VELLOSO, João Paulo dos Reis. **Modernização do capitalismo brasileiro: reforma do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: José Olympio, 1991.

