

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE  
DE RIBEIRÃO PRETO**

**HERBERT HENRIQUE NOBREGA PADILHA**

**Securitização de Recebíveis Imobiliários no Brasil**

Ribeirão Preto - SP

2012

**HERBERT HENRIQUE NOBREGA PADILHA**

**Securitização de Recebíveis Imobiliários no Brasil**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Contabilidade da Universidade de São Paulo de Ribeirão Preto para a obtenção da aprovação na disciplina: Trabalho de Conclusão de Curso II.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Augusto Ambrozini

Ribeirão Preto

2012

## **FOLHA DE APROVAÇÃO**

HERBERT HENRIQUE NOBREGA PADILHA

### **SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS NO BRASIL**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Contabilidade da Universidade de São Paulo de Ribeirão Preto para a obtenção da aprovação na disciplina: Trabalho de Conclusão de Curso II.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Augusto Ambrozini

#### **BANCA EXAMINADORA**

---

Prof.Dr. Marcelo Augusto Ambrozini  
Orientador

---

Membro

---

Membro

Apresentado em: 10/12/ 2012.

Conceito: \_\_\_\_\_

Ribeirão Preto – SP

2012

**A Deus e à família, por guiar-me sempre.**

*Herbert Henrique Nobrega Padilha*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus, pela vida e por estar sempre no meu caminho, iluminando-me e guiando-me nas escolhas certas.

Aos meus pais, Hector Decindi Padilha e Cristiane Ap. M. Nóbrega Padilha, à minha irmã, Isabelle M. Nóbrega Padilha, e à família como um todo, que foi a base de tudo para mim, apoiando-me nos momentos difíceis, com força, confiança, amor, ensinando-me a persistir nos meus objetivos e ajudando a alcançá-los.

Ao orientador Marcelo Ambrozini, pelo incentivo ao desenvolvimento deste trabalho.

A todas as demais pessoas que colaboraram, direta ou indiretamente, na execução deste trabalho.

Aos amigos, pelo apoio nas horas livres.

*“Stay hungry, stay foolish”*

**Steve Jobs**

## RESUMO

Nos últimos anos, houve um aumento significativo da securitização de recebíveis no Brasil. Um dos fatores importantes neste sentido foi a aprovação da Lei nº 9.514, de 1997, referente ao Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), que institui a alienação fiduciária de coisa imóvel, sendo um instrumento positivo e de maior segurança para as instituições de crédito. A securitização de recebíveis imobiliários vem destacando-se como fonte crescente para alternativa *funding* para o mercado imobiliário nacional continuar se desenvolvendo e, consequentemente, cumprir o déficit e a demanda habitacional, frente ao crescimento do mercado. O objetivo geral do trabalho é apresentar um estudo sobre a evolução e o desenvolvimento da securitização de recebíveis imobiliários no Brasil e também sobre os principais agentes e os riscos envolvidos neste mecanismo, trazendo recomendações a respeito da securitização. O método utilizado para a realização do trabalho foi a pesquisa bibliográfica em livros, artigos, dissertações, documentos divulgados por empresas do setor imobiliário, relacionando-os com os principais aspectos que envolvem a securitização de recebíveis imobiliários. O resultado do trabalho evidencia que para correr mais operações de Securitização de Recebíveis Imobiliários no Brasil com um maior nível segurança, estariam a liberação de crédito consciente e a proteção adicional contra desemprego e invalidez temporária, que seriam de grande relevância para um cenário de instabilidade econômica futura. Isso possivelmente minimizaria o risco de inadimplência aos investidores destes portfólios.

**Palavras-chave:** Certificados de Recebíveis Imobiliários; Securitização; Sistema Financeiro Imobiliário; Riscos.

## **ABSTRACT**

In recent years, there has been a significant increase in receivables securitization in Brazil. One of the important factors in this direction was the adoption of Law No. 9514 of 1997, relating to Real Estate Financing System (SFI), establishing the lien of real estate, with a positive instrument and greater security to credit institutions. The securitization of real estate receivables is standing out as a growing source for alternative funding for the national real estate market continue to develop and thus fulfill the deficit and housing demand, compared to market growth. The overall objective of the study is to present a study on the evolution and development of real estate receivables securitization in Brazil and also about the key players and the risks involved in this mechanism, bringing recommendations regarding securitization. The method used to carry out the work was research on books, papers, documents released by real estate companies, linking them with major aspects involving the securitization of real estate receivables. The result of the study shows that to run more operations Securitization of Real Estate Receivables in Brazil with a higher security level, would be aware of the release of credit and additional protection against unemployment and temporary disability, which would be of great relevance for a scenario of future economic instability . This possibly minimize the default risk of these portfolios to investors.

**Keywords: Real Estate Receivables Certificates; Securitization; Real Estate Financial System; Risks.**



## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Crédito / PIB.....	13
Tabela 2 - Remuneração da Poupança com as Novas Regras.....	41
Tabela 3 - Termos e Condições (CRI).....	54

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Setor Imobiliário Brasileiro/ Relação Crédito Imobiliário e PIB Internacional.....	14
Figura 2 - Histórico do Montante de Emissões de Securitização Imobiliária por Ativo-Lastro (em R\$ milhões).....	16
Figura 3 - Cenário Macroeconômico.....	26
figura 4 – O que você faria se sua Renda Familiar dobrasse? .....	27
Figura 5 - Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE.....	29
Figura 6 - Variação do Saldo de Poupança x Financiamentos Via SBPE (em R\$ milhões)....	33
Figura 7 - Série Histórica do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).....	34
Figura 8 - Fluxo da Alienação Fiduciária em Caso de Inadimplência no Brasil.....	37
Figura 9 - Evolução dos Saldos dos Clientes em Poupança (em milhões) e Remuneração.....	38
Figura 10 - Remuneração Atual da Poupança e de Fundos de Investimento (Líquido de IR e Taxa de Administração) *, em % a.....	39
Figura 11 - O Rendimento de 70% da SELIC é Superior ao Registrado nos Últimos Anos....	40
Figura 12 - Direcionamento dos Recursos de Poupança.....	42
Figura 13 - Previsão de Estoque de Poupança e Financiamentos do SBPE (2010).....	43
Figura 14 - Típica Estrutura de Subordinação: Fluxo Mensal de Recursos.....	44
Figura 15- Histórico do Montante de Emissões de Securitização (em R\$ milhões).....	46
Figura 16 - Fluxograma de Negociação de Securitização no Brasil.....	49
Figura 17 - Depósitos de LCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões).....	57
Figura 18 - Histórico dos Negócios Registrados na CETIP.....	58
Figura 19 - Histórico dos Negócios Realizados na BM&FBOVESPA.....	59
Figura 20 - Classificação <i>Moody's Investors Service, Standard &amp; Poor's e Fitch Investors Service</i> .....	64
Figura 21: Características da Classificação dos Títulos.....	65
Figura 22- Gráfico do Endividamento das Famílias junto ao SFN no Brasil.....	71

Figura 23 - Demonstrações Financeiras dos Bancos dos Seis Maiores Bancos Brasil – Junho de 2012.....	76
Figura 24 - Inadimplência de crédito imobiliário no Brasil - Acima de 90 dias.....	77
Figura 25 - Inadimplência de Crédito Imobiliário e Empréstimo com Garantia no Brasil - Acima de 90 Dias.....	77
Figura 26 - Gráfico das Taxas de Inadimplência nos Cinco Maiores Bancos Brasil - Dezembro de 2009 a Junho de 2012 (em%).....	79

<b>RESUMO.....</b>	<b>07</b>
<b>ABSTRACT.....</b>	<b>08</b>
<b>LISTA DE TABELAS.....</b>	<b>09</b>
<b>LISTA DE FIGURAS .....</b>	<b>09</b>
<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>12</b>
<b>1. REFERENCIAL HISTÓRICO DO SETOR IMOBILIÁRIO.....</b>	<b>19</b>
1.1 Crédito Imobiliário.....	19
1.2 Déficit Habitacional Brasileiro.....	24
1.3 Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE).....	28
1.4 Sistema Financeiro Habitacional (SFH).....	30
1.5 Sistema Financeiro Imobiliário (SFI).....	34
1.6 Cadernetas de Poupança.....	37
<b>2. A SECURITIZAÇÃO DO BRASIL.....</b>	<b>45</b>
2.1 A Securitização de Recebíveis: Definição, Conceito e História.....	45
2.2 Estrutura da Securitização.....	48
2.2.1 Sociedades de Propósito Específico (SPE).....	51
2.2.2 Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI).....	53
2.2.2.1 Termos e Condições (CRI).....	54
2.2.2.2 Letras de Crédito Imobiliário (LCI).....	56
2.2.3 Mercado Secundário e Investidores.....	58
2.2.4 <i>Rating</i> e Metodologia.....	62
2.3 Principais Riscos Associados à Securitização.....	66
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>81</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>85</b>

## INTRODUÇÃO

Um mecanismo que vem se destacando no Brasil é o crescimento das operações através das captações financeiras por meio da securitização de recebíveis imobiliários. Essa modalidade de financiamento, segundo ASSAF NETO (2011), vem tomando em boa parte o lugar dos empréstimos convencionais dos bancos e constituindo um mercado de emissão direta para securitização.

Uma importante característica da securitização de recebíveis é apresentada por ASSAF NETO (2011):

A securitização de recebíveis é uma forma de captação de recursos envolvendo a emissão de títulos de crédito pelo tomador, os quais são garantidos mediante a caução de recebíveis. Por meio dessa operação financeira, é possível uma empresa levantar fundos no mercado sem comprometer seus níveis atuais de endividamento de balanço.

Para UQBAR (2012), a maior parte das fontes de financiamento imobiliário, sejam elas governamentais, bancárias ou oriundas do mercado de capitais, estabeleceram um ritmo de crescimento acentuado em montantes de operações. Com exceção das cadernetas de poupança, uma das maiores das fontes, que apesar do aumento no saldo consolidado de financiamentos apresentou redução na taxa de crescimento, as Letras Hipotecárias (LH), um título antigo que vem perdendo relevância no cenário nacional, e as emissões de ações e de debêntures de empresas do setor imobiliário, em 2011 não tiveram o melhor dos históricos.

Assim, o desenvolvimento do setor imobiliário, segundo ASSAF NETO (2011), traz um cenário promissor no que se refere ao crescimento significativo da securitização de recebíveis imobiliários presente nestes últimos anos no Brasil. Isso se tornou presente devido à necessidade de financiamento do referido setor e mais a opção atrativa de investimento.

Neste contexto, UQBAR (2012) afirma que os negócios resultaram em uma combinação que continuou a impulsionar o setor imobiliário para cima, gerando oportunidades para tomadores e para doadores de recursos deste setor, em conjunto com a

forte demanda por imóveis que não se arrefeceu e continuou a pressionar preços de imóveis e de aluguéis. Do ponto de vista de financiamento, o crescimento da demanda por crédito imobiliário vem causar deslocamentos potenciais relevantes na composição das fontes de recursos para o setor.

Segundo VEDROSSI (2002), a securitização de recebíveis imobiliários, baseada em experiências consagradas em vários países, é uma alternativa real que visa a suprir o equacionamento do mercado produtor/consumidor, o mercado primário onde o crédito imobiliário é originado, e a criação de instrumentos de investimentos atrativos, em termos de rentabilidade e risco, para o mercado investidor, o mercado secundário, aquele que desempenha o papel de grande provedor de recursos de longo prazo para diversos setores da economia através de papéis ou títulos atrelados a dívidas, a participações em empresas ou, no caso da securitização, a um determinado grupo de ativos.

Segundo o relatório do Banco Central (BACEN), de Junho de 2011, o Brasil foi classificado como o 8ª colocado no volume das operações de crédito em geral, comparado com Crédito/ PIB (Produto Interno Bruto) de países como Espanha, Holanda, Área do Euro, Itália, França, Alemanha, Estados Unidos da América (EUA), Brasil e Argentina, conforme a Tabela 1 (abaixo), passando de 26,3% do PIB, em abril de 2005, para 46,6% do Produto Interno Bruto (PIB), em abril de 2011 (BACEN, 2011).

<b>Tabela 1 - Crédito/PIB</b>		
<b>Países selecionados (%)</b>		<b>Em Abril de 2011</b>
1º	Espanha	163,00%
2º	Holanda	134,70%
3º	Área do Euro	105,90%
4º	Itália	96,20%
5º	França	95,40%
6º	Alemanha	90,00%
7º	EUA	86,40%
8º	Brasil	46,60%
9º	Argentina	16,40%

**Fonte: FED, BEA, BCE, Eurostat, BCRA, Ind./Adaptado do BACEN.**

O BACEN destaca que o encerramento das operações de crédito imobiliário, em abril de 2011, comparado com Crédito Imobiliário/PIB, tem a representação de apenas 4,7% do PIB, percentual este expressivamente inferior ao assinalado internacionalmente, conforme a Figura 1, abaixo:

**Figura1 - Setor Imobiliário Brasileiro/ Relação Crédito Imobiliário e PIB Internacional.**



Fonte: Abecip/Santander

Neste breve contexto, fica evidente que o crédito imobiliário tem grande possibilidade de se sobressair na razão Crédito/PIB. Atualmente, a regulamentação brasileira proporciona as garantias para lastrearem os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), os quais possuem o registro de todos os títulos na Comissão de Valores Imobiliários (CVM<sup>1</sup>), no sistema de liquidação e custódia centralizadas (CETIP), e a restrição para que somente as empresas de securitização imobiliária possam atuar como *Underwriters*<sup>2</sup> do sistema. É necessário que a regulamentação e a fiscalização procurem manter-se atuantes em paralelo à evolução e inovação do mercado, para que sejam possíveis outras fontes de recursos para financiamento do setor imobiliário, não apenas limitado às atuais fontes tradicionais (Caderneta de Poupança e FGTS) conhecidas no Brasil. Assim, uma das alternativas,

<sup>1</sup>(CVM) é um órgão normativo do mercado de capitais. Para realizar o desenvolvimento, canalizar a poupança e proteger os detentores de títulos de valores mobiliários, fiscalizando a emissão, o registro e a distribuição de títulos, (fiscalizar e regular) as operações das instituições financeiras, que operam em Bolsas de Valores, corretoras e distribuidoras de valores mobiliários.

<sup>2</sup> *underwriting* é um lançamento de ações mediante subscrição pública, onde uma empresa encarrega para um intermediário financeiro, para ser responsável por sua colocação no mercado.

conhecida como uma nova opção *funding*<sup>3</sup> para o crédito imobiliário, é a Securitização de Recebíveis, para que as condições mercadológicas permaneçam atrativas.

Este tipo de operação, chamada securitização, tem origem inglesa no termo “*securities*”, que é uma operação de financiamento onde o dinheiro emprestado aos vários mutuários é caracterizado como títulos que estão nos ativos das instituições de crédito e que serão convertidos em novos títulos para serem negociados no mercado de investidores. Estes novos investimentos irão gerar novos recursos para novos créditos, contribuindo para o desenvolvimento do mercado imobiliário, pois atualmente o mercado aponta uma possível escassez às fontes tradicionais de recursos utilizados como *funding* para este mercado, que são o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e os depósitos em Cadernetas de Poupança.

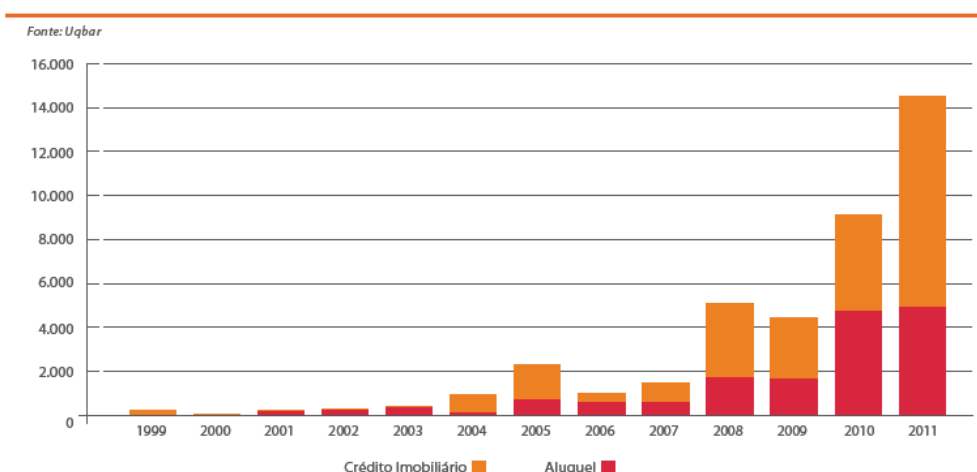
Assim, as emissões de CRI, seriam uma terceira fonte que complementariam o sistema, para que as instituições de crédito continuem a emprestar através de novos contratos de créditos imobiliários. Atualmente, os créditos imobiliários são geridos pelo Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE), sendo eles em grande parte de origem do Sistema Financeiro Habitacional (SFH), provenientes de contratos imobiliários de pessoas físicas (residências, comerciais).

---

<sup>3</sup> Termo em inglês que significa “Fontes de Financiamento”.

Conforme apresentado o Crédito/PIB, a representação da securitização é de apenas 4,7% do PIB brasileiro. Este mecanismo ainda vem sendo pouco trabalhado em comparação com outros países, mas vem crescendo significativamente nos últimos anos, de acordo com o gráfico (Figura 2) apresentado pela UQBAR (2012):

**Figura 2 - Histórico do Montante de Emissões de Securitização Imobiliária por Ativo-lastro (em R\$ milhões).**



**Fonte: UQBAR**

A figura dois do gráfico acima, da UQBAR, apresenta o volume em milhões de emissões de operações de securitizadas, cujo ativo/lastro de Crédito Imobiliário cresceu substancialmente em 2011. Com a participação do FGTS como investidor em mais de R\$ 2,50 bilhões de CRI com lastro em créditos imobiliários originados dentro do Sistema Financeiro de Habitação (SFH), este tipo de lastro representou R\$ 9,00 bilhões do total emitido. Um pouco mais da metade é referente a créditos imobiliários e o restante é aluguel.

As mais importantes inovações presentes no Sistema de Financiamento Imobiliário são elencadas por CHALHUB (1998) apud PALERMO (2006):

- a) a criação de um novo título de crédito, lastreado em crédito imobiliário;
- b) a previsão de funcionamento de companhias que tenham por finalidade específica a aquisição e a securitização de créditos imobiliários, mediante emissão e colocação de títulos denominados Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI);



c) a regulamentação da alienação fiduciária de bens imóveis.

PALERMO (2006) também apresenta a sua definição sobre a securitização de créditos imobiliários:

A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora. A este novo tipo de título de crédito dá-se o nome de Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), que se constitui como título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e com promessa de pagamento em dinheiro. Com relação à alienação fiduciária regulada por esta Lei, caracteriza-se como o negócio jurídico pelo qual o devedor, ou fiduciante, com o escopo de garantia, contrata a transferência ao credor, ou fiduciário, da propriedade resolúvel de coisa imóvel.

Após a Lei nº 9.514 de 1997, foram sinalizados os interesses das autoridades e do mercado para uma solução legal para o Brasil possibilitar a criação de um mercado secundário de crédito imobiliário, promovendo mais liquidez e desenvolvimento econômico para o país.

Um dos objetivos do trabalho é apresentar uma introdução e dados que evidenciam a necessidade de securitização de recebíveis imobiliários no Brasil. Na primeira etapa, será apresentado o referencial histórico do setor imobiliário, com um breve contexto sobre crédito imobiliário, histórico sobre Deficit Habitacional Brasileiro, o funcionamento do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE), além de mostrar a importância do Sistema Financeiro Habitacional (SFH) e do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) e apontar as principais alterações na caderneta de poupança e a importância que ela tem para nosso mercado.

A segunda etapa evidencia a securitização de recebíveis imobiliários de forma geral e direcionando os principais tópicos para o Brasil, onde as instituições dependerão de novas fontes de recursos para continuar emprestando, necessitando assim de novas alternativas para a geração de *funding*. Uma das principais alternativas elencadas por alguns autores é a Securitização, que no mercado brasileiro tem um grande potencial a ser explorado e que vem

crescendo no país. Dessa forma, este trabalho visa identificar, de forma ampla, os principais aspectos e os riscos que envolvem a Securitização de Recebíveis Imobiliários no Brasil, elaborando, ao final, uma conclusão sobre a consolidação das informações atuais existentes.

Para o desenvolvimento do trabalho, foram utilizadas informações e dados secundários a partir da utilização de livros, textos, artigos, monografias, teses, dados das entidades governamentais e do setor privado ligados ao crédito imobiliário.

De acordo com Marconi e Lakatos (2007), a pesquisa a ser desenvolvida foi através da obtenção da bibliografia pertinente sobre o assunto até a apresentação de um texto detalhado, onde é apresentada a literatura examinada de forma a evidenciar o entendimento do pensamento dos autores, acrescida de ideias e opiniões sobre a securitização de recebíveis imobiliários.

Vale ressaltar que a análise dos dados foi feita a partir da leitura e fichamento de textos pesquisados, com o intuito de fazer uma interpretação das contribuições sobre o setor imobiliário e da securitização de recebíveis imobiliários. Além disso, pode ser constatada a reflexão sobre toda a documentação escrita, visto que o trabalho foi concluído procurando trazer o estudo para a realidade atual.

## **1. REFERENCIAL HISTÓRICO DO SETOR IMOBILIÁRIO**

Como pode ser observado, a securitização imobiliária é um tema relevante e, deste modo, o interesse em tomar conhecimento de toda a sua evolução histórica e do impacto na economia atual tornou um dos motivos principais para a escolha do trabalho apresentado. Neste contexto, será apresentada a criação do BNH, após o ano de 1964, trazendo os principais aspectos sobre o Crédito Imobiliário, Deficit Habitacional, SBPE, SFH, SFI e as Cadernetas de Poupança.

### **1.1 Crédito Imobiliário**

O Estado responsável como agente arrecadador e historicamente o promotor do desenvolvimento e da infraestrutura do Brasil dá aos seus cidadãos o direito à moradia, presente na Constituição Brasileira, criando, em 1964, o Banco Nacional da Habitação (BNH). Era um banco público, brasileiro, voltado ao desenvolvimento e financiamento e à produção de empreendimentos imobiliários. Através da Lei 4.380/64, o BNH tinha por função a realização de operações de crédito, sobretudo de crédito imobiliário, bem como a gestão do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e atuava por intermédio dos bancos privados e públicos e de agentes promotores, como as companhias habitacionais e as companhias de água e esgoto.

Juntamente com o BNH, foi criado o Sistema Financeiro Habitacional (SFH), segundo apresentado pela Caixa Econômica Federal (2012). O BNH, extinto em 1986, através da Lei nº 2.291, de 21 de novembro de 1986, repassou à CEF a condição de agente nacional de financiamento da casa própria e de importante financiadora do desenvolvimento urbano. Em 1986, com a extinção do BNH, se tornou o principal agente do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), administradora do FGTS e de outros fundos do Sistema Financeiro de Habitação. Em 1990, iniciou a centralização de todas as contas vinculadas do FGTS, que, na época, eram administradas por mais de 70 instituições bancárias. Para consolidar o mercado imobiliário, foi criado o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), em 1997.

SECOVI (2011) apresenta que, em 2004, foi instituída a Lei 10.931, sendo um marco regulatório do setor, através da consolidação das regras da Alienação Fiduciária. O ano de 2005 foi um ano de incentivos ao financiamento e à construção civil através da Resolução 3.259/05. Em 2006, com a Criação do Pacote Habitacional criado pelo governo, foi possível produzir financiamento com parcelas fixas (sem a Taxa Referencial [TR] como indexador atrelado aos juros do financiamento), comumente presente nos financiamentos atuais, do sistema de amortização SAC, no qual as parcelas são atualizáveis (Juros + TR). Houve também a criação do crédito para financiar as construtoras pela CEF e a criação do Pacote da Construção e redução ou isenção do IPI de diversos materiais de construção. Em 2008, com a criação do PAC (Plano de Aceleração do Crescimento), a União concedeu R\$ 5,2 bilhões para a CEF ampliar os empréstimos nas áreas de habitação e saneamento, fazendo com que o mercado imobiliário atingisse o pico histórico de lançamentos e comercialização pelas construtoras, de acordo com dados da SECOVI.

O ano de 2009 foi marcado pelo lançamento do Programa do Governo “Minha Casa, Minha Vida” (PMCMV), através da Resolução CMN 3.7076, para realinhamento dos valores de imóveis enquadráveis no SFH, visando ampliar os números de financiamentos imobiliários para atender a demanda da população de baixa renda, com taxa de juros mais atrativos, com *funding* de FGTS (que remunera atualmente a carteira dos clientes com depósito de FGTS com correção de 3% + TR ao ano). Este é repassado às famílias para os financiamentos com taxas de juro nominal de 4,5 a 5,0% ao ano +TR, de acordo com simuladores disponíveis pela Caixa Econômica Federal, proporcionadas pelo PMCMV.

O cenário atual apresenta o crédito imobiliário como a principal forma de viabilização econômica para que famílias comprem a casa própria, ponderando o endividamento das mesmas para longo prazo, dado que seria praticamente impossível, apenas com a poupança e as economias mensais das famílias, fazer com que os montantes das economias viabilizassem a compra do seu primeiro imóvel com dinheiro pago “à vista”. Seriam necessários muitos anos para que o dinheiro aplicado das famílias viabilizasse a compra do mesmo imóvel atual, visto que a valorização dos imóveis, o crescimento e afastamento dos bairros e o percentual natural de inflação da economia fariam com que o dinheiro aplicado não tivesse o mesmo poder de compra no futuro, para a aquisição do mesmo imóvel.

O crédito imobiliário é um financiamento destinado às pessoas físicas ou jurídicas, para aquisição ou construção de imóveis residenciais ou comerciais, e introduz ao sistema o alongamento das dívidas, fazendo com que o endividamento não tome todos os rendimentos.

Atualmente, para pessoas físicas existem três principais linhas de crédito: Aquisição (para imóvel ou terreno), destinada para imóveis residenciais, comerciais ou de lazer; Construção ou término de obras, para imóveis residenciais e de lazer; e Empréstimo com Garantia, nos EUA conhecido como *Home Equity*, sendo uma nova modalidade de empréstimo, sem destinação específica do dinheiro tomado, em que pessoas dão seu imóvel (residencial ou comercial) em garantia, através de alienação fiduciária a favor do credor, que viabiliza um percentual em média de 60% a 80% do valor da garantia em dinheiro com juros mais acessíveis e prazos mais estendidos do que os convencionais Créditos Pessoal, CDC, Leasing e Consignado, considerados de curto prazo e taxas de juros efetivas maiores.

Para pessoa jurídica, existem outras linhas: para construção de imóveis residenciais, comerciais e imóveis de uso misto (parte residencial e parte comercial); para alocação de recursos para concessão de financiamento aos compradores das unidades de empreendimentos construídos ou em construção; reforma para acessibilidade através de financiamento das obras necessárias à adaptação do imóvel, conforme as normas de acessibilidade universal; financiamento para operações estruturadas, através do crédito destinado para construção de imóveis comerciais urbanos (sedes administrativas, hospitais, instituições de ensino, centros de distribuição, grandes lojas etc.).

VEDROSSI (2002) aponta que a alternativa encontrada por grande parte das empresas empreendedoras do setor imobiliário, antes do mecanismo de securitização, foi a utilização de recursos próprios, ou seja, do capital próprio da empresa ou giro da própria empresa, para o financiamento de seus adquirentes.

Segundo ROCHA LIMA JR. (1990) apud VEDROSSI (2002), essa situação faz com que as empresas empreendedoras exerçam o papel de banqueiro das operações, fazendo com que seu investimento retorne dentro de um prazo superior ao ciclo de produção do empreendimento e não sendo compatível com sua necessidade de recursos para novos investimentos. Essas empresas ficam com seus recursos imobilizados no ambiente de seus

empreendimentos durante todo o ciclo de pagamento do adquirente, perdendo sua capacidade de alavancagem, que é uma característica dos negócios imobiliários.

Esta combinação de fatores e linhas de crédito disponíveis, de acordo com Machado (2010), tornou possível aumentar as oportunidades de cenário imobiliário, promovendo o acesso a diferentes camadas da população para a compra e financiamento do imóvel. Assim, Machado destaca:

- Queda das taxas de juros para patamares baixos, dado os padrões brasileiros;
- Segurança jurídica com a alienação fiduciária;
- Alongamento de prazos;
- Maior participação das instituições financeiras na concessão de crédito;
- Deficit habitacional;
- Distribuição demográfica brasileira de perfil jovem;
- Aumento da renda e taxas de desemprego nas mínimas históricas;
- Programa do governo federal “Minha Casa, Minha Vida” (MCMV).

Para Machado (2010), pode ser percebido um aumento pela procura de crédito imobiliário na compra do imóvel como alternativa ao aluguel, para a melhoria da qualidade da moradia, na busca por espaços mais adequados, devido ao crescimento das famílias e, até mesmo, como forma de investimento alternativo e renda complementar. Atualmente, o cenário imobiliário se apresenta bastante favorável, pois, de acordo com Machado (2010), na visão em relação ao potencial de crescimento deste setor no Brasil.

Desta forma, Machado (2010) sinalizava que, com o modelo atual de direcionamento estimado em 65% dos recursos da poupança para o setor imobiliário e assumindo alguns cenários, o formato apresentado se esgotaria ao final de 2013. Entretanto, foi necessário que fossem tomadas providências antes que estes recursos se esgotassem, realizando um trabalho de imediato com iniciativas que tragam alternativas ao modelo atual.

A este respeito, Machado (2010, p. 2) argumenta que:

A securitização de recebíveis imobiliários certamente será fundamental e teremos que fomentá-la, já que o próprio direcionamento obrigatório de

recursos não incentiva os bancos a securitizarem suas carteiras. As empresas do setor deverão buscar também alternativas de financiamento, com recursos provenientes do mercado de capitais e da securitização de seus recebíveis. O desenvolvimento do mercado secundário desses títulos também é muito importante para prover liquidez aos ativos. O setor financeiro deverá se antecipar no processo de crédito e passar a financiar o cliente antes da conclusão dos empreendimentos.

A diferença principal entre o mercado brasileiro e de países que tiveram problemas sérios durante a crise financeira, de acordo com Machado (2010), é que os bancos brasileiros, por meio da adoção de políticas conservadoras de crédito e com a manutenção de ativos em carteira com a finalidade de cumprir a exigibilidade, possuem ativos saudáveis, diferente de outros modelos em que se preocupavam apenas em originar para vender.

Os financiamentos atuais são originados pelos bancos com grande parte dos recursos Poupança, com taxas de juros atualizáveis no Sistema de Amortização Constante (SAC), um dos mais utilizados, com juros nominais de 7,44% a 10,48% a.a. + TR, (juros efetivos 7,69% a 11% a.a.), pelo âmbito do SFH através do SBPE, ou com juros nominais fixados em torno de 11,38 % a.a. (juros efetivos em torno de 12% a.a.), sendo estes recebíveis compostos por uma quantia de amortização do capital emprestado acrescidos de juros e mais outros encargos compostos por seguros de Morte Invalidez Permanente (MIP), Danos Físicos ao Imóvel (DFI) e Tarifa de Serviços Administrativos (TSA).

Todos estes encargos são os que compõem a "prestação final". Este montante é que efetivamente os mutuários pagam, e não simplesmente juros e amortização. As instituições de crédito apresentam, além das receitas aplicadas através do *spread*<sup>4</sup> aplicado dentro do financiamento, também outras receitas que podem ser observadas através do Custo Efetivo Total (CET) e do Custo Efetivo de Seguro Habitacional (CESH). Ou seja, é o quanto representa de encargos no total do financiamento, e que estão dentro da "prestação final", é o que compõe os recebíveis dentro de uma carteira de ativos das instituições de crédito e que são mais do que apenas juros originados de poupança (a juros efetivos atuais 6,17a.a + TR), e

---

<sup>4</sup> Spread: refere-se à diferença entre o preço de compra e venda de título, transação monetária ou uma ação.

estes contratos de recebíveis imobiliários serão a base dos títulos a serem securitizados no Brasil.

Conforme FABOZZI e MODIGLIANI (1992) apud VEDROSSI (2002), existem tipos de emissões vinculadas exclusivamente a juros e ao principal, com a criação de títulos vinculados ou exclusivamente aos juros pagos atrelados aos recebíveis imobiliários, ou exclusivamente ao principal da dívida originária dos recebíveis imobiliários. Essa estrutura gera, dessa forma, os chamados títulos vinculados aos juros, os *interest only strips* IO, e os títulos vinculados ao principal, *only strips* PO. Cada pagamento mensal feito pelo adquirente relativo ao crédito imobiliário é composto por uma parcela de juros, calculada sobre o saldo devedor, e uma parcela de amortização do principal. A estrutura criada permite a segregação dessas duas parcelas e redireciona o fluxo de cada uma delas às respectivas emissões vinculadas.

## **1.2 Deficit Habitacional do Brasil**

Segundo a CEF (2012), as necessidades habitacionais podem ser estudadas pela ótica do deficit ou da demanda. A definição mais comum de deficit habitacional é a que exprime a falta de moradias para as pessoas ou famílias que necessitam de habitação. Desse modo, é importante um aprofundamento conceitual que represente a configuração econômico-social e espacial da carência habitacional no Brasil. O déficit habitacional, pelo conceito etimológico, é a falta física da unidade habitacional (casa, apartamento, etc.) no estoque de habitações de mercado.

De acordo com a CEF (2012), os conceitos de deficit e demanda habitacional se estruturam a partir da disponibilidade de bases de informações seguras e com abrangência territorial adequada para seu cálculo. As diferenças metodológicas entre as instituições que calculam o deficit ou demanda habitacional geram distorções nas estimativas que, entre 2000 e 2007, variavam de 3 a 14 milhões de unidades habitacionais.

Com o início da criação dos mecanismos de financiamento da política habitacional, através da Reforma do Sistema Financeiro Nacional e da Reforma Tributária, duas das mais



importantes medidas adotadas pela Lei nº 4.380, do dia 21 de Agosto de 1964, de acordo com a História da CEF, iniciou o processo de regulamentação em consequência do Plano de Habitação para diminuir o deficit habitacional até 1967, visando à modernização dos mecanismos de financiamento da economia e do setor público.

O deficit habitacional do Brasil é uma questão histórica, que acarretou grandes problemas sociais no país até os dias de hoje, atualmente pode ser constatado inúmeros canteiros de obras, aumento dos planos habitacionais, aumento dos preços de terrenos e escassez de mão de obra qualificada, que remetem a elevados preços de imóveis em decorrência do deficit e do retorno que os investimentos no setor imobiliário proporcionam. Sendo assim, a compra de imóveis está vinculada à necessidade de créditos imobiliários, ou seja, financiamentos de longo prazo, podendo chegar até 35 anos.

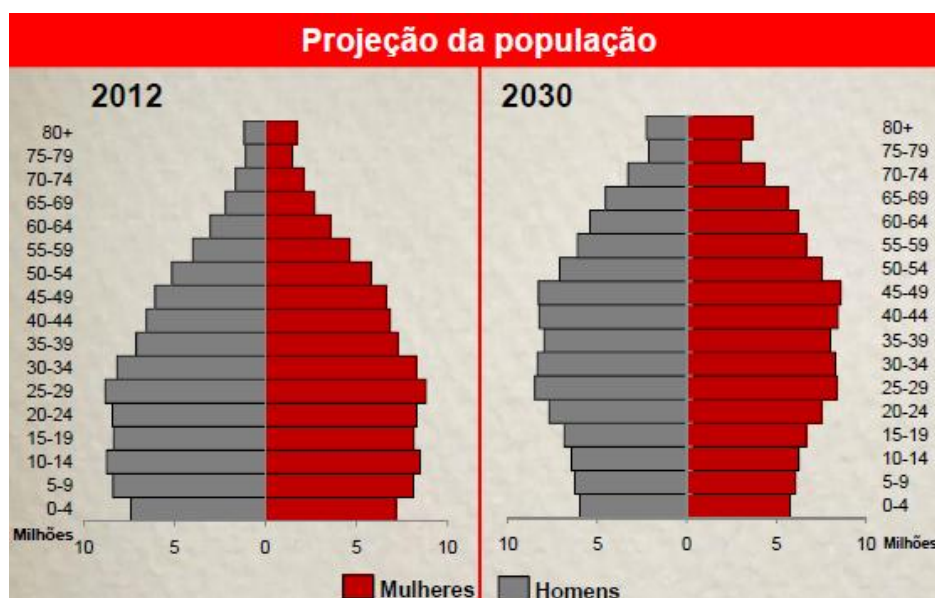
O segmento de habitação popular é de interesse social. Os imóveis de COHABS, CDHU, PAR e outro que atualmente vem se destacando, o Programa Minha Casa Minha Vida (PMCMV), através da Resolução CMN 3.7076 e dos Recursos do Fundo de Arrendamento Residencial (FAR), direcionados para o programa do Governo Federal e geridos pelo Ministério das Cidades e operacionalizados pela CEF, consistem na aquisição de terreno e construções, ou nas aquisições de imóveis prontos ou em construção.

A CAIXA (2012) afirma que o PMCMV foi lançado em março de 2009, com a finalidade de criar mecanismos de incentivo à produção e aquisição de um milhão de novas unidades habitacionais e que atualmente essa meta é de dois milhões de novas moradias para as famílias com renda bruta mensal de até R\$ 5 mil.

Para CAMPAGNONE (1990) e SCAGLIONE (1993) apud VEDROSSI (2002), também caracterizam existência de dois segmentos distintos no mercado imobiliário o segmento de habitação popular, que representa uma área de interesse social com a necessidade de intervenção estatal, e o segmento de mercado dos clientes bancários, representado pelas habitações destinadas às classes de renda média e alta, buscando recursos do setor privado para imóveis comerciais e residenciais.

Em 2012, o cenário macroeconômico, representado pela Figura 3 (abaixo), apresenta a projeção da população para 2030, em que se nota uma concentração maior de pessoas que atualmente estão na faixa entre 10-14, 20-24 e 25-29 anos. Com o aumento da expectativa de vida no Brasil e a redução da taxa de natalidade, nota-se, em 2030, uma predominância de adultos que estarão aptos a formar uma família e que, portanto, demandarão por mais moradias. Além disso, podemos observar o número de pessoas em 2012, na faixa entre 25 a 49 anos, com o perfil de grupo economicamente ativo da população brasileira, que demandam a aquisição do primeiro imóvel ou a compra do segundo imóvel (destinado a lazer, segunda moradia ou para familiares) ou, ainda, aqueles que demandam a aquisição com a finalidade de investimento (compra e venda ou receita de aluguel).

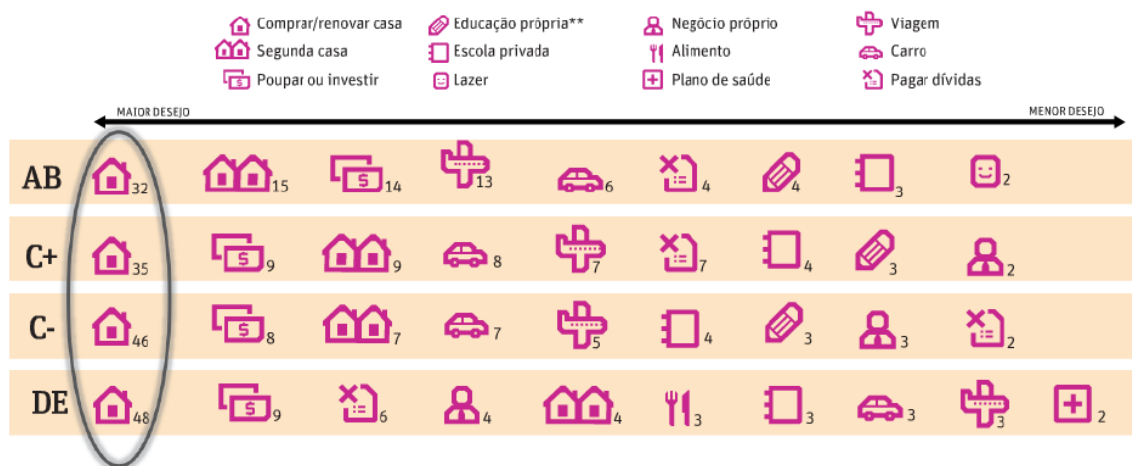
**Figura 3 - Cenário Macroeconômico.**



**Fonte: IBGE/Santander**

Além disso, verifica-se a demanda na mobilidade das classes sociais. Conforme as duas figuras abaixo demonstram, a pesquisa realizada pelo SECOVI (2011) revela que o maior desejo das classes AB, C, DE é comprar a primeira casa ou renovar, comprando uma nova.

**Figura 4 - O que você faria se sua renda familiar dobrasse?**



**Fonte: Construbusiness /SECOVI**

Dentre os fatores acima apresentados, verifica-se a necessidade de mais habitações, pois as camadas mais jovens de hoje também demandarão por mais moradias no futuro. Para este mercado continuar se expandindo, uma das novas soluções, que deve ser implementada, é a securitização de recebíveis, para que o mercado imobiliário continue atendendo a demanda. Atualmente, a principal fonte para atender todo o mercado brasileiro são os recursos de FGTS e Poupança (exigibilidade dos 65%) e, conforme será apresentado no capítulo “Cadernetas de Poupança”, as previsões indicam que as Cadernetas de Poupança não conseguirão suprir toda a demanda até 2014.

VEDROSSI (2002) apresenta o que poderia ser a alternativa mais eficiente para o aporte de capitais para o mercado de empreendimentos residenciais. O sucesso da implantação da Securitização para o mercado brasileiro é a estabilidade macroeconômica, que permite o efetivo estabelecimento de operações de longo prazo e compatibilização entre as condições de originação dos créditos imobiliários e de securitização dos títulos vinculados a essas

operações, que são os atuais ativos das instituições de crédito, que atende a característica do setor de financiamentos residenciais que são de longo prazo.

### **1.3 Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE)**

PALERMO (2006) define que o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE), constituído pelas instituições que captam essa modalidade de aplicação financeira, com diretrizes de direcionamento de recursos de crédito da poupança compulsória proveniente dos recursos do FGTS estabelecidas pelas normas do Conselho Monetário Nacional (CMN), conforme as Resoluções n. 1.980/93, n. 3.005/02 e n. 3.347/06, que disciplinam as regras do direcionamento dos recursos, estabelece que 65%, no mínimo, devem ser aplicados em operações de financiamentos imobiliários, sendo acompanhadas pelo Banco Central e por diretrizes estabelecidas por um Conselho Curador<sup>5</sup>. Conforme o Ministério do Trabalho, o Conselho Curador é a instância máxima de gestão e administração do Fundo de Garantia, cabendo a CEF o papel de agente operador.

Para PALERMO (2006), vale destacar que o SBPE, desde a sua criação possui como fonte de recursos principais a poupança voluntária, proveniente dos depósitos de poupança e dos recursos do FGTS.

---

<sup>5</sup> Conselho Curador é um colegiado constituído por representantes do Ministério do Trabalho e Emprego; Ministério das Cidades; Secretaria Executiva do Conselho Curador do FGTS/MTE; Ministério da Fazenda; Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior; Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão; Banco Central do Brasil; Caixa Econômica Federal; Casa Civil da Presidência da República; Secretaria-Geral da Presidência da República; Ministério da Saúde; Ministério dos Transportes e Representantes das Entidades Patronais e Laborais.

UQBAR (2012) apresenta que o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE) teve um maior número de depósitos oriundos da caderneta de poupança e também aumentou a utilização destes recursos para o financiamento imobiliário, financiando aproximadamente 443.346 mil unidades. Porém, não manteve o mesmo nível de crescimento da variação anual verificada no ano anterior, sendo que em 2010 apresentou um crescimento de 37,6 % comparado a 2009, e em 2011 comparado a 2010 apresentou um crescimento de 5,2%. Assim, o *ticket*<sup>6</sup> médio de financiamento aumentou com recursos concedidos do SBPE, saltando de R\$ 134.474 mil em 2010 para 161.668 mil em 2011, apresentando uma variação de 21,2% em relação ao ano anterior e refletindo que o aumento dos financiamentos pode ser atrelado em função da elevação dos preços dos imóveis.

**Figura 5 - Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE**

Ano	Montante (R\$ milhões)	Variação (%)	Número de Unidades	Variação (%)	Financiamento Médio por Unidade (R\$)	Variação (%)
1994	1.735	-	61.384	-	28.266	-
1995	1.871	7,8	46.560	-24,1	40.184	42,2
1996	1.463	-21,8	38.286	-17,8	38.204	-4,9
1997	1.725	17,9	35.487	-7,3	48.598	27,2
1998	2.084	20,8	38.887	9,6	53.581	10,3
1999	1.696	-18,6	35.549	-8,6	47.697	-11,0
2000	1.910	12,6	36.333	2,2	52.565	10,2
2001	1.870	-2,1	35.756	-1,6	52.305	-0,5
2002	1.768	-5,4	28.902	-19,2	61.188	17,0
2003	2.217	25,3	36.446	26,1	60.822	-0,6
2004	3.000	35,3	53.786	47,6	55.780	-8,3
2005	4.793	59,7	60.768	13,0	78.869	41,4
2006	9.314	94,3	111.988	84,3	83.170	5,5
2007	18.253	96,0	194.853	74,0	93.673	12,6
2008	30.032	64,5	299.685	53,8	100.212	7,0
2009	34.017	13,3	302.680	1,0	112.386	12,1
2010	55.993	64,6	416.384	37,6	134.474	19,7
2011*	71.684	27,6	443.346	5,2	161.688	21,2

Fonte: CBIC/Uqbar  
\* Até Nov-11

Fonte: UQBAR

<sup>6</sup> Ticket médio é a divisão do valor total vendido em um período dividido pelo total de vendas realizadas neste mesmo período.

#### **1.4 Sistema Financeiro Habitacional (SFH)**

De acordo com a ABECIP (2011), o Sistema Financeiro da Habitação (SFH) foi criado em meados da década de sessenta, pela Lei nº 4.380, de 1964, no âmbito de uma reformulação geral do Sistema Financeiro Nacional (SFN). A mesma lei instituiu a correção monetária, com o objetivo de abrir o mercado para a colocação de títulos do governo e viabilizar financiamentos de longo prazo. A correção monetária foi fundamental para o financiamento habitacional, limitado a pouquíssimas operações realizadas pelo BNH e depois CEF e Institutos de Previdência.

A ABECIP (2011) possibilitou a criação de instrumentos de captação de recursos de prazos mais longos com os depósitos em Caderneta de Poupança e do FGTS e viabilizou o crédito imobiliário, criado com fim social pela lei nº 4.380/64. Os recursos que provêm dos depósitos em caderneta de poupança e do FGTS permitem a utilização de FGTS do trabalhador para aquisição de imóveis e até amortização de financiamentos, desde que enquadrados no âmbito SFH, em que são caracterizados por imóveis residenciais com valor de avaliação até R\$ 500.000,00 ou valor de financiamento até R\$ 450.000,00 e com taxa efetiva máxima de juros: 12% ao ano.

VEDROSSI (2002) afirma que, tendo em vista a capacitação limitada do SFH, o mercado imobiliário necessita atrair recursos provenientes do mercado de capitais, agentes dispostos a investimentos de longo prazo, através da formatação de operações estruturadas que possam compatibilizar a necessidade financeira do setor produtivo dos bens imobiliários aos padrões de alocação de capitais do mercado investidor, necessitando de novos mecanismos para suprir a demanda.

A primeira fase do SFH, segundo a ABECIP, vai desde sua criação até a segunda metade dos anos 70, período de ascensão do sistema. Os depósitos em caderneta de poupança como principal provedor dos recursos necessários foram demandados e cresceram, chegando a ocupar o primeiro lugar entre os haveres financeiros não monetários. E os recursos do FGTS também cresceram através dos níveis estáveis de desemprego. Assim, surgiram as Sociedades de Crédito Imobiliário e as Associações de Poupança e Empréstimo, formando o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), integrado por instituições financeiras especializadas na concessão de financiamentos habitacionais, tendo como fontes de recursos

os depósitos em caderneta de poupança e repasses dos recursos do FGTS pelo Banco Nacional da Habitação.

Segundo a ABECIP (2012), o SFH também era o órgão regulador e fiscalizador para administrar o FGTS e o BNH, incluindo as instituições do subsistema do SBPE. Do lado dos financiamentos habitacionais, nos primórdios do SFH, foram introduzidos alguns mecanismos para dar uma tranquilidade aos tomadores dos financiamentos habitacionais.

Um dos mecanismos foi a criação do extinto Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), que, mediante a obrigação do mutuário que tivesse pagado todos os seus encargos das prestações, decorridos após todo prazo contratual do financiamento, absorvia eventuais oscilações.

De acordo com a MCM CONSULTORES ASSOCIADOS (1999) apud VEDROSSI (2002), a criação de um colchão de recursos para o sistema, permitindo que as prestações dos mutuários tivessem a correção monetária ligada à evolução real do salário mínimo e às diferenças existentes entre essa variação e a variação real da inflação para que pudessem ser cobertas pelo FCVS<sup>7</sup>, conforme determinadas regras. Quanto ao prazo das amortizações dos financiamentos, sendo variável e com a garantia do FCVS em quitação total da dívida, se estendido em 50% em relação ao prazo original, os recursos para o FCVS seriam provenientes da aplicação de uma sobretaxa da prestação mensal, gerando os residuais, provocados pelo descompasso entre a periodicidade de aplicação dos índices de correção monetária aos saldos devedores e às prestações e dos índices de reajuste dos saldos devedores e prestações.

SIMONSEN (1996) apud VEDROSSI (2002) reforça que, devido às altas taxas de inflação, diversas intervenções governamentais, via alteração de regras e determinação de subsídios, levaram o FCVS a um desequilíbrio financeiro de aproximadamente US\$ 70 bilhões, sendo hoje uma das maiores dívidas existentes no país. Esse desequilíbrio no sistema passou a consumir recursos que deveriam ter como finalidade o financiamento para a construção ou aquisição de novas unidades habitacionais, sendo, portanto, um dos grandes responsáveis pelo volume irrisório de novos financiamentos provenientes atualmente do sistema.

---

<sup>7</sup> Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS). Correção monetária ligada à evolução real do salário mínimo e às diferenças existentes entre essa variação e a variação real da inflação que poderia ser coberto pelo FCVS.

De acordo com a ABECIP (2012), nos anos setenta, com o advento da segunda crise do petróleo e, em seguida, o da dívida externa, a inflação disparou no Brasil. As ações judiciais promovidas pelos mutuários se multiplicaram, visando compatibilizar as prestações da casa própria com a evolução do salário dos mutuários. Ambos resultaram em um aumento brutal do descasamento entre os índices de correção dos saldos devedores, já concedidos e que seguiam indiretamente os índices de inflação, e as prestações desses financiamentos atreladas à evolução dos salários. As diversas tentativas do governo de reduzir a inflação através de medidas heterodoxas, como aplicação de tablitas às prestações (no Plano Cruzado) e congelamentos, na segunda metade da década de oitenta, só agravaram a situação.

Segundo a ABECIP (2012), as Associações de Poupança e Empréstimo e as Sociedades de Crédito Imobiliário foram gradativamente substituídas, ainda na primeira metade da década de oitenta, pelos bancos múltiplos, na concessão de novos financiamentos. Conforme consta na introdução deste trabalho, o BNH foi extinto em 1986 e suas atribuições passaram a ser desenvolvidas pela Caixa Econômica Federal. Esse período coincidiu com o vencimento de boa parte dos contratos de financiamento habitacional, concedidos com prazos de 15 a 20 anos na fase de ascensão do SFH, que deixaram tanto os bancos como o governo com um enorme prejuízo do FCVS.

VEDROSSI (2002) afirma que o SFH, desde sua criação, segue as regras referentes ao direcionamento obrigatório dos recursos captados através da caderneta de poupança e sofreu várias alterações, que significam uma constante ferramenta de manobra dos governos para controlar sua política habitacional.

Segundo a ABECIP (2012), na década de 80, as dificuldades do SFH e a retenção pelo Governo da época de boa parte dos recursos da poupança, afetaram seriamente o setor de construção civil e de crédito imobiliário. E cabe ressaltar, ainda, que os depósitos de poupança sofriam concorrência por parte dos fundos de investimento. Na década de noventa, houve a expansão crédito imobiliário como um todo e o governo e as instituições financeiras trabalharam para resolver a questão da dívida do FCVS para com as instituições financeiras.

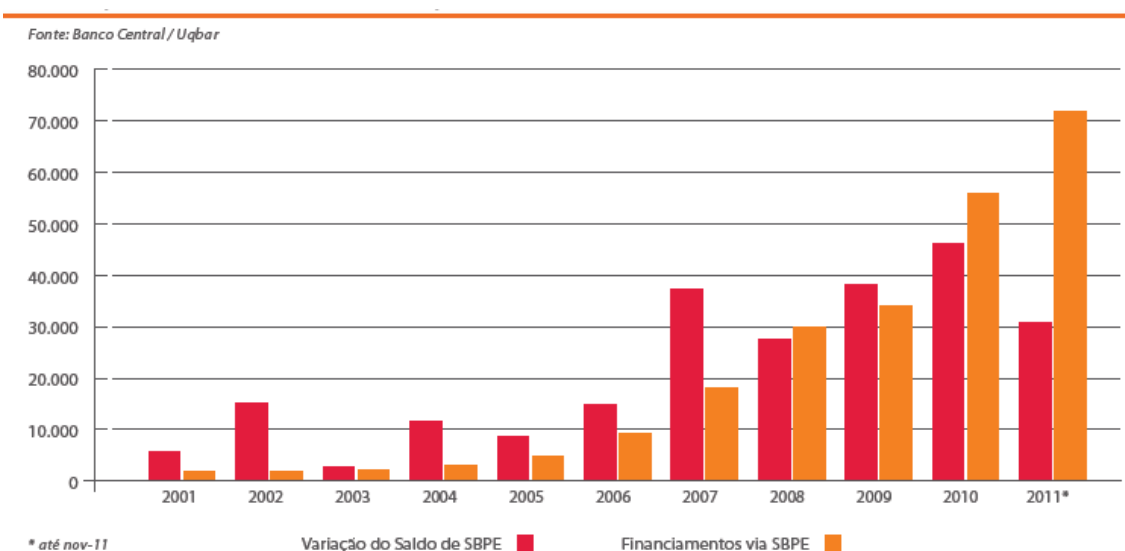
O volume dos financiamentos imobiliários diminuiu significativamente neste período, de acordo com a ABECIP (2012). Os depósitos em caderneta de poupança do SBPE somavam, no final de dezembro de 2009, R\$ 253.6 bilhões, quase o dobro do saldo registrado



em dezembro de 2004. Já os financiamentos habitacionais contratados pelo SBPE, no ano, chegaram a R\$ 34.1 bilhões em 2009, superando assim o desempenho de 2008 em 13%. Em termos de números de unidades, mais de 300 mil imóveis foram financiados em 2009, um recorde do sistema.

No gráfico da Figura 6 (abaixo), a UQBAR (2012) traz a evolução histórica de 2001 a 2011, em que consta a variação anual de saldo de poupança versus a evolução histórica de financiamentos imobiliários concedidos com recursos do SBPE. Até 2009, o saldo da poupança aumentava anualmente mais do que o montante de financiamentos em cada ano, exceção para 2008, quando houve ligeira inversão afetada pela crise de 2008. A partir de 2010, o aumento deste saldo fica aquém do montante de financiamentos, sendo que em 2011, computado até o mês de novembro, o tamanho desta inversão alcançou R\$ 40 bilhões.

**Figura 6 - Variação do Saldo de Poupança x Financiamentos Via SBPE (em R\$ milhões)**



Fonte: UQBAR

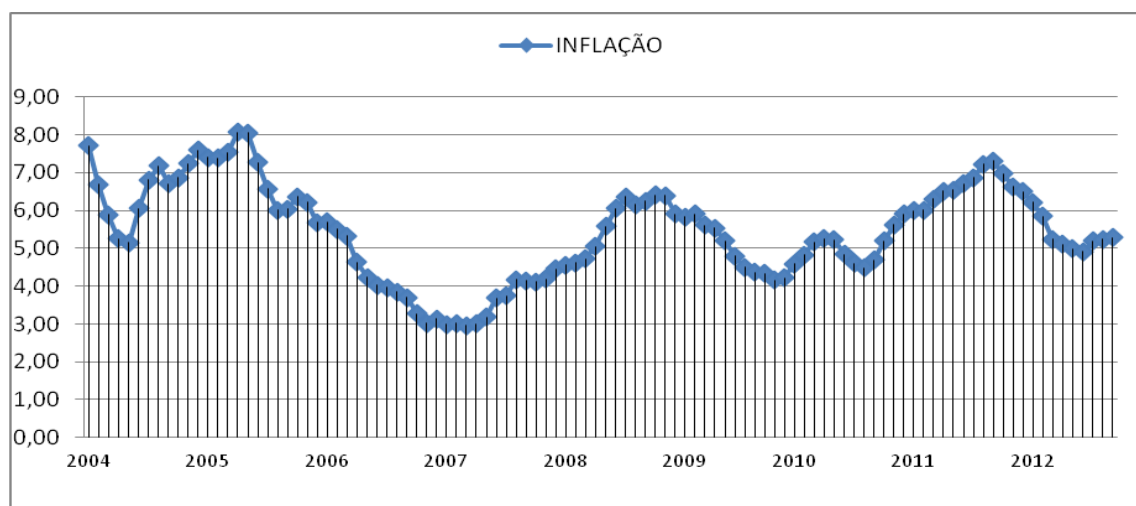
## 1.5 Sistema Financeiro Imobiliário (SFI)

Pelo contexto do SFH, apresentado acima, havia a necessidade do avanço de novos mecanismos para promover o financiamento imobiliário no Brasil. Assim, o SFI foi criado em 20 de novembro de 1997, através da Lei nº 9.514, inspirado no modelo moderno norte-americano (segundo a ABECIP), tendo por regra básica a integralização das operações imobiliárias com o mercado de capitais, viabilizando o mercado secundário de títulos imobiliários, criando as condições necessárias para uma nova e importante fase do financiamento imobiliário no Brasil. O SFI representou uma grande evolução no sentido de buscar uma solução de mercado para o novo sistema em conjunto com o SFH, como sistema complementar de financiamento imobiliário.

A ABECIP (2012) apresenta que as instituições financeiras analisaram vários modelos de financiamento imobiliário praticados no exterior e apresentou uma proposta para o Governo e para o Congresso e setor da construção, para que revigorassem o crédito imobiliário no Brasil. Assim, com a estabilização da economia brasileira registrada ao longo da década de noventa, deu um novo vigor ao SFH.

As taxas de juros dos financiamentos vêm caindo e com controle das taxas de inflação, conforme apresenta o gráfico abaixo:

**Figura 7 - Série Histórica do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)**



**Fonte: IBGE/Adptado pelo Autor.**

Desse modo, as empresas e as famílias podem fazer um melhor planejamento a médio e longo prazo, podendo assumir compromissos de mais longo prazo, por causa da estabilidade econômica.

De acordo com a ABECIP (2012), foi verificado que o crescimento do financiamento habitacional está intimamente ligado à existência de garantias efetivas de retorno dos recursos aplicados, para geração de autonomia na contratação das operações de um mercado com as Carteiras Hipotecárias, fomentando o crédito imobiliário, fazendo-se capaz de captar recursos de longo prazo no mercado.

CHALHUB (1998) apud VEDROSSI (2002) cita que essa lei caracterizou-se pela redução da presença do Estado nos negócios privados e que seu grande advento foi, justamente, a utilização da fidúcia<sup>8</sup> como instrumento de garantia do mercado imobiliário. Introduziu também um novo veículo legal denominado Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários, sociedade com o propósito de fazer a securitização dos recebíveis imobiliários através da emissão dos denominados Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI).

Segundo a ABECIP (2012), com a fixação de regras e com a criação de Companhias Securitizadoras, o procedimento para ocorrer a securitização de créditos imobiliários é ter instituição do regime fiduciário sobre créditos imobiliários e através da legislação brasileira. A instituição da alienação fiduciária de imóveis foi um instrumento primordial para ser garantia real e efetiva das operações de financiamento imobiliário.

O CRI representa uma nova espécie de valor mobiliário, através da emissão das Companhias Securitizadoras, de acordo com o Art. 6º. da Lei Nº 9.514, de 21 de Agosto de 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 (BRASIL, 1997).

---

<sup>8</sup> A alienação fiduciária é garantia efetiva do credor pelo período determinado do contrato de financiamento. O contrato de financiamento tem força de escritura pública e é registrado em Cartório de Registro de Imóveis.

De acordo com a ABECIP (2012), através do CRI o pagamento das diversas parcelas foi criado para a captação de recursos de investidores de mercado, com prazos mais compatíveis com as características do financiamento imobiliário, com o objetivo de ter as condições de um mercado secundário, no que se refere às operações de créditos imobiliários. Assim, companhias securitizadoras de crédito foram criadas baseadas nos modelos norte americanos, tendo por finalidade a aquisição e a securitização de créditos imobiliários em geral, fazendo a emissão e a colocação, principalmente, de Certificados de Recebíveis Imobiliários no mercado.

Segundo a ABECIP (2012), as securitizadoras adquirem os créditos imobiliários através de empresas originadoras e das instituições financeiras autorizadas a operar no SFI, concedendo empréstimos para a aquisição e produção de operações de financiamento imobiliário no SFI, efetuadas pelas entidades autorizadas a operar no sistema: caixas econômicas, os bancos comerciais e múltiplos, bancos de investimento, bancos com carteira de crédito imobiliário, sociedades de crédito imobiliário, as associações de poupança e empréstimo, e companhias hipotecárias.

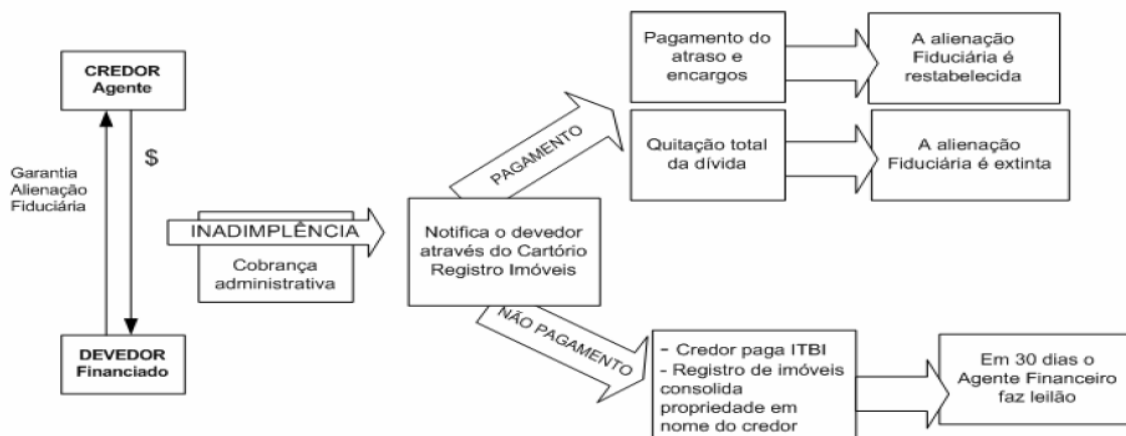
Outro fator que estimulou a concessão dos créditos imobiliários foi a Lei nº 9.514/97, que tinha por finalidade garantir ao credor maior facilidade na recuperação do crédito, com a instituição da Alienação Fiduciária do bem imóvel.

PAULINO (2008) apud MENDES (2010) afirma que a alienação fiduciária da recuperação de bem imóvel em curto espaço de tempo, caso o tomador do empréstimo fique inadimplente, possibilita a transferência temporária do direito de propriedade como garantia da existência de uma dívida, com o impedimento legal de venda.

Ou seja, o contrato de alienação fiduciária indica que o mutuário é quem contrai o financiamento por um determinado período, assumindo todas as obrigações e despesas que recaem sobre ele (impostos e outros), porém, não é proprietário, tendo apenas o direito de uso do imóvel e, dada a garantia para o respectivo financiamento para aquisição desse imóvel, o mesmo fica alienado em caráter fiduciário na respectiva certidão de matrícula no Cartório de Registro local. A financiadora fará a transferência a esta propriedade fiduciária de posse indireta apenas quando houver a liquidação do financiamento, diferentemente da hipoteca, em que o proprietário é dono do imóvel e dá apenas garantia em uma, duas ou até três operações.

Assim, o SFI apresentou uma efetiva contribuição e modernização do setor imobiliário para o Brasil, através da alienação fiduciária, e a liberdade de negociação entre as partes interessadas, oferecendo garantias firmes aos investidores e às instituições, pois facilita a retomada do bem imóvel com mais três meses de inadimplência, conforme abaixo:

**Figura 8 - Fluxo da Alienação Fiduciária em caso de inadimplência no Brasil**



Fonte: MORAES (2002 p.101) apud MENDES (2010)

Outro impacto com a criação do SFI foi a distinção entre imóveis considerados de recursos do SBPE e os de recursos de Carteira Hipotecária (CH), partindo em dois sistemas, o SFH e o SFI, enquadrando todos os imóveis residenciais com valor de avaliação superior a R\$ 500.000,00 ou com valor de financiamento superior a R\$ 450.000,00 e não permitindo a utilização de FGTS para aquisição ou utilização à vista ou amortização e com aplicação de taxa de juros livre, nomenclatura substituída por taxa de mercado.

### 1.6 Cadernetas de Poupança

Para diversificação das opções de investimento em um mercado, segundo KOTHARI (1999) apud VEDROSSI (2002), as cadernetas de poupança têm papel importante no desenvolvimento de uma cultura de investimento em longo prazo, ou seja, uma cultura de poupança. É de conhecimento geral que os investimentos de longo prazo são a grande força motriz para o desenvolvimento e crescimento dos países, principalmente no caso de países emergentes.

De acordo com SANDO (1996) apud VEDROSSI (2002), em países como os Estados Unidos, uma fatia considerável da poupança da população está alocada no mercado de ativos securitizados e, principalmente, no mercado secundário de hipotecas. Ou seja, os títulos emitidos provenientes de operações de securitização são a real alternativa de investimento, que possuem atratividade junto ao mercado investidor e a liquidez necessária à sua circulação.

Como pode ser constatado no gráfico da Figura 9 (abaixo), no ano de 2000 a 2011, a poupança das famílias brasileiras aumentou a cada ano. Por outro lado, a partir de 2007, pode ser observada uma elevação considerável de um pouco mais de 150 bilhões de reais em 2006 para mais de 187 bilhões de reais em 2007. O período de incertezas econômicas no cenário exterior pela crise do *subprime* americano de 2007 para 2008 fez com que as famílias aplicassem seus recursos em cadernetas de poupança, com baixo risco e baixo rendimento, com garantia do fundo garantidor de crédito até um determinado valor, independentemente de qual Banco tenha sido depositado o recurso.

**Figura 9 - Evolução dos saldos dos clientes em poupança (em milhões) e remuneração.**

Ano	Saldo (R\$ milhões)	Variação (%)		Remuneração da Poupança (%)	
		Anual	Acumulada	Anual	Acumulada
2000	91.430	-	-	8,6	-
2001	97.146	6,3	6,3	8,5	8,5
2002	112.423	15,7	23,0	9,0	18,2
2003	115.258	2,5	26,1	11,3	31,6
2004	126.853	10,1	38,7	8,0	42,1
2005	135.412	6,7	48,1	9,2	55,2
2006	150.413	11,1	64,5	8,4	68,3
2007	187.827	24,9	105,4	7,8	81,4
2008	215.401	14,7	135,6	7,7	95,4
2009	253.605	17,7	177,4	7,1	109,3
2010	299.878	18,2	228,0	6,8	123,5
2011	330.569	10,2	261,6	7,5	140,3

Fonte: Banco Central/Portal Brasil/Uqbar

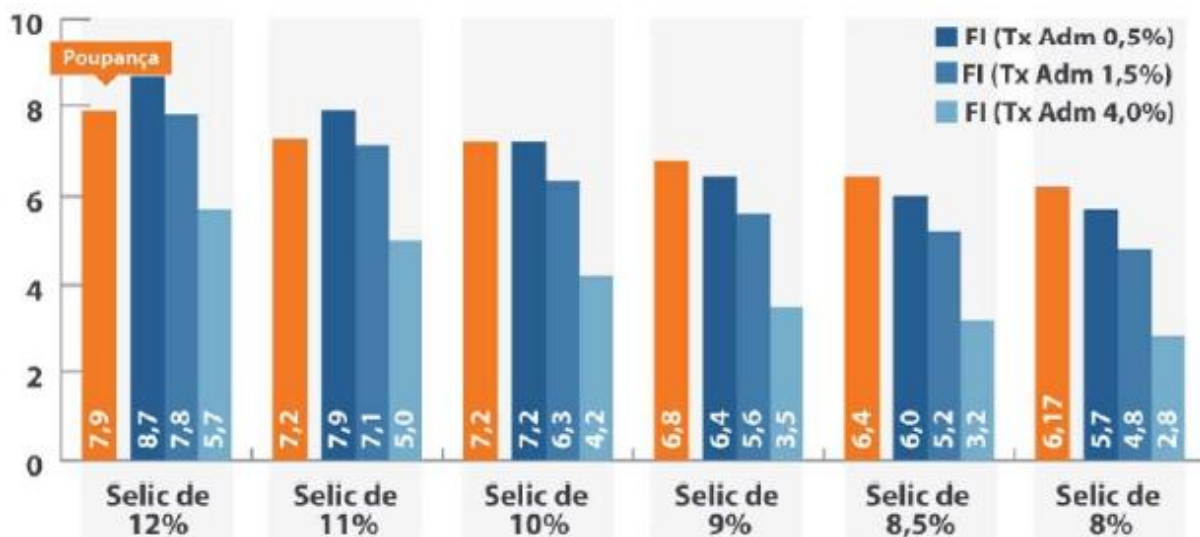
**Fonte: UQBAR**

Com a redução da SELIC, os investimentos tendem a migrar para a poupança, conforme apresenta a história da Caixa Econômica Federal, no Brasil, sendo as contas de poupança, chamadas de "cadernetas de poupança", destinadas a pequenos depositantes e

investidores. Normalmente não concedem uma remuneração atraente aos poupadores, em função do uso de um redutor calculado sobre os juros. Porém, de acordo com o Ministério da Fazenda, quando iniciou o plano de redução da taxa SELIC no país, que é o indicador das taxas de juros, os investimentos de renda fixa como, por exemplo, o Certificado de Depósito Bancário (CDB). Estes recursos seguem desempenhos atrelados à variação do Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI), e são obtidos através das médias negociações de taxas entre as instituições financeiras para empréstimos de curto prazo (muito utilizado para encerrar a caixa dos bancos em um dia).

Essas operações tendem a seguir as taxas de juros do país, fazendo com que a poupança se torne um investimento mais atrativo, pois é isenta de imposto de renda e imposto sobre operações financeiras (IOF). Ou seja, para a redução de taxa de juros do país, foram necessárias as alterações na poupança, que estava se tornando um obstáculo, conforme demonstra a Figura 10, a seguir:

**Figura 10 - Remuneração atual da poupança e de fundos de investimento (líquido de IR e taxa de administração) \*, em % a.a.**

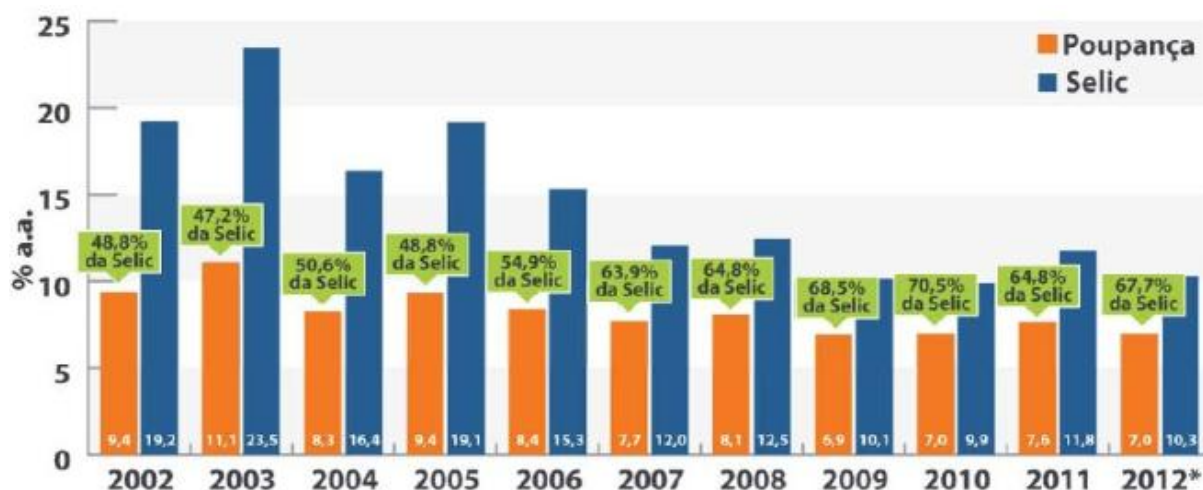


\* Fundos com rendimento de 100% da Selic, e prazo de um ano com IR de 17,5%.

Fonte: Ministério da Fazenda

O Ministério da Fazenda anunciou as alterações da poupança em quatro de maio de 2012, no Brasil, e passou a seguir a taxa Selic quando estiver igual ou inferior a 8,5%. A remuneração será de 70% da Selic mais a taxa referencial. Abaixo, a demonstração do rendimento da poupança, que seguia uma tendência de ser inferior a 70% da SELIC.

**Figura 11 - O rendimento de 70% da SELIC é superior ao registrado nos últimos anos**



Fonte: Ministério da Fazenda

O Ministério da Fazenda propôs a mudança no sistema de remuneração da poupança, devido ao cenário que demonstra queda da inflação e dos juros.

A instituição da Lei nº 8.177, de 1991, contemplava a remuneração da poupança em 0,5% a.m + TR (nominal) ou 6,17% a.a. + TR (efetiva). Atualmente, de acordo com o Ministério da Fazenda, existem cerca de 100 milhões de cadernetas de poupança, com saldo aproximado de R\$ 431 bilhões, não havendo mudanças nos depósitos da poupança até o dia três de maio de 2012 e não sofrendo alterações na fórmula e nem no cálculo da TR, sendo ainda preservada com a Segurança do fundo garantidor, rentabilidade mensal, isenção de Imposto de Renda e liquidez imediata.



Os demais depósitos tendem a seguir a remuneração abaixo:

**Tabela 2 - Remuneração da Poupança com as novas regras**

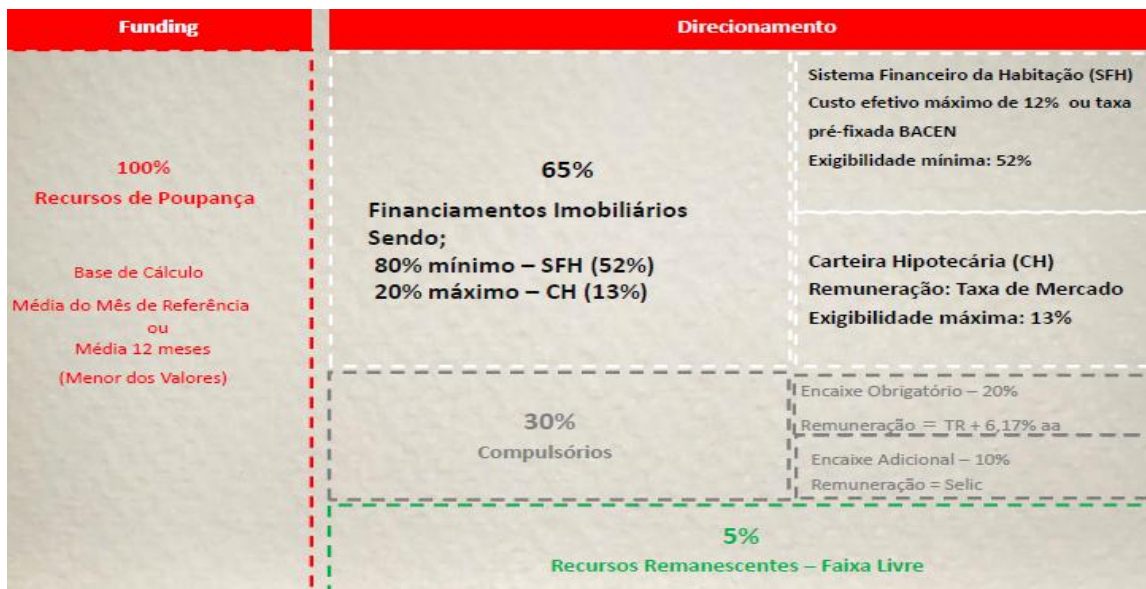
TAXA SELIC	RENDIMENTO DA POUPANÇA (SEM TR)	
	MENSAL	ANUAL
8,50%	0,48%	5,95%
8,00%	0,46%	5,60%
7,50%	0,43%	5,25%
7,00%	0,40%	4,90%
6,50%	0,37%	4,55%
6,00%	0,34%	4,20%
5,50%	0,32%	3,85%
5,00%	0,29%	3,50%
4,50%	0,26%	3,15%
4,00%	0,23%	2,80%
3,50%	0,20%	2,45%
3,00%	0,17%	2,10%
2,50%	0,14%	1,75%
2,00%	0,12%	1,40%

**Fonte: Ministério da Fazenda/Adaptado pelo autor.**

Os recursos investidos na poupança brasileira seguem conforme direcionamento do Mapa 4, que são os recursos captados em depósito de poupança pelas entidades que fazem parte do SBPE, que têm direcionamento obrigatório e definido pelo CMN e determina o direcionamento destes recursos, estabelecendo no mínimo que 65% devem ser aplicados em operações para financiamentos imobiliários no Brasil e destinados para investimentos em infraestrutura habitacional do país.

De acordo com o BACEN, a Resolução 1980/93 e 3005/02, foram criadas as regras para o direcionamento dos recursos captados em poupança pelas instituições integrantes do SBPE, estabelecendo a seguinte distribuição:

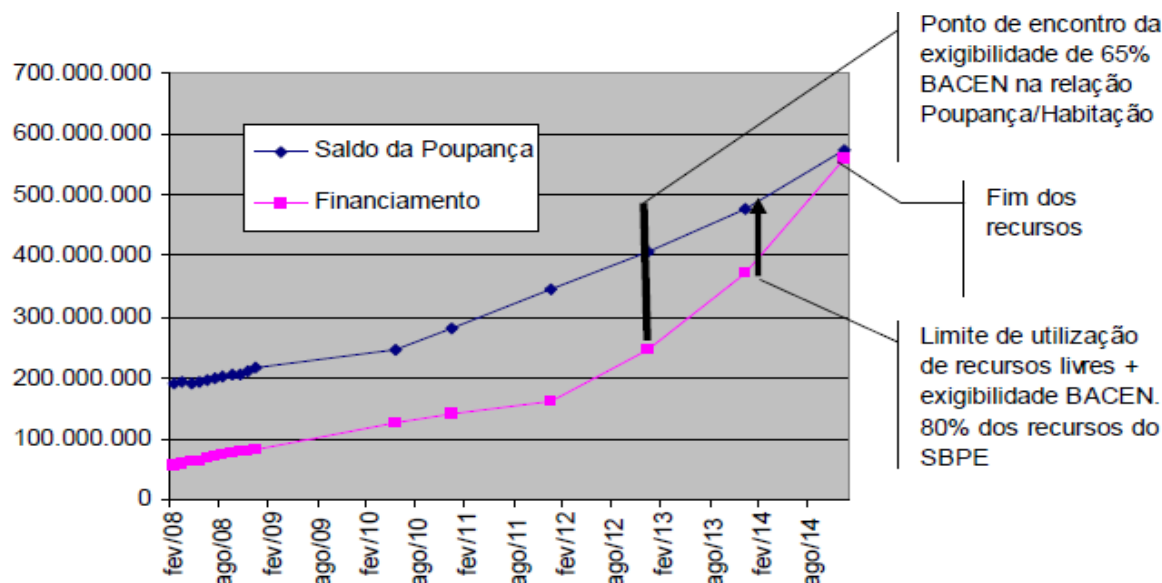
**Figura 12 - Direcionamento dos Recursos de Poupança**



Fonte: BACEN/ Adptado pelo Santander

A figura 13 apresenta o gráfico a seguir, no qual MENDES (2010) mostra um estudo em que o Brasil pode atingir até o fim do ano de 2014 a marca de R\$ 560 bilhões em investimentos habitacionais, comprometendo até 65% do estoque em poupança no ano de 2013 (Mapa 4) e exaurindo os recursos completamente em 2014.

**Figura 13 - Previsão de Estoque de Poupança e Financiamentos do SBPE (2010)**



**Fonte: BACEN, adaptação de MENDES (2010).**

Segundo MENDES (2010), este cenário mostra que o mercado de crédito imobiliário tende à captação de poupança no Brasil e poderá entrar um cenário de escassez de recursos em 2014.

FARIA (2011) afirma que a CEF, entidade financeira com a maior carteira de crédito habitacional, realizou, em janeiro de 2011, a primeira cessão de créditos habitacionais. Esta experiência que interliga o SFH e o SFI também pode ser vista como uma forma de minimizar o risco de descasamento entre captação e concessão de crédito.

A Caixa cedeu 4.324 contratos de financiamentos habitacionais dos seus mutuários para financiamentos residenciais, com alienação fiduciária em garantia, com taxas de juros pós-fixadas. O coordenador líder das emissões foi a CEF e cujos títulos foram emitidos pela

Companhia de Securitização à *Brazilian Securities*. Os contratos foram cedidos em duas categorias de CRI:

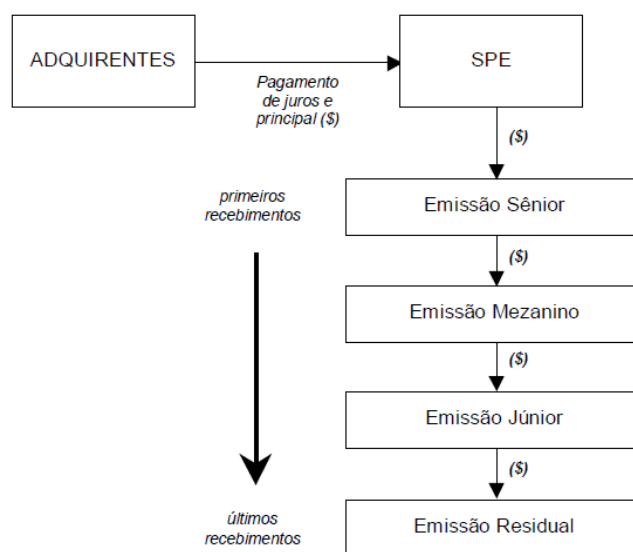
i) 232.766 mil de CRI Sênior, todos nominativos e escriturais. Com valor nominal unitário de R\$ 1 mil reais na data de 14 de janeiro de 2011, perfazendo o montante total de R\$ 232.766 milhões, que receberam a classificação de risco preliminar AAA, dada pela agência *Fitch Ratings* Brasil Ltda.

ii) O CRI Júnior ficou na carteira da Caixa como forma de dar maior garantia aos investidores dos CRIs Sênior. Em caso de inadimplência dos mutuários dos contratos habitacionais, os CRIs Júnior são afetados primeiramente.

Um exemplo apresentado por HESS e SMITH (1988) apud VEDROSSI (2002) revela que a própria empresa originadora pode reter uma determinada emissão subordinada, onde ela mesma é a investidora, com o objetivo de criação de um fundo de reserva como garantia adicional da operação. Essa emissão pode ser chamada de emissão residual.

A Figura 14 (abaixo) pode ilustrar o fluxo de recurso mensal, dentro de uma estrutura típica de subordinação chamada de emissão residual.

**Figura 14 - Típica Estrutura de Subordinação: Fluxo Mensal de Recursos**



Fonte: Adaptação de KOTHARI (1999) apud VEDROSSI, (2002).

## 2. A SECURITIZAÇÃO DO BRASIL

Veremos, neste capítulo, os principais aspectos da securitização de recebíveis, como a definição, os fundamentos e as principais características. Abordaremos também o potencial do mercado secundário e os riscos inerentes à operação, para melhor desenvolvimento do mercado financeiro de longo prazo, buscando a aplicação deste mecanismo no mercado imobiliário brasileiro.

### 2.1 A Securitização de Recebíveis: Definição, Conceito e a História

O termo securitização, de acordo com LIMA JUNIOR (1998) apud VEDROSSI (2002), provém do inglês *securitization*, que, por sua vez, vem da palavra *securities*, definida por CHALHUB (1998) apud VEDROSSI (2002), da seguinte forma: do latim *securus*, o vocábulo foi absorvido pela língua inglesa, na qual, além da própria significação de garantia, incorporou a acepção mais ampla de valor mobiliário e vem sendo assimilado de maneira generalizada em todo o mundo, chamando-se de *titulización* na versão espanhola, *bursatilización* no México, *titrisation* na França, *securitización* no Chile e na Argentina. Conforme a Lei 9.514/97, seguindo essa tendência, adotou o neologismo securitização, que tem o significado de títulos mobiliários.

Segundo DOWNES e GOODMAN (1991) apud VEDROSSI (2002), a securitização é um processo de distribuição de riscos através do vínculo de instrumentos de dívida junto a um grupo de ativos e a consequente emissão de títulos lastreados neste grupo.

Para BREALEY e MYERS (2003. p. 273) apud LUXO (2007), ao invés de fazer empréstimos bancários, as empresas acumulam um grupo de ativos e depois vendem os fluxos de caixa desses ativos. Uma sociedade compra esses ativos e realiza a emissão de títulos. Esses títulos são conhecidos como ativos securitizados ou *asset backed securities*.

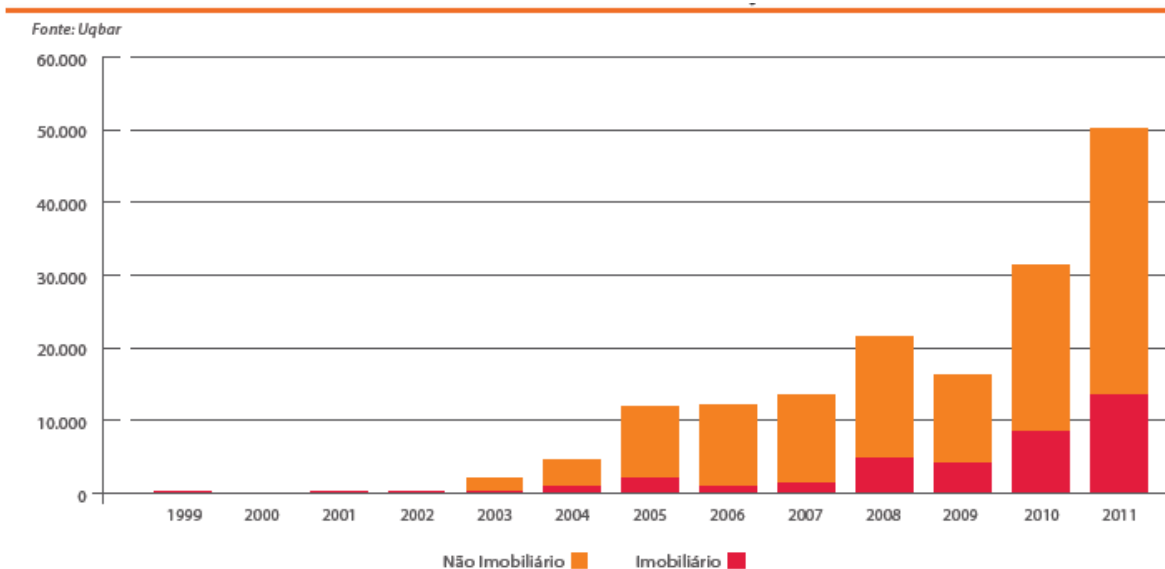
Segundo HENDERSON e SCOTT (1998) apud VEDROSSI (2002), a securitização de hipotecas nos Estados Unidos surgiu com a intervenção governamental, através da criação de um mercado secundário líquido para negociação das hipotecas propriamente ditas e, em seguida, para títulos lastreados em hipotecas, os *mortgage-backed securities* (MBS). CARNEIRO e GOLDFAJN (2000, p. 35) apud FARIA (2011) afirma que "O governo

americano tem influenciado decisivamente o comportamento dos diversos setores participantes do mercado imobiliário através da criação de agências governamentais ou do patrocínio de algumas entidades”.

KOTHARI (1999) apud VEDROSSI (2002) cita que a securitização, em seu mais amplo conceito, tem o sentido da conversão de ativos de pouca liquidez em títulos mobiliários de grande liquidez, passíveis de serem absorvidos pelo mercado investidor. Esses títulos possuem como lastro os ativos que foram securitizados, tendo suas receitas baseadas no fluxo de caixa proveniente, seja de juros sobre empréstimos, seja de outros recebíveis.

Para a UQBAR (2012), a securitização imobiliária vem ganhando importância como um canal alternativo em um ambiente macroeconômico e setorial de demanda ascendente por este tipo de crédito e de tendência de exaustão do ritmo de crescimento das fontes tradicionais do mesmo. Em 2011, os números referentes aos títulos de securitização imobiliária comprovam um momento de forte crescimento neste segmento, conforme apresenta a Figura 15, do gráfico abaixo:

**Figura 15 - Histórico do Montante de Emissões de Securitização (em R\$ milhões).**



Fonte: UQBAR

A identificação da securitização das economias desenvolvidas pode ser constatada através da relação crédito imobiliário/PIB dos ativos securitizados em circulação no mercado do PIB de cada país.

Segundo BARBOUR, NORTON e SLOVER (1997) apud VEDROSSI (2002) a securitização amplia as possibilidades de captação de recursos e acesso ao financiamento aos originadores desses créditos, através de um meio alternativo e eficiente, dando acesso direto ao mercado de capitais, reduzindo os custos e riscos da captação. Além disso, a possibilidade de desassociar a qualidade dos créditos da qualidade do originador faz com que os próprios custos de captação sejam menores, consequência do alargamento da base de investidores.

HENDERSON e SCOTT (1988) apud VEDROSSI (2002) reforça esta ideia, citando que são várias as vantagens que uma operação de securitização traz aos originadores e, dentre elas, a mais importante é a possibilidade de captação de recursos a custos mais baixos do que essas empresas teriam se captassem recursos via meios tradicionais de empréstimo. Segundo BARBOUR, NORTON e SLOVER (1997) apud VEDROSSI (2002), o objetivo da securitização de recebíveis é a identificação do fluxo de caixa futuro esperado desses recebíveis, sua consolidação em pacotes, a separação destes de seu originador e sua fragmentação em títulos de investimento a serem oferecidos aos investidores.

O principal título do mercado de securitização imobiliária é o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), emitido pelas Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários, e fazem parte deste segmento as cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), que investem em carteiras de créditos imobiliários, e a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI), que tem como principal lastro as operações de securitização imobiliária realizadas no mercado brasileiro.

A vantagem apresentada por HENDERSON e SCOTT (1988) apud VEDROSSI (2002) exemplifica que a securitização é um processo onde um determinado ativo é retirado do balanço de uma empresa originadora, através da venda aos investidores de títulos negociáveis representativos deste mesmo ativo, sem o direito de regresso (ou com direito de regresso limitado) contra o originador.

Assim, a securitização é criada para estruturar a captação de recursos associados, que dão a origem dos títulos securitizáveis vinculados às receitas desses ativos e ligados à qualidade, não diretamente relacionados ao emissor dos recursos. O principal objetivo das operações de securitização é a criação de títulos representativos de um determinado ativo que possam ser absorvidos pelo mercado de capitais.

## **2.2 Estruturas da Securitização**

LUXO (2007) apresenta que o Modelo de Estruturas de Securitização de Ativos no Brasil, o marco das operações *off-balance* (A Securitização dos Ativos), foi a constituição das sociedades de propósito específico, chamadas de SPE. Assim, a primeira operação de securitização conhecida foi realizada em 1994, por meio da emissão das debêntures da empresa *Mesbla Trust*, uma sociedade de propósito específico, realizando operação de securitização da *Mesbla* (Loja de Departamentos).

De acordo com CHINEN (2002, p. 32) apud LUXO (2007), "nos países de Direito Romano, como é o caso do Brasil, não existe a figura do *trust*, que é adotado nos países norteamericanos, e demais países do direito Anglo-Saxão." Porém, para que a securitização possa ser viabilizada, foi necessária a criação de instituições semelhantes como, por exemplo, a *Mappin Trust*, *Bahia Trust*, entre outras SPE. A estrutura de securitização de ativos foi testada em seu limite, em função do caso da *Mesbla Trust*, pois a *Mesbla Loja de Departamentos* (originadora dos recebíveis) entrou em concordata preventiva e, apesar disso, não provocou nenhum tipo de prejuízo financeiro aos investidores dos títulos emitidos pela *Mesbla Trust*, demonstrando que esse tipo de estrutura é eficaz na segregação e mitigação dos riscos entre a empresa originadora e a SPE.

Para entender a negociação de securitização no Brasil, MENDES (2010) retrata que os créditos securitizados dos clientes que adquirem imóveis junto às instituições financeiras do SFH e SFI em Bancos, incorporadores, e outros, quando estas operações são realizadas entre os clientes (tomadores do financiamento) e os agentes do SFI (credores que originaram os empréstimos), geram estes direitos de créditos imobiliários no âmbito do SFI. Sendo o fluxo financeiro associado a uma securitizadora que é contratada por uma empresa que faz o

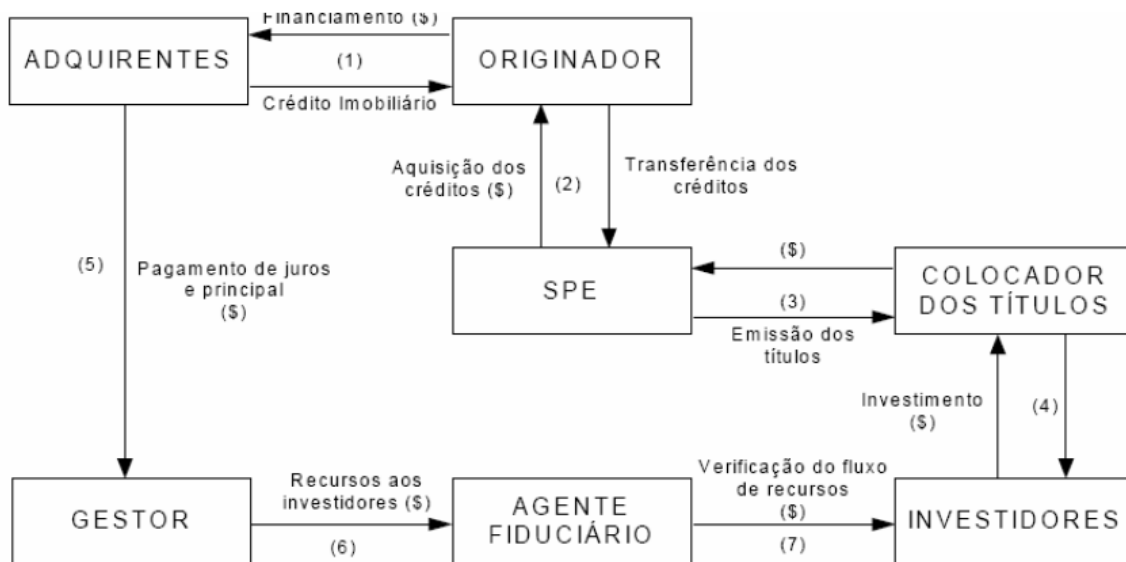


trabalho de recolher o principal (amortização do saldo devedor) e os juros de pagamentos dos clientes tomadores, administra suas contas bloqueadas, se responsabiliza pelo recebimento dos direitos de crédito e pelo repasse dos recursos à securitizadora e realiza o *funding* dos direitos de crédito, a securitizadora deve registrar na CVM uma emissão de um CRI.

MENDES (2010) explica que, no caso, a emissão seja dentro do regime fiduciário, fazendo-se necessária a contratação de um agente fiduciário para supervisionar a operação. É necessária também a contratação de uma agência de classificação de risco para emitir o *rating* e, após o registro da emissão, a securitizadora emite os CRI, dispondo-os no mercado de capitais para os investidores e captando os recursos dos investidores para a securitizadora, que os utilizará para pagar pelos direitos de crédito.

Através da Figura 16 (abaixo), verificaremos o fluxo da negociação dos CRI, após serem registrados num mercado de balcão, para serem negociados no mercado secundário. MENDEZ (2010) detalha que, no decorrer da operação, o fluxo dos recebíveis de crédito é pago diretamente à securitizadora, utilizando os recursos para remunerar os investidores de acordo com o estabelecido no termo de securitização.

**Figura 16 - Fluxograma de Negociação de Securitização no Brasil**



**FONTE: MORAES (2002) apud MENDES (2010)**

MORAES (2002) apud MENDES (2010) faz um detalhamento do fluxograma da Negociação de Securitização no Brasil:

- 1) Adquirente do Crédito Imobiliário: Mutuários dos financiamentos imobiliários;
- 2) Originador: A entidade que concede o financiamento imobiliário aos mutuários, com as instituições de crédito: bancos comerciais, bancos múltiplos e Caixas Econômicas, Construtoras e Incorporadoras, que tenham o direito sobre o fluxo de caixa a ser gerado pelos empréstimos;
- 3) Securitizadora: As Companhias securitizadoras de créditos imobiliários são entidades emissoras constituídas sob a forma de sociedade por ações de capital aberto, não financeira, que têm por finalidade atuar no mercado de securitização de créditos imobiliários. A atuação das companhias securitizadoras se dá através da aquisição de créditos imobiliários, financiados pela emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários lastreados nestes créditos;
- 4) Agência de *Rating* - possui a responsabilidade de atribuir nota aos títulos de securitizados, após análise dos riscos intrínsecos ao portfólio;
- 5) Trustee (Agente Fiduciário): responsável, segundo a Lei n. 9.514/97, pela proteção dos direitos e interesses dos investidores, acompanhando a performance dos títulos securitizados;
- 6) Gestor dos Recebíveis: Empresa responsável pela verificação dos critérios de enquadramento dos recebíveis, pela administração geral dos créditos e suas garantias, além de distribuir os valores provenientes do fluxo da securitização aos investidores;
- 7) Investidores: Compradores dos títulos emitidos pelas securitizadoras.

### 2.2.1 Sociedades de Propósito Específico (SPE)

A Sociedade de Propósito Específico (SPE), conhecida internacionalmente como *Special Purpose Company* (SPC) ou *Special Purpose Vehicle* (SPV), tem grande importância na estrutura de securitização, pois é por esse mecanismo que é viabilizada a segregação dos riscos dos recebíveis da companhia originadora.

A SPE é conhecida como *Trust*. De acordo com a terminologia em inglês, *Trust* significa uma sociedade de propósito específico, uma empresa especialmente constituída para comprar o fluxo de recebíveis, utilizando o lastro (recebíveis) para a emissão de títulos e valores mobiliários. A SPE tem duas funções no âmbito de uma securitização de recebíveis: comprar os recebíveis da companhia originadora e, simultaneamente, fazer a emissão das debêntures para os investidores. Essa operação se assemelha ao *trust*, assim entendido por SALOMÃO NETO (1996. p. 20) apud LUXO (2010):

Implica o trust a transferência de propriedade ou titularidade sobre um bem corpóreo, móvel ou imóvel, ou incorpóreo, como os direitos, a um terceiro denominado trustee, a quem incumbe exercer os direitos adquiridos em benefício de pessoas designadas expressamente no instrumento criador do trust, ou indicadas pela lei ou jurisprudência na falta de tal instrumento, chamadas de beneficiários. Alternativamente, podem se constituir trust em benefício de pessoas determinadas, mas, com vistas à perseguição de determinados objetivos.

Assim, a base da legislação brasileira que regulamentou a criação da SPE está na forma de Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários (CSCIs) e Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros (CSCFs). Um dos princípios da criação da SPE é oferecer segurança às empresas do setor, aos mutuários. Atualmente, grande parte das empresas passou a exigir a criação da SPE, após o Caso Encol, que é outro marco na história do setor imobiliário:

Fundada em 1961, a Encol chegou a ser uma das maiores construtoras brasileiras, mas veio à falência em 1999, após a constatação de diversas irregularidades administrativas e financeiras. Na época, a construtora deixou mais de 700 edifícios inacabados, o que foi considerada a maior tragédia da

história do setor imobiliário brasileiro. Após a falência da empresa, os proprietários lesados se organizaram em comissões, que entraram na Justiça para requerer o direito à obra e, assim, firmar acordos com construtoras para concluir os empreendimentos. A quebra da Encol estimulou a criação de mecanismos de defesa do consumidor mais rígidos e acelerou a criação da Lei de Patrimônio de Afetação. Fonte: Jornal *O Estado de São Paulo*, Caderno de Economia, 02/05/2011.

Em detrimento do caso Encol e por exigência das instituições financeiras, de acordo com o trabalho apresentado por um grupo de alunos de pós-graduação da FGV, *Análise do Mercado de Incorporação Imobiliária* (2011):

Ao constituir uma SPE a empresa tem a possibilidade de se associar aos investidores naquele empreendimento específico e terá atividade individualizada, assim, além de o investidor e mutuário ficarem mais “protegidos”, o resultado e a tributação são individualizados, pois as operações não se misturam com as demais. Com a finalidade de minimizar riscos, o governo criou através da Medida Provisória 2221/2001 o Patrimônio da Afetação e com a finalidade de estimular a sua adoção, instituiu através da Lei 10.931/2004 o RET (Regime Especial de Tributação), que foi alterado pela Lei 12.024 de 2009.

O Patrimônio da Afetação é semelhante à SPE, conforme o trabalho apresentado pela FGV, *Análise do Mercado de Incorporação Imobiliária* (2011):

A sua adoção é mais rígida. Ao adotá-lo o incorporador assume de forma irrevogável que este será mantido por toda execução do empreendimento. As operações de um empreendimento afetado não se misturam com os demais empreendimentos do incorporador, seus recursos não servem de garantia aos demais empreendimentos do incorporador, mas o contrário pode acontecer, o incorporador tem seu patrimônio comprometido para garantir as operações do patrimônio afetado.

## 2.2.2 Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI)

O mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) vem se apresentando com uma grande vantagem e incrementalmente se consolidando como uma alternativa relevante de fonte de financiamento e opção de investimento vinculado ao setor imobiliário. UQBAR (2012) apresenta uma tendência de alta taxa de expansão em 2011. Depois de ter crescido mais de 100,0% em 2010, o montante consolidado emitido destes títulos aumentou mais de 59,8% em 2011. No último ano, foram emitidos R\$ 13,58 bilhões em CRI.

De acordo com a Seção IV, parágrafo único, o CRI é de emissão exclusiva das companhias securitizadoras. Conforme o Art. 7º, o CRI terá as seguintes características:

- I - nome da companhia emitente;
  - II - número de ordem, local e data de emissão;
  - III - denominação "Certificado de Recebíveis Imobiliários";
  - IV - forma escritural;
  - V - nome do titular;
  - VI - valor nominal;
  - VII - data de pagamento ou, se emitido para pagamento parcelado, discriminação dos valores e das datas de pagamento das diversas parcelas;
  - VIII - taxa de juros, fixa ou flutuante, e datas de sua exigibilidade, admitida a capitalização;
  - IX - cláusula de reajuste, observada a legislação pertinente;
  - X - lugar de pagamento;
  - XI - identificação do Termo de Securitização de Créditos que lhe tenha dado origem;
- § 1º O registro e a negociação do CRI far-se-ão por meio de sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados;
- § 2º O CRI poderá ter, conforme dispuser o Termo de Securitização de Créditos, garantia flutuante, que lhe assegurará privilégio geral sobre o ativo da companhia securitizadora, mas não impedirá a negociação dos bens que compõem esse ativo.

FARIA (2011) informa que a CEF, em janeiro de 2011, quando realizou a primeira cessão de 4.324 mil contratos de créditos imobiliários, reservou cerca de 80% dos CRIs

Sênior para "Oferta de Varejo", ou seja, para pequenos e médios investidores. Assim, cada investidor de varejo poderá adquirir um montante mínimo de R\$ 10.000.00 e um montante máximo de R\$ 1.000.000.00. São considerados Investidores de Varejo as pessoas físicas, pessoas jurídicas e clubes de investimento registrados na BM&FBOVESPA, que não estejam compreendidos na definição de Investidores Institucionais.

Segundo FARIA (2011), o Investidor de Varejo, para adquirir um montante superior a um milhão de reais, será considerado Investidor Institucional. O CRIs Sênior foi objeto de oferta pública de distribuição primária, realizada exclusivamente no mercado brasileiro, sob a coordenação da CEF, com prazo de amortização previsto de 94 meses, com vencimento final previsto para 10 de novembro de 2018, sendo que a previsão de pagamento de juros e principal será mensal, a partir de 10 de março de 2011.

#### **2.2.2.1 Termos e Condições (CRI)**

A UQBAR descreve que se trata de um título de crédito nominativo, de livre negociação e, observadas as regras de distribuição e negociação de valores mobiliários, conforme o caso, lastreado em créditos imobiliários, que constitui promessa de pagamento em dinheiro e somente pode ser emitido por companhias securitizadoras de créditos imobiliários. A Tabela 3 (a seguir) demonstra todos os termos e condições:

**Tabela 3 - Termos e Condições (CRI)**

<b>Lastro</b>	Créditos imobiliários. Nas ofertas públicas de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), realizadas nos termos da Instrução CVM no 400 e da Instrução CVM no 414, os créditos imobiliários que lastreiam a emissão deverão obedecer ao limite máximo de 20,0% por devedor ou coobrigado. No entanto, esse percentual poderá ser excedido, quando o devedor ou coobrigado: (i) tenha registro de companhia aberta; (ii) seja instituição financeira ou equiparada; ou (iii) seja sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI, auditadas por auditor independente registrado na CVM, hipótese em que tais demonstrações financeiras devem ser arquivadas na CVM periodicamente.
---------------	---

<b>Garantia</b>	Poderá ter garantia flutuante, que lhe assegurará privilegio geral sobre o ativo do Emissor, mas não impedirá a negociação dos bens que compõem esse ativo. Poderá ainda contar com instituição do Regime Fiduciário sobre os créditos imobiliários. Adicionalmente, os CRI contarão com as garantias constituídas em relação aos créditos imobiliários que lhes servem de lastro, bem como com as eventuais garantias, reais ou pessoais, vinculadas diretamente à emissão.
<b>Regime Fiduciário</b>	Regime Fiduciário. Instituto que permite que os créditos imobiliários de uma operação de CRI sejam destinados exclusivamente ao pagamento dos CRI aos quais estão vinculados e às despesas e obrigações fiscais oriundas deste processo, mantendo-se apartados do patrimônio comum do Emissor até que se complete o resgate de todos os referidos CRI. Tais créditos não são passíveis de constituição de garantias ou de execução por quaisquer dos credores da emitente do CRI, por mais privilegiados que sejam, exceto em relação a determinados créditos de natureza fiscal, previdenciária e trabalhista.
<b>Forma e Registro</b>	Escritural, devendo ser registrado em sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados.
<b>Classe</b>	É admitida a emissão de CRI de classe sênior, que possui preferência para efeitos de amortização e resgate, e CRI de classes subordinadas, que se subordinam aos CRI de classe sênior para efeito de amortização e resgate.
<b>Taxa de Juros</b>	Fixa ou flutuante.
<b>Atualização Monetária</b>	Índice de preços com série regularmente calculada e de conhecimento público. A atualização de valor é permitida desde que os títulos tenham prazo e periodicidade de reajuste mínimo de um ano. Os CRI não podem ser indexados a moedas estrangeiras.
<b>Pagamento</b>	Principal - Normalmente através de amortizações periódicas mensais ou anuais, não existindo exigência de intervalo mínimo entre os pagamentos periódicos. Outras periodicidades são permitidas, inclusive pagamento de uma única vez no vencimento. Juros – Normalmente através de parcelas periódicas mensais, não existindo exigência de intervalo mínimo entre os pagamentos periódicos. Outras periodicidades são permitidas, inclusive pagamento de uma única vez no vencimento.
<b>Negociação</b>	Diretamente entre as partes para ofertas públicas com montante de captação não superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais). Através de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários para montante de captação superior a esse valor. Nas ofertas públicas realizadas com esforços restritos

	de colocação (Instrução CVM no 476) é obrigatória a contratação de uma instituição intermediária.
<b>Transferência</b>	Por meio de sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados autorizados pelo Banco Central do Brasil.
<b>Liquidação</b>	Financeira CETIP e BM&FBOVESPA.
<b>Ambiente de Negociação</b>	CETIP 21, SomaFix e BovespaFix.

**Fonte: UQBAR adaptado pelo autor.**

#### **2.2.2.2 Letras de Crédito Imobiliário (LCI)**

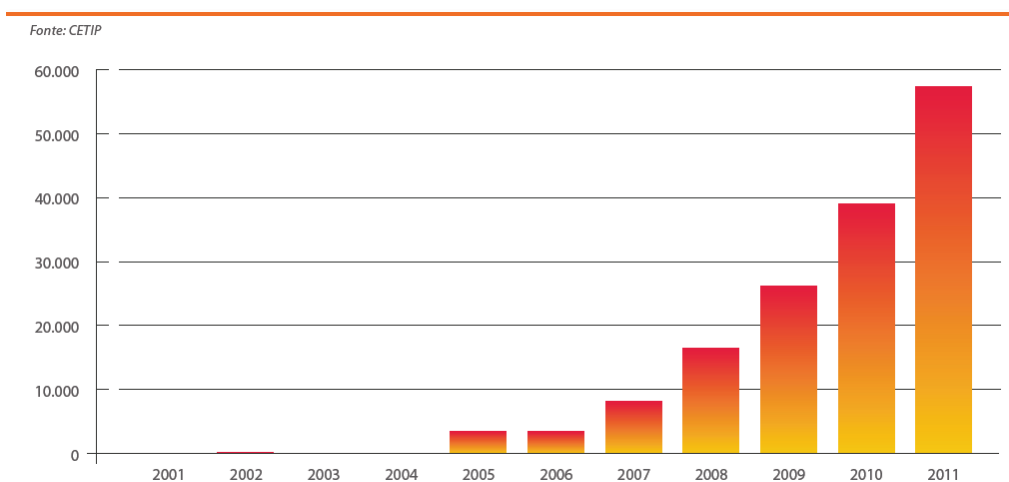
As letras de crédito imobiliário (LCI) derivam de certificados de recebíveis, sendo o principal título de crédito emitido por bancos e instituições financeiras, através do qual são captados recursos vinculados ao financiamento imobiliário.

O banco SOFISA (2012) retrata que as LCI são uma espécie de CDB imobiliário, papéis de renda fixa emitidos por bancos e baseados em créditos imobiliários. O investimento funciona como um CDB, uma Letra de Crédito Imobiliário que pode ter sua rentabilidade prefixada ou indexada ao CDI, e com isenção do Imposto de Renda para pessoas físicas. A LCI também é a garantia até o limite de R\$ 70 mil, através do Fundo Garantidor de Crédito (FGC), órgão que garante a Poupança e o CDB.



O mercado de LCI vem crescendo ininterruptamente desde 2006. O relatório anual da UQBAR (2012) mostra que tem duplicado neste período. Em 2011, a taxa de crescimento anual aumentou em relação à do ano anterior, alcançando cerca de 50,00%, dependendo do tipo de dado utilizado. Informa também que este último ano foram R\$ 57,23 bilhões depositados na CETIP.

**Figura 17 - Depósitos de LCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)**



**Fonte: UQBAR**

Para VEDROSSI (2002), a remuneração do CRIS está ligada diretamente ao nível de juros de originação de um crédito imobiliário, e uma das formas de incentivo às CRIS é no âmbito tributário, para o equilíbrio econômico entre as taxas de originação dos créditos e de remuneração aos investidores.

Um dos incentivos já utilizados na LCI é a isenção do imposto de renda sobre a remuneração, que amplia o mercado investidor para aplicações financeiras menores consideradas de varejo. A adoção da medida de isenção viabiliza e incentiva o desenvolvimento do mecanismo da securitização de recebíveis imobiliários no Brasil, através da ampliação do mercado investidor.

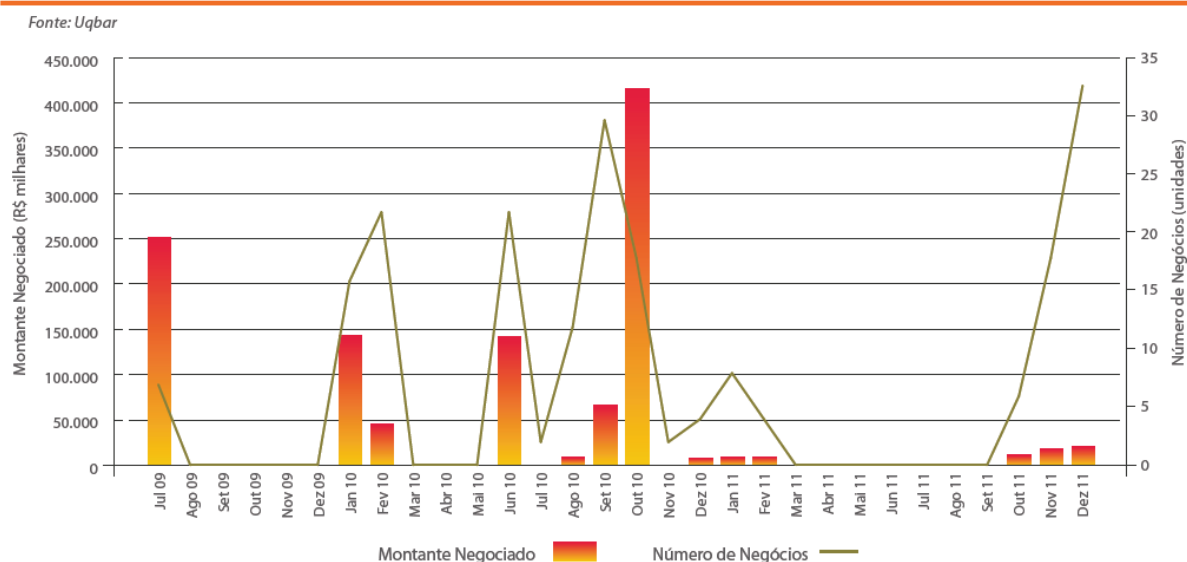
Entretanto, a UQBAR (2012) destaca que este título continua sendo essencialmente de curto prazo. Está descasado em relação a prazo, e em boa parte a indexador, do respectivo lastro, o qual obrigatoriamente é composto por créditos imobiliários, que são a razão de ser

deste título que tem como característica créditos imobiliários, prazos mais longos e são mais diversificados em relação à existência de atualização monetária e ao tipo de taxa de juros. Assim, faz com que montantes anuais de depósito sejam mais altos do que os montantes de estoque no fechamento do ano. Conseqüentemente, o tipo de indexação preponderante tem sido pós-fixada, atrelada à taxa de Depósito Interbancário (DI) para os investidores.

### 2.2.3 Mercado Secundário e Investidores.

A UQBAR (2012) mostra a evolução do mercado secundário brasileiro em cotas de Fundos de Investimento Imobiliários (FII) e vem demonstrando a importância crescente deste veículo. E o interesse ascendente dos investidores pessoas físicas por este título de investimento vinculado ao setor imobiliário, que tem proporcionado uma liquidez maior e cresce quase que mensalmente de patamar. A UQBAR apresenta a figura 18 (abaixo), mostrando a evolução histórica das negociações registradas na CETIP.

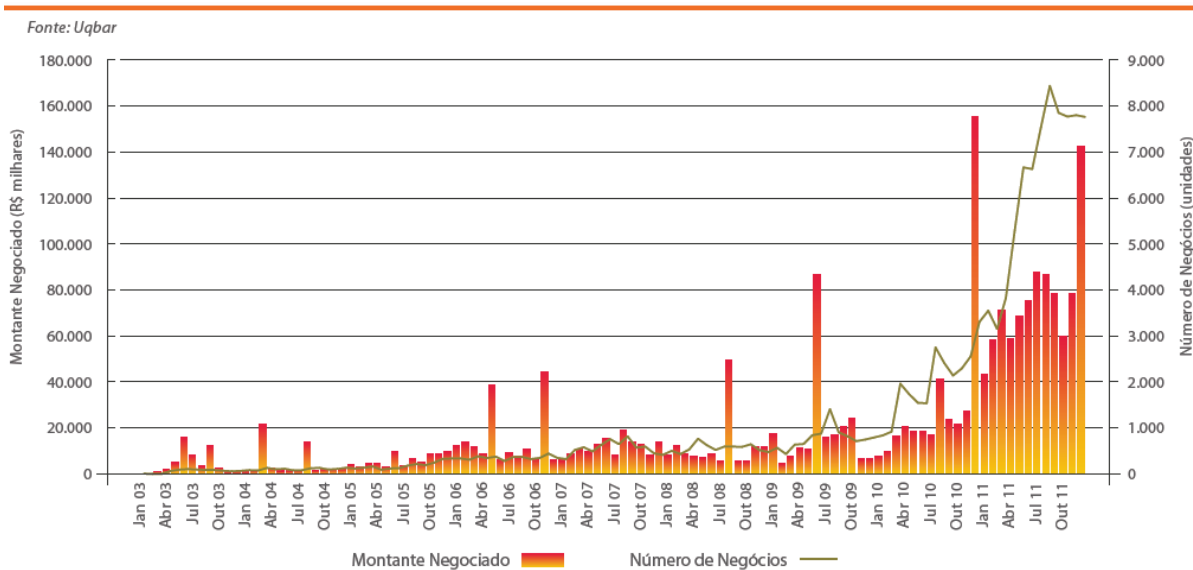
**Figura 18 - Histórico dos Negócios Registrados na CETIP**



Fonte: UQBAR

A UQBAR (2012) demonstra que os montantes e número de negócios no mercado secundário de bolsa e balcão na BM&FBOVESPA intensificou sua taxa de crescimento a partir do segundo trimestre de 2010, progredindo até fechar o último trimestre de 2011, com montante mensal médio de R\$ 93,5 milhões e número de negócios mensal médio próximo a 8 mil.

**Figura 19 - Histórico dos Negócios Realizados na BM&FBOVESPA.**



**Fonte: UQBAR**

Para VEDROSSI (2002), o mercado primário é aquele em que o crédito imobiliário é originado, tendo como credor as instituições financeiras. Assim, o mercado imobiliário tem a necessidade de atrair recursos provenientes do mercado de capitais, para uma alternativa real que visa suprir ambas as necessidades.

Para o equacionamento de fundos, é necessário o mercado primário e a criação de instrumentos para que o mercado secundário encontre agentes dispostos a investimentos de longo prazo, para o mercado produtor/consumidor.

Através da formatação de operações estruturadas que possam compatibilizar a necessidade financeira do setor produtivo dos bens imobiliários com os padrões de alocação de capitais para compradores de debêntures. Estas são emitidas através da Sociedade de

Propósito Específico (SPE) e classificadas em Fundos de Pensão (Públicos e Privados), Fundos de Investimento (*Asset Management*), Seguradoras, Instituições Financeiras (Bancos e *Private Bank*) e Empresas com caixa disponível, superavitárias para aplicações.

Segundo MENDES (2010), para atrair recursos dos fundos de pensão e investimentos, os empréstimos têm de passar pelo processo de padronização e conformidade dos contratos para serem securitizados, para conversão em título com liquidez no mercado. Ou seja, uma dívida de 35 anos vira um papel negociável com um preço.

É como se esse título fosse um "pacote de cheques pré-datados" de vários titulares, com valores e riscos de crédito diferentes para serem descontados, porém, sistematicamente, securitização é um mecanismo mais avançado, e que varia de acordo com o nível de classificação de risco *rating* deste pacote de títulos lastreados, que é dado por empresas independentes e especializadas para classificação de riscos. Assim, a remuneração oferecida por um título deve ser compatível com as expectativas do investidor que vai assumir o fluxo de recebíveis considerando o nível de risco e liquidez.

Conforme cita SANDO (1996) apud VEDROSSI (2002), os mercados secundários são dirigidos pelas necessidades e pelo nível de confiança dos investidores. A existência de pareceres independentes em relação à classificação de risco de títulos e papéis permite que se possa aumentar a eficiência do mercado de capitais, fazendo com que investidores não tão especializados em determinado mercado possam nele investir, baseados na opinião de especialistas.

De acordo com FARIA (2011), para compreender os fundamentos que levaram ao sucesso do mercado secundário de hipotecas dos Estados Unidos, é necessário retomar ao surgimento da hipoteca tradicional, *level- payment fixed-rate mortgage*, que foi desenvolvida pelo *Federal Housing Administration* (FHA), sendo este criado em 1934, por meio do *National Housing Act*. O FHA também implantou seguro para cobertura de *default* (inadimplência) do tomador de financiamento imobiliário e, com isso, reduziu o risco de crédito dos investidores. Mas a obtenção do êxito do modelo de hipoteca lançado pelo FHA só foi possível após a padronização das hipotecas, que fortaleceu o mercado secundário. (CARNEIRO; GOLDFAJN, 2000 apud FARIA, 2011).

Segundo os autores acima citados, o fundamento do desenvolvimento americano foi através da criação das três agências:

i) *Federal National Mortgage Association* (FNMA) conhecida como Fannie Mae. Criada em 1938 com a missão de resolver os problemas de financiamento após grande depressão. Inicialmente, a FNMA era autorizada a adquirir empréstimos concedidos pela FHA. Em 1968, a FNMA foi reestruturada pelo Congresso, que a dividiu em duas agências: uma delas continuou com o mesmo nome (FNMA) e outra foi criada, a GNMA (*Government National Mortgage Association*). A nova FNMA surgiu como uma empresa privada e recebeu do congresso o privilégio de fomentar o mercado secundário de hipotecas convencionais, ou seja, empréstimos não concedidos pela FHA ou que sejam garantidas pela VA (Veterans Administration). As ações da FNMA são regularmente negociadas nas bolsas de Chicago, *Nova York* e do Pacífico.

ii) *Government National Mortgage Association* (GNMA) conhecida como *Ginnie Mae*, é uma agência do U.S. *Department of Housing and Urban Development* (HUD), responsável pela alocação de recursos para mercado imobiliário e por gerar liquidez, ao mercado secundário. Esta agência também exerce a função de garantidor das obrigações lastreadas em hipotecas securitizadas.

iii) *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FHLMC) conhecida como *Freddie Mac*. Criada em 1970, é responsável por garantir a liquidez às hipotecas seguradas pela FHA e VA. A *Freddie Mac* começou como uma agência governamental, ligada ao *Federal Home Loan Banks*, supervisionada pelo governo, e era garantida pelas instituições de poupança federais. Em 1989, a FHLMC foi privatizada através do *Financial Institutions Reform*.

LUXO (2007) destaca que, nesse sentido, o governo dos EUA, por meio da criação de agências governamentais ou entidades de economia mista, influenciou efetivamente o comportamento dos três grupos citados, por meio da implantação de mecanismos de apoio:

- Fornecendo seguro ou garantia para os créditos imobiliários contra riscos de inadimplência.

- Desenvolvendo produtos financeiros atrativos tanto aos tomadores de recursos (adquirentes) quanto aos investidores.
- Criando padrões de originação de créditos imobiliários, incluindo contratos, documentação e prazos.
- Proporcionando liquidez ao mercado secundário, por meio da compra de créditos imobiliários e subsidiando construções de moradias específicas à classe de baixa renda.

#### **2.2.4 Rating e Metodologia**

KOTHARI (1999) apud VEDROSSI (2002) considera a classificação de risco dos títulos provenientes de operações de securitização como indispensável nesse processo. GANGWANI (1998) apud VEDROSSI (2002) afirma que as empresas de classificação de risco possuem, inclusive, o papel de auxílio na estruturação de uma securitização, principalmente na definição dos níveis de garantia, tanto internos, como externos. Faz-se, dessa forma, relevante dentro deste trabalho a apresentação deste conceito e suas variáveis determinantes.

Segundo VEDROSSI (2002), as empresas de classificação de risco têm um papel importante dentro do processo de securitização, que é basicamente transmitir conforto aos investidores para tomada de decisão. Sendo uma agência de classificação de *rating*, em sua definição é uma metodologia de classificação de risco de crédito, por meio da qual uma empresa independente é especialista em análise para empresas e operações estruturadas, fundos de investimentos, governos e entidades que ofereçam títulos publicamente, de modo a oferecer informações e maior segurança e garantia dos emissores e títulos analisados.

De acordo com SECURATO (2002, p.183) apud LUXO (2007), uma empresa independente especializada em *rating* é denominada de agência de *rating*, que é uma organização que fornece serviços de análise, operando sob os princípios de independência, objetividade, credibilidade e divulgação. A observância desses princípios é essencial, já que,

em última instância, o reconhecimento de uma agência classificadora depende exclusivamente da disposição do investidor em acreditar e aceitar seu julgamento.

LUXO (2007) apresenta, na história da indústria, que a classificação de bônus originou-se nos EUA, em 1900, por John Moody, o primeiro a publicar uma classificação de *rating* de crédito, quando fundou a *Moody's Investors Service* e analisou o risco de crédito de mais de 250 ferrovias americanas da época. A *Standard & Poor's* foi fundada em 1860, com a finalidade de publicar informações financeiras e prestar serviços de pesquisa.

LUXO (2007) cita que a primeira operação de Securitização realizada no Brasil foi em 1994, pela *SR Rating*, por meio da classificação de risco das debêntures da *Mesbla Trust*, uma SPE. Essa operação se tornou um estudo de caso na história do *rating* brasileiro, no período de estabilidade monetária trazida pelo Plano Real, que foi um dos fatores que viabilizaram os serviços de classificação de riscos e, coincidentemente, com o fim de um longo período inflacionário, primordial para a análise de riscos, onde há previsibilidade.

E na expansão de classificação de risco de crédito no Brasil, outras três grandes agências internacionais também se instalaram no país: a *Moody's Investors Service*, *Standard & Poor's* e *Fitch Investors Service*. Ainda LUXO (2007) destaca que as notações da classificação diferem em forma de letras e/ou números. A forma de definir essas notas demanda um tratamento estatístico, para identificar quais variáveis deveriam ser utilizadas, bem como para estabelecer os níveis de peso ou pontuação mais adequados para cada empresa analisada.

Abaixo, detalhe sobre os níveis das classificações de rating por estas empresas.

**Figura 20 - Classificação *Moody's Investors Service*, *Standard & Poor's* e *Fitch Investors Service***

Explicação sobre Rating	Serviço de Rating		
	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
Segurança Máxima	AAA	Aaa	AAA
Alta Segurança	AA+	Aa1	AA+
	AA	Aa2	AA
	AA-	Aa3	AA-
Segurança Média Alta	A+	A1	A+
	A	A2	A
	A-	A3	A-
Segurança Média Baixa	BBB+	Baa1	BBB+
	BBB	Baa2	BBB
	BBB-	Baa3	BBB-
<b>Investment Grade</b>			
Especulativo	BB+	Ba1	BB+
	BB	Ba2	BB
	BB-	Ba3	BB-
Altamente Especulativo	B+	B1	B+
	B	B2	B
	B-	B3	B-
Risco de Insolvência	CCC	Caa	CCC
Risco Substancial	CC	Ca	CC
Probabilidade de Insolvência	C	C	C
Alto risco de Insolvência	DDD		DDD
	DD		DD
	D		D

**Fonte: *Moody's*, *Standard & Poor's* e *Fitch* apud LUXO, (2007)**



Segundo SECURATO (2002, p. 184) apud LUXO (2007), a classificação de risco é uma opinião sobre a capacidade futura, a responsabilidade jurídica e vontade do tomador do empréstimo de efetuar, dentro do prazo acordado, o pagamento de juros e principal das obrigações por ele assumidas. Essa classificação avalia a probabilidade de *default* (inadimplência) do tomador do empréstimo, com base no histórico de inadimplência (armazenado pelas agências de rating) das empresas e no seu perfil de classificação, conforme demonstra a figura abaixo.

**Figura 21: Características da Classificação de Títulos**

AAA	<i>Rating</i> mais alto possível. A capacidade de pagamento de juros e principal é muito forte.
AA	<i>Rating</i> com capacidade muito forte de pagamento. Esse grupo compreende a classe de obrigações de elevada qualidade.
A	Dívidas com esse <i>rating</i> possuem capacidade forte de pagamento de juros e principal. Entretanto, são pouco mais suscetíveis às mudanças adversas de circunstâncias e condições econômicas.
BBB	Dívidas classificadas nessa categoria são consideradas possuidoras de capacidade adequada de pagamento de juros e restituição de principal. Porém, as condições econômicas desfavoráveis ou mudanças de circunstâncias podem levar a uma redução maior dessa capacidade de pagamento em relação às categorias superiores. Essas dívidas são obrigações de qualidade média.
BB B CCC	Dívidas classificadas nessa categoria são consideradas, em geral, predominantemente especulativas.
C	Esse nível de <i>rating</i> é reservado para obrigações de renda variável cujos juros não estão sendo pagos.
D	Dívidas nessa categoria encontram-se em situação de inadimplência, e o pagamento de juros e/ou de restituição do principal encontra-se em atraso.

Fonte: ROSS ET AL. (2002, p. 466) apud LUXO (2007), adaptado pelo autor.

Em síntese, a metodologia de Rating consiste em averiguar cada processo de elaboração do *rating* de crédito, que varia conforme classificadora de riscos e a atividade de cada empresa analisada, pelo setor de atuação e localização.

### **2.3 Principais Riscos Associados à Securitização**

O conceito de classificação de risco, para STANDARD & POOR.S (1997) apud VEDROSSI (2002), o *rating*, de uma forma genérica, está baseado na capacidade de pagamento das dívidas assumidas por uma empresa e/ou operação que se encontra sob análise. Isto é, trata-se da discussão sobre o risco que um investidor que tenha comprado papéis ou títulos de determinada empresa ou operação está exposto, considerando as condições de mercado onde a mesma está inserida. O objetivo da classificação de risco é o de balizar os investidores com pareceres independentes, atualizáveis e confiáveis quanto à probabilidade de determinada empresa ou operação honrar seus compromissos relativos aos títulos emitidos.

Segundo MORAES (2008) apud FARIA (2011), a securitização das hipotecas imobiliárias possibilitou aos bancos a ocultação do volume de empréstimos de baixa qualidade, visto que estes financiamentos não apareciam diretamente no balanço contábil. Logo, não os obrigavam a um aumento de capital. E permitiu aos bancos juntar todos os créditos do *subprime*, e jogar no mercado estes contratos de péssima qualidade, transformando-os em melhor qualidade um único título negociável, transferindo o risco de crédito para os investidores.

Este fator gera preocupação sobre o início dos crescimentos das operações securitizáveis no Brasil, devido ao deficit habitacional, facilidade de crédito aos clientes bancários, baixa taxa de juros e estabilização inflacionária. Assim, aumentando a demanda, este cenário estabilizado faz com que o preço dos imóveis tenha elevada a valorização.

Isto faz com que as principais instituições de créditos comecem a recorrer à securitização de seus recebíveis atuais dos seus ativos lastreados pelas alienações dos imóveis originados pelos créditos imobiliários concedidos aos mutuários, sendo que estes créditos

inicialmente originados são de grande parte do *Funding* das Cadernetas de Poupança do SBPE. Assim, verificamos que, para continuar emprestando no Brasil, as instituições de crédito vão recorrer cada vez mais à securitização de recebíveis, colocando-se à disposição do mercado de investidores. Fato que pode gerar incertezas sobre a qualidade dos financiamentos e os riscos envolvidos que serão gerados no futuro, após a evolução deste mecanismo no mercado brasileiro.

De acordo com MEIRELLES e BENTIVEHAN (2003, p. 53) apud LUXO (2007), existem alguns aspectos jurídicos relevantes que são imprescindíveis em todas as operações de securitização, para que haja uma efetiva segregação entre o risco inerente aos ativos e o risco atinente à empresa originadora. Para LUXO (2007), é recomendável que:

- A transferência dos direitos creditórios da originadora para a SPE seja absoluta, sem que a empresa originadora retenha titularidade legal sobre tais créditos transferidos à SPE;
- SPE, assim como seus objetivos e relacionamento societário com a empresa originadora, deve ser estruturada de forma a evitar que ela seja tratada como parte dos ativos da empresa originadora, no caso de falência desta. Esse ponto é de crucial importância para as operações locais de securitização, ou seja, a efetiva segregação do risco de crédito entre a empresa originadora e a sociedade de propósito específico;
- Além da total segregação societária entre a SPE e a empresa originadora, é preciso tomar as seguintes precauções (entre outras) relativamente à SPE, visando a garantir que a SPE tenha poucas chances de se tornar insolvente ou de ser alvo de eventuais reclamações por parte de credores (em geral, tais precauções aplicam-se também aos Fundos de Recebíveis).

Um dos riscos mais evidentes na operação é o risco de Crédito, que implica numa classificação em três níveis:

- *Prime*: São os financiamentos classificados como muito bom, e têm um LTV<sup>9</sup> baixo perante o valor da garantia do imóvel. Os mutuários têm um bom histórico de pagamento e renda comprovada suficiente para pagamento das prestações.

- *Alternative-A (Alt-A)*: Estes são os mutuários classificados como os que possuem uma qualidade intermediária entre os financiamentos Prime e Subprime. Estão, portanto, enquadrados em uma categoria intermediária de crédito, por causa da finalidade do crédito, que talvez não seja para compra residencial, destinado para moradia da família, ou por não possuírem histórico de crédito (bom ou ruim), ou, ainda, pela falta de comprovação de renda dos mutuários que tomaram o financiamento.

- *Subprime*: São mutuários classificados com os piores níveis de capacidade de crédito. São aqueles que têm uma baixa renda ou não têm comprovação de capacidade de crédito para os pagamentos das prestações ou, ainda, que têm histórico de crédito com restritivos.

Com o aumento do mercado imobiliário, o crescente investimento no setor de imóveis, tornou-se bastante atrativo, fazendo com que as instituições concedessem mais empréstimos até para mutuários classificados como do Subprime. As famílias americanas vinham tomando crédito até um ponto que começaram a deixar de pagar, sendo este um dos principais fatores geradores dos problemas americanos, afetando a todos os envolvidos pela baixa qualidade de crédito dos tomadores conhecidos popularmente em inglês como *NINJA: no income* (sem renda comprovada), *no job* (sem trabalho formal) *or assets* (sem ativos para oferecer como garantias aos empréstimos tomados).

As hipotecas subprime permitem acesso para crédito aos mutuários com pouco histórico de crédito, permitindo-lhes a aquisição de imóveis próprios. Tais créditos são disponibilizados por instituições financeiras que não se preocupam com o perfil do cliente devedor (chegam a permitir empréstimos de 110% do valor da aquisição). Têm uma taxa de retorno elevada, entre 4 e 5 pontos superior à taxa prime de risco. O seu reembolso é feito, muitas vezes, de acordo com a regra 2-28: dois anos de reembolsos muito baixos, mais 28 anos sobrecarregados. Esses empréstimos tiveram um grande sucesso, pois as taxas negociadas pelo FED (*Federal Reserve*) eram baixas,

---

<sup>9</sup> LTV (em inglês, *loan to value ratio*) é o quociente do valor do empréstimo dividido pelo valor de mercado de um bem.

inferiores a 2% a.a., de 2002 a 2004. (MORAES, 2008 p. 68) apud FARIA, 2011).

A exemplificação do cenário americano, onde bancos concediam financiamentos para os clientes *subprime*, com LTV de até 110% do valor da aquisição e em vários graus de hipoteca (que possibilitava que o mesmo imóvel fosse garantia de dois até três empréstimos com o mesmo bem), ou seja, realizando operações para o mesmo imóvel para aquisição e também para o *Home Equity* (conhecido no Brasil como empréstimo com garantia do imóvel, porém aqui só é permitida uma alienação sobre o imóvel). Dentre outros fatores, cobravam taxas mais elevadas de juros em comparação com a taxa de mercado americana, que esses clientes do *subprime* se submetiam a pagar em troca do levantamento de dinheiro. Este mecanismo entrou em colapso, pois o dinheiro entrava com facilidade no mercado, fazendo com que os imóveis valorizassem a uma taxa superior à norte-americana, e novamente os mutuários tornavam a refinar suas residências com base no novo valor de avaliação do imóvel.

De acordo com MORAES (2008) apud FARIA (2011), a inadimplência dos tomadores de créditos imobiliários se elevou em 42% de 2005 para 2006, alcançando cerca de 1, 2 milhão de hipotecas. Os créditos subprime representavam em tomo de 600 bilhões de dólares em 2006, ou seja, 20% dos empréstimos imobiliários norte-americanos.

Com a crescente inadimplência, o modo de recuperação ocorre por meio da renegociação da dívida ou pela venda do imóvel. No caso das hipotecas subprime, a taxa esperada de recuperação gira em torno de 75%, perfazendo perdas esperadas na ordem de 25%. Entretanto, a queda contínua dos preços dos imóveis residenciais fez com que os bancos se tornassem impossibilitados de vender os imóveis a preços razoáveis, impactando efeitos negativos em seus balanço". (MORAES, 2008 p. 70) apud FARIA, 2011).

Segundo ATKINSON (2008) apud FARIA (2011), em 2008 o governo dos Estados Unidos assumiu o controle das empresas de hipoteca *Freddie Mac e Fannie Mae*, com o objetivo de revigorar o mercado imobiliário do país. Estas companhias eram responsáveis por quase metade das hipotecas norte-americanas e geriam cerca de 5.3 trilhões de dólares em financiamentos .

Conforme CARNEIRO e GOLDFAJN (2000) apud VEDROSSI (2002), é o risco de o devedor ficar inadimplente. Para a análise da probabilidade de atrasos ou perdas, essas empresas baseiam-se em informações estatísticas da *performance* de determinado *portfólio*:

(i) Qualidade da formatação e estrutura do crédito:

- Tipo de crédito originado: quais as características do crédito original e o tipo de relação do mutuário com o originador (o conhecimento das condições de capacidade de crédito dos clientes);
- Garantia imobiliária: como está configurada a garantia sobre o imóvel (hipoteca/alienação);
- Tipo do imóvel / ocupação: (primeira aquisição para moradia, imóvel de lazer, segunda moradia, construção, reforma, empréstimo com garantia com a finalidade de levantamento apenas de dinheiro);
- Seguros e taxas: existentes na relação original, como seguro de MIP, DFI, TSA e outros.

(ii) Diversificação do *portfólio*:

- volume individual: valores máximos de valor de dívida por crédito;
- número de créditos: quanto maior o número de créditos, maior a dispersão de riscos dentro do *portfólio*;
- dispersão geográfica: evitando a concentração em determinada região, buscando a diversificação de riscos;

(iii) Capacidade de pagamento do adquirente:

- Relação LTV: máximo LTV, qual é percentual de entrada sobre o valor do imóvel que o mutuário tem para compra.

Segundo FABOZZI e MODIGLIANI (1992) apud VEDROSSI (2002), é uma das características mais importantes de um crédito imobiliário. Quanto menor essa relação, menor o valor da dívida em relação ao bem em garantia e maior é a segurança do detentor do

crédito, já que na necessidade de recuperação do bem, devido a problemas de pagamento, maiores suas chances de que o valor auferido pela venda do bem possa cobrir e liquidar a dívida existente. Ainda MENDES (2010) cita que outro fator de importante observação é a relação tempo de financiamento, pois quanto mais recente for a carteira, maior será a LTV e o risco associado.

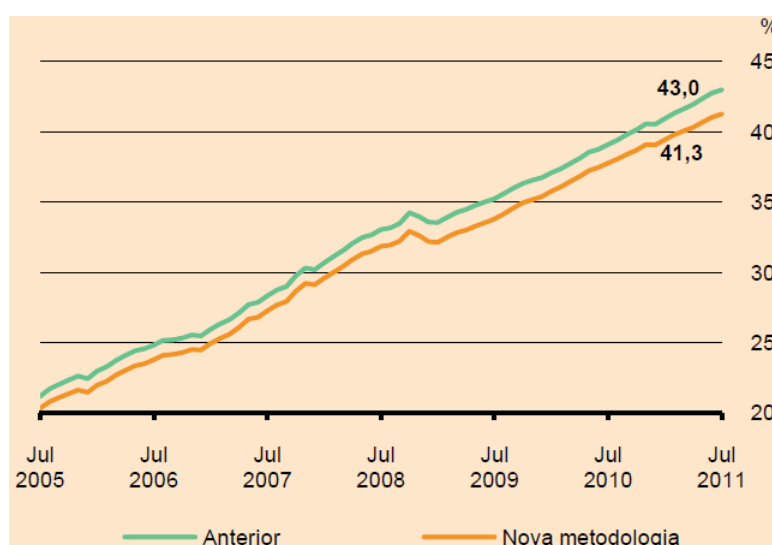
- limite de endividamento: endividamento do adquirente, análise da relação DTI, valor da prestação / renda.

Segundo GOLDFAJN (2010) apud MENDES (2010), no mercado brasileiro, três fatores são levados em consideração ao analisar o risco de crédito para a concessão de empréstimos habitacionais:

(i) Capacidade de liquidar a dívida contraída: conhecida como DTI (*Debit To Income*), é a relação de valores entre a renda do devedor e a prestação do financiamento. Tem a característica de gestão incerta, por se tratar de dívida de longo prazo, sendo que a renda poderá alterar durante o contrato.

(ii) Endividamento x Renda. A figura 21 (gráfico abaixo) situa a posição das famílias brasileiras, ou seja, o crescimento do percentual de Endividamento x Renda:

**Figura 22- Gráfico do Endividamento das famílias junto ao SFN no Brasil**



Fonte: BACEN

O BACEN (2011) sintetiza a trajetória ascendente do comprometimento de renda das famílias nos últimos anos, que estaria associada a fatores conjunturais específicos, tais como os efeitos das medidas macroprudenciais e da política monetária. Segundo BACEN (2011), o cenário atual segue condicionado por significativas incertezas, relacionadas, sobretudo, ao desempenho da economia mundial, mas a tendência histórica de declínio das taxas de juros e de alongamento dos prazos é, entre outras razões, pelo crescimento da participação relativa do crédito habitacional, devendo preponderar no médio prazo, contrabalançando à expansão do crédito nos próximos anos.

(iii) O histórico de pagamento: análise do comportamento histórico do *portfólio* em relação a atrasos de pagamento.

Neste sentido, já existe uma iniciativa da Serasa *Experian*, com a criação do Cadastro Positivo, onde há registro da pontualidade no pagamento de todos os clientes, das contas, cartões, empréstimos, financiamentos, água, luz, telefone e outras contas. Esta pode ser uma medida favorável às instituições de crédito, pois utilizariam para análise do comportamento histórico, antes de conceder aprovação dos financiamentos aos mutuários e ter comportamento histórico do *portfólio*.

De acordo com a Serasa *Experian*, o histórico de pagamentos mostra todas as contas que foram pagas em dia, e as que não foram, e será considerado na análise de crédito. Isso faz com que o acesso ao crédito seja facilitado, além de permitir melhores condições de taxa de juros.



De acordo com o BACEN, para os cálculos da taxa de juros cobrada em uma situação hipotética em que os bancos operassem com lucro nulo e não houvesse nenhuma tributação ou recolhimento compulsório, a taxa de juros para empréstimo necessária para cobrir os custos de captação e administrativo (inclusive inadimplência) seria:

$t$  = onde  $t$  representa o custo operacional médio por empréstimos. Substituindo  $C = E / (1 - X1 - r)$ , logo, a diferença  $i^{oemp} = icap + t$  explicada pela tributação e compulsório é dada por:

$$i_{emp}^0 - i_{cap} - \tau = r \frac{i_{cap} - i_{comp}}{1 - r - x_1} + x_1 \frac{i_{cap} + \frac{(1 - x_4 - x_5)}{X - (x_6 + x_7 2/3)}}{(1 - r - x_1)} + \tau \frac{(x_6 + x_7 2/3)}{X - (x_6 + x_7 2/3)} + x_2^{J/F}(N)$$

**Fonte: BACEN**

O impacto da cunha fiscal e compulsória sobre o spread bancário pode ser avaliado a partir da expressão de  $i^{oemp} = icap + t$  acima.

- primeiro termo corresponde ao efeito da cunha compulsória;
- segundo ao custo do FGC;
- terceiro à tributação que incide sobre os custos administrativos e de inadimplência;
- e o quarto ao IOF recolhido pelo banco e incorporado na taxa de empréstimo.

**Notação adotada:**

$E$  = montante do empréstimo concedido;

$C$  = montante captado pelo banco para gerar recursos em magnitude  $E$ ;

$i_{emp}$  = taxa (mensal) nominal de juros cobrada sobre o empréstimo de montante  $E$ ;

$i_{comp}$  = taxa nominal de juros que remunera o depósito compulsório de montante  $rC$ ;

$icap$  = taxa nominal de juros que remunera a captação do montante  $C$ ;

$r$  = alíquota de recolhimento compulsório sobre captação de depósitos a prazo;

$X1$  = alíquota do fundo garantidor de crédito FGC pago na captação de depósitos a prazo (0,025% ao mês);

$X2$  = alíquota do IOF sobre montante emprestado (0,0041% ao dia para a PJ calculados linearmente; para PF, a alíquota é 0,0164%);

$X3$  = alíquota de CPMF (0,38%);

X4 = alíquota de Imposto de Renda (IR) sobre pessoa jurídica (25%);

X5 = alíquota de Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) (12%);

X6 = alíquota de PIS (0,65% sobre o faturamento);

X7 = alíquota do COFINS (3% sobre o faturamento com abatimento de 1% na declaração da Contribuição Social).

Assim, no mercado atual existe a expressão "Os bons pagadores pagam pelos maus", fazendo com que dentro das taxas dos empréstimos esteja preponderada não só o spread da intermediação, mas outros encargos, e embutido também o risco de inadimplência daquela modalidade de financiamento ou setor, encarecendo as taxas de juros a todos os tomadores.

De acordo com o Ministério da Fazenda, através publicação no Diário Oficial da União (DOU), o Decreto nº 7.829, regulamentando a Lei nº 12.414, que criou o cadastro positivo de bons pagadores, entrará em vigor em 1º de janeiro de 2013, segundo o governo. Ainda falta a resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) para definir a forma como os bancos irão repassar as informações de seus respectivos clientes às empresas que operarão os cadastros.

Segundo explicações do diretor de programas da Secretaria-Executiva do Ministério da Fazenda, Esteves Colnago, o decreto estabelece as condições técnicas e financeiras para o funcionamento dos bancos de dados e o compartilhamento de informações.

O cadastro positivo diferencia as pessoas. Hoje, como não há essa diferença, o bom pagador, na média, paga pelo mau pagador. O histórico de crédito possibilita taxas menores para os bons pagadores, explicou o diretor. Fonte: Ministério da Fazenda.

Segundo o Ministério da Fazenda, o histórico de crédito é composto por dados financeiros e de pagamentos relativos às operações de crédito e obrigações de pagamento necessárias para avaliar o risco financeiro do cadastrado. Um dos objetivos do governo ao criar a legislação foi permitir que as pessoas que mantêm as contas em dia possam obter taxas de juros mais baratas ao solicitar crédito.

Para o Ministério da Fazenda, a inclusão no cadastro positivo é opcional, e apenas aquele que autorizar formalmente poderá integrá-lo. Mesmo incluído, o consumidor poderá

cancelar o cadastro a qualquer momento ou determinar quais empresas ou instituições financeiras poderão ter acesso ao seu respectivo histórico. Não será possível, no entanto, pedir a exclusão de parte das informações registradas.

Para a redução de juros, Esteves comenta que a experiência internacional demonstra que, com o cadastro positivo, há um incentivo à redução do *spread* bancário (diferença entre o que banco paga na captação do dinheiro e o que cobra no empréstimo), pois a empresa passa a conhecer melhor o cliente com quem estabelece relação comercial.

Com a implementação dessa lei, quando a mesma entrar em vigor, será possível conhecer quem são os bons pagadores, fazendo com que seja criado um cenário de confiabilidade no mercado brasileiro, tanto para a instituição no momento de conceder crédito em todas as linhas de empréstimos, como para o consumidor no momento de comprar a prazo e fazer empréstimos ou financiamentos, tendo condições de aprovação facilitada e prazos e condições de pagamento diferenciado. Ou seja, ambas as partes terão maior segurança e, conhecendo melhor a capacidade de pagamento dos clientes, talvez seja possível aplicar juros de maneira sustentável no mercado e evitando risco de inadimplência ao credor.

Porém, tal medida implica que, neste cenário atual, em queda de juros, as instituições terão que recorrer a outros tipos de operação (serviços, tarifas, e outros produtos e modalidades) para aumento de arrecadação de receitas e retorno aos acionistas, pois não poderá concentrar apenas nas receitas, nas intermediações das operações de crédito, pois, conforme demonstra a Figura 22 (abaixo), 179,9 bilhões dos seis maiores bancos brasileiros, hoje, são de origem da intermediação financeira entre superavitários e deficitários.

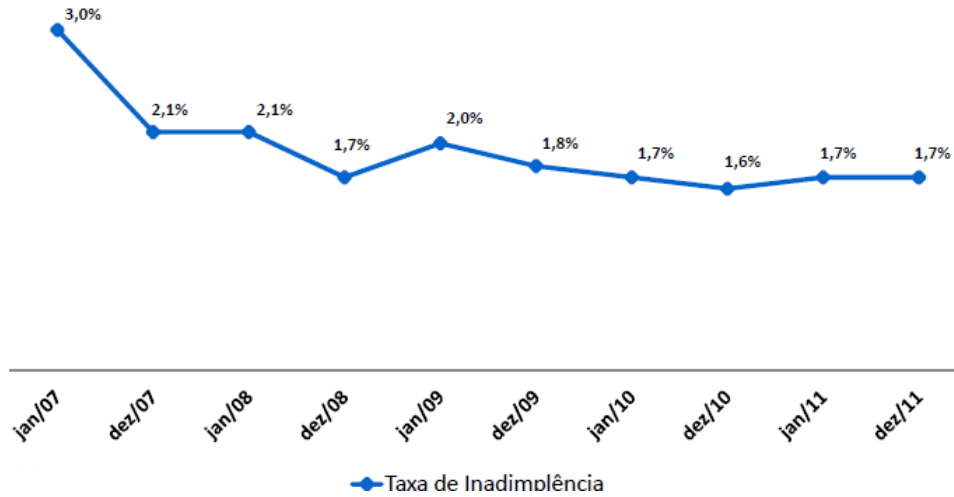
**Figura 23 - Demonstrações Financeiras dos Bancos dos seis maiores bancos Brasil – junho de 2012**

<b>Indicadores</b>	<b>Junho de 2012</b>	<b>Varição (%) 12 meses</b>
Número de Agências	19.720	8,75%
Ativos Totais	3,9 trilhões	15,70%
Patrimônio Líquido	298,5 bilhões	12,77%
Operações de Crédito	1.479,6 bi	18,84%
Receita de Prestação de Serviços e Tarifas	41,5 bilhões	14,06%
Receita da Intermediação Financeira	179,9 bilhões	11,90%
Despesas de Pessoal	33,2 bilhões	12,14%
Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa	39,1 bilhões	30,51%
Lucro Líquido	25,2 bilhões	1,11%
Rentabilidade Líquida Média	19,2%	-2,5 p.p.
Número de Funcionários	478.049	0,55%

**Fonte: Elaboração: Demonstrações Financeiras Bancos/Adaptado DIEESE.**

O Brasil tem, hoje, um elevado crescimento de quantidade e volumes de financiamentos imobiliários, porém estes apresentam uma reduzida taxa de inadimplência, entre 1,7 %, conforme apresentado pelo gráfico até dezembro de 2011.

**Figura 24 - Inadimplência de crédito imobiliário no Brasil - Acima de 90 dias.**



Fonte: Caixa/SECOVI

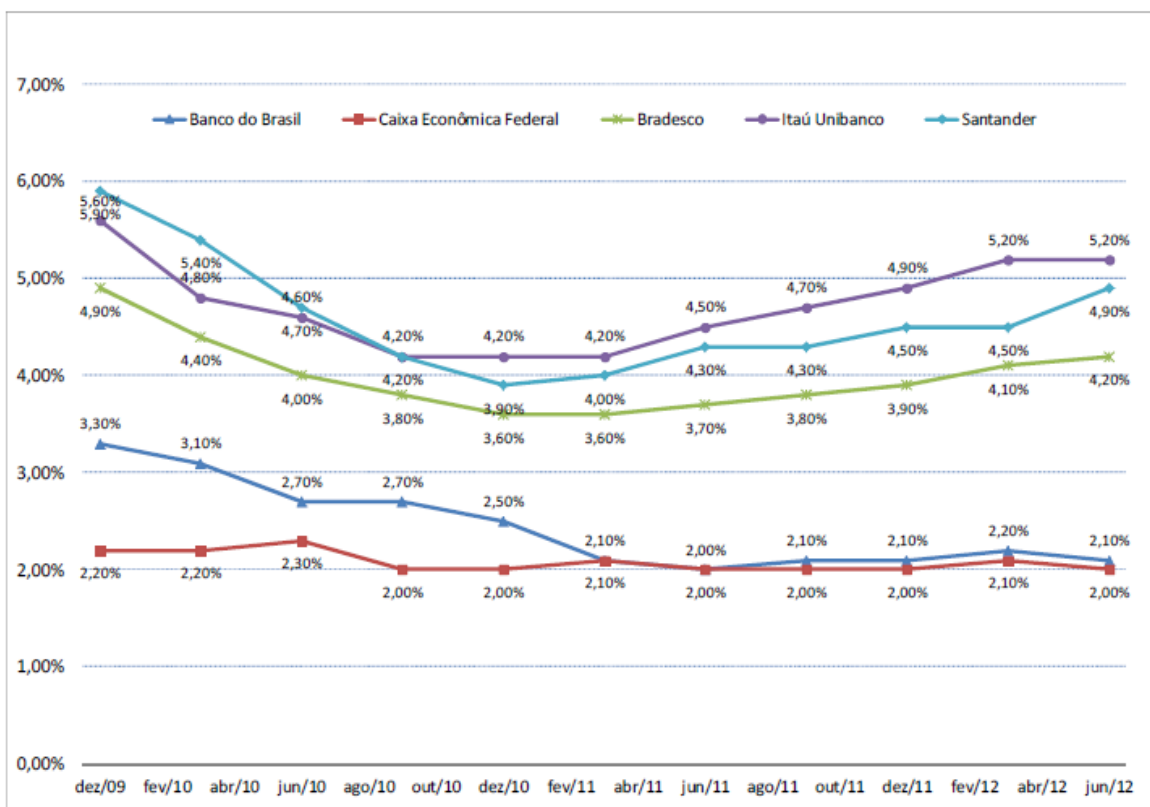
**Figura 25 - Inadimplência de crédito imobiliário e empréstimo com garantia no Brasil - Acima de 90 dias.**



Fonte: BACEN/ABECIP/SECOVI

Porém, se comparadas com os dados do gráfico abaixo, que demonstram as taxas de inadimplência das operações de crédito, em geral do Brasil, das cinco maiores instituições, se comparadas às do setor imobiliário, serão relativamente maiores considerando a média de 3,62% de dezembro de 2011, ou seja, 1, 62% mais altas que as operações de crédito imobiliário, mas ambas se encontram em relativa estabilidade.

**Figura 26 - Gráfico das taxas de inadimplência nos cinco maiores bancos Brasil - dezembro de 2009 a junho de 2012 (em%)**



Fonte: Elaboração: Demonstrações Financeiras Bancos/Adaptado DIEESE.

Assim, para que o risco atinja um grau mínimo, contra uma fase de inadimplência, seria necessário que operações do mutuário que serão securitizadas fossem asseguradas por instituições privadas que não as próprias originadoras dos créditos, para que proteja o portfólio da carteira, minimizando o risco de inadimplência.

No Brasil, ainda não há instituições dispostas a esse risco, porém é uma operação muito explorada em outros mercados, como nos Estados Unidos, onde, atualmente, segundo fonte do *Bannk Of America* para empréstimos convencionais, o mutuário que não tiver capacidade de dar uma entrada de pelo menos 20% do LTV da garantia é obrigado a pagar o *Private Mortgage Insurance* (PMI) embutido nas prestações, que é um seguro de garantia extra, para instituição de crédito, em caso de inadimplência, até que o mutuário complete o pagamento de 50% do valor do bem em garantia. Essa é uma forma de proteção adicional para que a carteira de recebíveis seja securitizada com qualidade.

Atualmente, no Brasil, existe um seguro chamado de Parcela Protegida da Seguradora Zurich Minas Brasil. Similar (PMI), porém que não é obriatório para nenhum tipo de LTV, sendo que no Brasil já está consolidado o LVT máximo de 80%, nas instituições privadas que atualmente financiam apenas 80% do valor da garantia, com exceções para bancos públicos que financiam até 90%.

Aqui, este seguro ainda não é obrigatório no momento da contratação. Ele é de opção do cliente e pago adicionalmente à prestação do contrato de crédito imobiliário. Porém, ele poderia ser incluído no contrato de financiamento imobiliário, a fim de proporcionar ao mutuário uma maior segurança em situações de desemprego involuntário ou invalidez física temporária, pois a legislação atual proporcionou mecanismos rápidos de cobrança. Assim, o mutuário ficaria protegido 3, 6 ou 8 meses com uma seguradora pagando o sinistro e as instituições de créditos teriam uma minimização dos riscos de inadimplência em sua carteira de no mínimo 3 meses, sendo que continuaria a receber parte ou valor integral do pagamento da prestação pela seguradora e seus recebíveis imobiliários ficariam mais protegidos, além da redução das despesas jurídicas com advogados para efetuar a cobrança do saldo em atraso (notificação dos cartórios, pagamentos de ITBI para constituição da garantia, leilão). Pois as características dos bancos não são de contrair ativos imobilizados para vender com lucro.

O público deste seguro, atualmente, são as pessoas físicas que realizarem crédito imobiliário para aquisição de imóvel residencial, comercial ou crédito com garantia do imóvel. Ou que já possuïrem contrato de crédito imobiliário ativo e queiram contratar o seguro adicional “Parcela Protegida” do crédito imobiliário.

De acordo com a seguradora Zurich, o mutuário que ficar desempregado involuntariamente e que seja ele assalariado, conforme o contrato formal de trabalho (CLT), ou para aquele que ficar inválido por incapacidade física temporária, classificado como autônomo ou profissional liberal e que faça recolhimento do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), terá a opção de adesão ao seguro.

Atualmente, os mutuários possuem três opções de quantidade de parcelas a serem cobertas pela seguradora: 3, 6 ou 8 parcelas. No Santander, a alíquota da adesão deste seguro para 3 parcelas é de 2,028%; para a cobertura de 6 parcelas é de 3,777%; e para cobertura de 8 parcelas é de 5,356%. O valor do prêmio do seguro mensal é calculado aplicando-se a alíquota sobre o valor da parcela do financiamento limitado a R\$ 3.000,00 por parcela. A cobertura do total da parcela segurada, sendo independentes da composição de renda no financiamento imobiliário, os mutuários com parcela superior a R\$ 3.000,00 podem aderir ao seguro. Porém, somente este valor será coberto, assim como a base para o cálculo do prêmio pago pelo mutuário estará limitada ao mesmo valor. O valor a ser indenizado será o valor da última parcela de crédito imobiliário paga, ou R\$ 3 mil, ou considerando o menor dos valores. Havendo acréscimo no valor da parcela de crédito imobiliário, a diferença será de responsabilidade do mutuário, assim como se a parcela de crédito imobiliário for inferior, a diferença abaterá a próxima parcela de crédito imobiliário.

Exemplificando uma hipótese da contratação do seguro acima, por um cliente que tem inicialmente a primeira prestação do crédito imobiliário de R\$1.500,00, optando pela cobertura de 3 parcelas, ele fará um pagamento adicional de 30,42, sendo que as demais prestações deste seguro seguem o valor da prestação vezes o percentual da alíquota. Assim, se o contrato dele for no sistema SAC, como a tendência das prestações é reduzir, este prêmio do seguro também se reduziria ao longo do financiamento.

Seria vantagem para o mercado brasileiro como um todo se este seguro contra desemprego e invalidez parcial fosse aplicado em todos os contratos de financiamentos imobiliários (como são embutidos os seguros MIP, DFI). Seria um ponto positivo além da liberação de crédito consciente.



## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os principais aspectos trazidos por este trabalho visaram evidenciar que existe a necessidade, por parte das instituições de crédito do Brasil, de promoverem cada vez mais a securitização de recebíveis dos seus ativos (originados de poupança) lastreados por contratos imobiliários, como uma nova alternativa *funding*. Portanto, a análise da expectativa do mercado sobre o esgotamento da Poupança, evidenciando a busca de alternativas de *funding*, sendo a principal delas a securitização de recebíveis, foi um dos objetivos deste trabalho.

Assim, pudemos aproveitar o exemplo da crise ocorrida nos Estados Unidos, devido ao Risco de Crédito dos portfólios securitizados, onde as instituições de crédito financiavam, sem muitos critérios, aos clientes classificados como maus pagadores (*subprimes*), e ainda refinanciavam com LTV superior ao da garantia, apenas com o intuito de originar para vender, em vários ciclos e a fim de garantir resultados de curto prazo.

De fato, o que pudemos aproveitar da lição americana foi um determinado período em que as famílias começaram a deixar de pagar suas hipotecas, fazendo gerar uma crise econômica, surgindo a “bolha imobiliária”, na qual não era permitido que os relatórios contábeis mostrassem com exatidão o tamanho das perdas com hipotecas *subprimes*, não havendo, também, uma mensuração interna sobre o tamanho do problema criado através do funcionamento da securitização de recebíveis, sendo um dos responsáveis pela dificuldade de estimativa do valor dessa inadimplência.

Ou seja, foi dada a condição essencial para ocorrer a securitização de recebíveis, a consolidação da estabilidade macroeconômica, bem como a queda dos níveis e da volatilidade das taxas de juros praticadas e o equilíbrio do nível de desemprego na economia do mercado, sem essas premissas que atualmente o Brasil possui.

Não haverá forma de financiamento de longo prazo bem sucedida sem um cenário como este acima vivenciado e com excelente regulamentação e garantias sólidas através da alienação fiduciária e sistema rígido de concessão de crédito, onde os bancos não aceitam que o mesmo imóvel seja dado em garantia em mais de um financiamento ou empréstimo por vez.

Além disso, o LTV dos financiamentos habitacionais no Brasil é de 80% a 90 % do valor da garantia, e fluxo de recebíveis de longo prazo pode chegar até 35 anos, com baixa inadimplência, atingindo percentuais próximos a 2 % a.a., com expectativa de aumento da pirâmide etária e da faixa salarial da população, considerando que o percentual de crédito imobiliário ainda é pouco explorado e apenas equivale a 4,7% do PIB no Brasil até abril de 2011.

Dentre os pontos de atenção que devem ser tomados, para ocorrer mais operações de Recebíveis Imobiliários no Brasil, estariam a liberação de crédito consciente e a proteção adicional contra desemprego e invalidez temporária, que seriam de grande relevância para um cenário de instabilidade econômica futura. Isso possivelmente minimizaria o risco de inadimplência aos investidores, em caso de aumento dos níveis de desemprego do país, em uma situação de recessão econômica, ou de crise internacional e/ou interna, que afetasse fortemente o Brasil, levando à possibilidade de inadimplência dos mutuários.

Assim, obedecidas as condições acima, juntamente com a criação de uma rede de seguradoras destinadas a oferecer proteção contra os riscos relacionados ao desemprego, o sistema de securitização no Brasil teria mais sucesso, promovendo uma padronização segura dos portfólios, de forma a tornar tais riscos mais calculáveis para estatística e avaliação das agências de *Rating* e apreciação dos investidores.

Constituindo um perfil de dívida de longo prazo, os ativos se tornam de grande valor para os investidores que necessitam de passivos de longo prazo e os títulos securitizáveis certamente passariam a fazer parte da carteira de grandes instituições, com investidores institucionais, como fundos de pensão e seguradoras, FII, que são os principais típicos compradores desses títulos internacionalmente e para cliente de alta renda (*Private*) e ampliação para os clientes de varejo, permite a pequenos investidores também aplicarem.

Assim, os aspectos mais relevantes descritos acima promovem um maior crescimento do setor imobiliário e evitam o problema de descasamento das instituições de crédito e a alavancagem, utilizando outros meios de captação, que não a Securitização de Recebíveis Imobiliários.

## REFERÊNCIAS

ABECIP, Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança. **O SFI**. São Paulo. Disponível em: < [http://www.abecip.org.br/m3.asp?cod\\_pagina=454&submenu=sim&cod\\_pai=429&cod\\_pai2=454](http://www.abecip.org.br/m3.asp?cod_pagina=454&submenu=sim&cod_pai=429&cod_pai2=454) > Acesso em mai.2012.

ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 10. Ed. São Paulo: Atlas, 2011.

BACEN, **Expansão do Crédito e Medidas Macropрудenciais**. Disponível em < <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2011/06/ri201106b3p.pdf> > Acesso em mai.2012.

BACEN, **Sistema de Pagamentos Brasileiro**. Disponível em < <http://www.bcb.gov.br/htms/novaPaginaSPB/spb-textocompleto-pdf.pdf> > Acesso em set.2012.

BACEN, **Ambiente macroeconômico e financeiro**. Disponível em < [http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2011\\_09/refc1p.pdf](http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2011_09/refc1p.pdf) > Acesso em set.2012.

\_\_\_\_\_.Disponível em < <http://loans.bankofamerica.com/en/tools/mortgage-calculator.html?purchasePrice=100000&downPayment=5&term=product2&stateCode=NY&calculateMortgageCalcBottom=Recalculate> > Acesso em set.2012.

\_\_\_\_\_.Disponível em < <http://loans.bankofamerica.com/en/index.html> > Acesso em set.2012.

**BRASIL. Lei 4.380**, 21 de agosto de 1964. Disponível em < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4380.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4380.htm) >. Acesso em mai.2012.

**BRASIL. Lei 9.514**, 20 de novembro de 1997. Disponível em < [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L9514.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L9514.htm) >. Acesso em mai.2012.

**BRASIL**. Disponível em < <http://www.fazenda.gov.br/audio/2012/outubro/a181012.asp> >. Acesso em set.2012.

**BRASIL**. Disponível em < <http://www.fazenda.gov.br/audio/2012/outubro/a181012.asp> >. Acesso em set.2012.

CAIXA ECONOMICA FEDERAL, **Missão**. São Paulo. Maio, 2012. Disponível em < [http://www.caixa.gov.br/acaixa/historia\\_missao.asp](http://www.caixa.gov.br/acaixa/historia_missao.asp) > Acesso em mai.2012.

CAIXA ECONOMICA FEDERAL, **Poupança**. São Paulo. Setembro, 2012. Disponível em < <http://www.caixa.gov.br/Voce/Poupanca/historia.asp> > Acesso em set.2012.

CAIXA ECONOMICA FEDERAL, **Demanda Habitacional**. São Paulo. Setembro, 2012. Disponível em [http://downloads.caixa.gov.br/arquivos/habita/documentos\\_gerais/demanda\\_habitacional.pdf](http://downloads.caixa.gov.br/arquivos/habita/documentos_gerais/demanda_habitacional.pdf) > Acesso em set.2012.

COSIF, Disponível em < [http://www.cosif.com.br/mostra.asp?arquivo=seg\\_susep](http://www.cosif.com.br/mostra.asp?arquivo=seg_susep) > Acesso em set.2012.

**DIEESE, Desempenho dos Bancos**. São Paulo. Setembro, 2012. Disponível em < <http://www.dieese.org.br/esp/desempenhoBanco1Sem2012.pdf> >. Acesso em set.2012

\_\_\_\_. Disponível em: < <http://pt.scribd.com/doc/100597615/ANALISE-DO-MERCADO-DE-INCORPORACAO-IMOBILIARIA> > Acesso em set.2012.

\_\_\_\_. Disponível em: < <http://economia.estadao.com.br/noticias/economia,lei-protege-comprador-da-quebra-de-construtora,65064,0.htm> > Acesso em set.2012.

FARIA, Amarildo Pereira. **Securitização Imobiliária: uma opção de *funding* para o financiamento habitacional**. Dissertação (Mestrado) Escola Superior de Agricultura "Luiz de Queiroz" da Universidade de São Paulo. Piracicaba , 2011.

LUXO, José Carlos Augusto. **O impacto da securitização de ativos nos indicadores financeiros e no beta das empresas**. Tese (Doutorado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo , 2007.

MACHADO, José Roberto. **O crédito imobiliário no Brasil: desafios e oportunidades**. Artigo. Disponível em: < <http://www.valoronline.com.br/?impresso/investimentos/91/6303352/o-credito-imobiliario-no-brasil-desafios-e-oportunidades> > Acesso em 23 ag. 2012.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2007.

MENDES, Roberto Ferreira. **MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO: DEMANDA E ALTERNATIVAS DE INVESTIMENTOS**. Dissertação (Mestrado), Mestrado Profissional em Habitação do IPT. São Paulo, 2010.

**MINISTÉRIO DA FAZENDA**. Disponível em: < [http://www.stn.fazenda.gov.br/divida\\_publica/downloads/FCVS\\_historico.pdf](http://www.stn.fazenda.gov.br/divida_publica/downloads/FCVS_historico.pdf) > Acesso em: 6 jun. 2012.

**MINISTÉRIO DO TRABALHO E EMPREGO**. Disponível em: < <http://carep.mte.gov.br/fgts/composicao.asp> > Acesso em: 16 mai 2012.

PALERMO, Fernanda Kellner de Oliveira. As parcerias público-privadas como geradoras de crédito imobiliário Disponível em: < [http://www.abdir.com.br/doutrina/ver.asp?Art\\_id=648&categoria=Administrativo](http://www.abdir.com.br/doutrina/ver.asp?Art_id=648&categoria=Administrativo) > Acesso em :17 de outubro de 2012

**SANTANDER**, São Paulo. Disponível em: < <http://www.santander.com.br/portal/wps/script/templates/GCMRequest.do?page=8746> > Acesso em set.2012.

**SECOVI**, São Paulo. Disponível em: < <http://balanco.secovi.com.br/2011/> > Acesso em set.2012.

**SECOVI**, São Paulo. Disponível em: < <http://balanco.secovi.com.br/2011/download/balanco2011.pdf> > Acesso em set.2012.

**SOFISA**, São Paulo. Disponível em: < <http://www.sofisadireto.com.br/produtos/lci-sofisa-direto.aspx> > Acesso em set.2012.

**SERASA**, São Paulo. Disponível em: < [http://www.serasaexperian.com.br/cadastropositivo/abra-seu-cadastro.html?gclid=CM\\_Ymr7\\_sbMCFQ45nAod6nMAQQ](http://www.serasaexperian.com.br/cadastropositivo/abra-seu-cadastro.html?gclid=CM_Ymr7_sbMCFQ45nAod6nMAQQ) > Acesso em set.2012.

UQBAR, **Anuário Imobiliário de 2012**, Rio de Janeiro. Maio, 2012.

VEDROSSI, A. O. **A Securitização de recebíveis imobiliários**: uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residências no Brasil. (2002) 111 f. (Mestre) – Politécnica Universidade de São Paulo. Disponível em: <  
<http://www.realestate.pcc.usp.br/arquivos%20PDF/A%20Securitiza%C3%A7%C3%A3o%20de%20Receb%C3%ADveis%20Imobili%C3%A1rios.pdf>> Acesso: 12 jun.2012.