

ANALYSIS OF COMPARATIVE FUNDING FOR CONSTRUCTION INDUSTRY IN BRAZIL

A EUFORIA NO SETOR IMOBILIÁRIO APÓS O ADVENTO DA SECURITIZAÇÃO

Paula Oliveira Ferreira da Silva
Economista, UFF – Departamento de Economia.

Luís Filipe Rossi
Professor Departamento Economia UFF, Doutor Administração Empresas, Mestre Economia.

Hélio Arthur Reis Irigaray
Professor EBAPE – FGV, Doutor e Mestre Administração de Empresas.

ABSTRACT

The construction industry in Brazil has in recent years enjoyed a high growth rate. The state of the internal environment associated with the opportunities arising from the housing deficit streamlined the real estate market. However, the high costs involved with real estate development require the financial managers of these organizations to develop new ways of fundraising. This article seeks to compare two forms of funding—the Housing Finance System and securitization. The former represents the traditionally used means and the latter represents a recently developed method. The article also seeks to answer the following question: Could the current crisis in the real estate sector be attributed to securitization and the euphoria it caused with its large influx of funding? In answering this question, the paper presents and analyzes the structures of the models and their respective advantages and disadvantages, taking into account aspects such as cash management, cash flow, and legal aspects.

Keywords: *securitization, housing finance system, real estate, Brazilian economy behavior*

INTRODUÇÃO

O déficit habitacional no Brasil atingiu número superior a cinco milhões de unidades, segundo o IPEA¹. O modelo tradicional de financiamento ainda que favoreça o consumidor final, torna complexa a gestão de caixa das empresas do setor, tendo em vista que a liberação dos recursos é lenta, o que dificulta o investimento. Desta forma, a sociedade brasileira tem buscado alternativas de captação de modo a possibilitar a promoção de novos empreendimentos.

Ajustes foram feitos ao SFH envolvendo tanto o Estado brasileiro quanto os grandes agentes financeiros. O crédito imobiliário, concedido a pessoas físicas e jurídicas pela Caixa Econômica Federal, encerrou o primeiro semestre de 2013 com saldo de R\$ 238,5 bilhões, o que representa 69,1% do mercado e um aumento de 34,6 % em 12 meses². No mesmo período, o aumento da captação, que inclui os depósitos à vista, a prazo, poupança e outros, nos últimos 12 meses foi de apenas 20%. A participação do crédito imobiliário em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) passou de 6% em junho de 2012 para 7,5% em junho de 2013 (BACEN, 2013).

De acordo com dados do Banco Central, o financiamento imobiliário está crescendo a uma taxa de 35% a.a. nos últimos anos. Tornou-se inexorável a criação de alternativas de captação, em função do esgotamento das fontes tradicionais, fruto do desequilíbrio gerado entre poupança e investimento no mercado imobiliário habitacional. A securitização de recebíveis torna-se uma alternativa para as organizações do setor de construção civil. A possibilidade de criação de um instrumento de captação imobiliária de baixo risco, capaz de atingir a uma quantidade maior de investidores possibilita às companhias um potencial significativamente maior. Entretanto, conforme a ser detalhado no desenvolvimento deste artigo, tais aperfeiçoamentos institucionais foram capazes de potencializar uma relevante expansão de oferta de unidades residenciais. Diante de expectativas de crescimento de PIB à taxa de 4,5% a.a., divulgadas em documentos oficiais (IPEA- BC 78, setembro/2007), considerando alta

¹ Dado retirado da publicação “*Nota Técnica Estimativas do déficit habitacional brasileiro (2007-2011) por municípios (2010)*”, de autoria dos pesquisadores Bernardo Alves Furtado, Vicente Correia Lima Neto e Cleandro Krause – IPEA maio/13.

² CAIXA - Press Release 1S13

credibilidade de governo na época, as mais relevantes empresas do setor optaram por manter seus planos de expansão a despeito da crise internacional de enormes proporções que já se anunciava e viria a eclodir em 2008.

Com a estabilização econômica decorrente do Plano Real (1994) e as demais medidas saneadoras tomadas ao longo do governo Fernando Henrique Cardoso, os empresários brasileiros perceberam que o Brasil entraria em mais um ciclo de grande expansão, encerrando 20 anos de baixo crescimento em função principalmente da inflação descontrolada. Diversas empresas, de diferentes setores, incluindo-se o de construção civil, promoveram suas respectivas aberturas de capital – IPOs (Initial Public Offering), ampliando sua envergadura empresarial posicionando-se estrategicamente para explorar as oportunidades esperadas.

Desde a promulgação da Lei 9.514 de 1997, que estendeu ao setor imobiliário a condição de Alienação Fiduciária, reduzindo os riscos de inadimplência ao transformar o processo de retomada dos imóveis financiados em mero rito administrativo e não mais judiciário, o setor imobiliário tinha clareza do potencial do mercado em função de demanda longamente reprimida. O sempre alardeado “déficit habitacional” no Brasil, interpretado como consequência das condições de crédito de longo prazo adversas, a crise ocorrida no SFH (Sistema Financeiro da Habitação) a ser detalhado no presente artigo, alimentaram excelentes expectativas para a retomada do “sonho da casa própria”. Após a eclosão da crise do *subprime* em 2008 o governo brasileiro optou pela estratégia de manter o crescimento para economia brasileira no mesmo patamar, mantendo a demanda agregada e buscando compensar a perda decorrente da queda de exportações pelo aumento do consumo. No desenvolvimento deste artigo, buscaremos verificar se as expectativas geradas por esta estratégia de governo foram capazes ou não de induzir as empresas do setor imobiliário a um comportamento eufórico, ofertando ao mercado volume superior a demanda e capaz de levar a diminuição de margens e ameaça de insolvência setorial.

Securitização

O conceito de securitização consiste no processo de transformação de ativos de dívida em títulos negociáveis no mercado de capitais.

O colapso pós-crise em 1929, obrigou ao governo dos Estados Unidos a adotar diversas medidas para retomada de crescimento e fomento da atividade econômica, como o *National Housing Act*, que em 1934 originou o *Federal Housing Administration*. Desta forma, foi possível atrair capital privado para formação do fundo no qual estes empréstimos eram concedidos, minimizando riscos para investidores que tinham como proteção o seguro contra a inadimplência dos mutuários e a garantia constituída via hipoteca.

O sucesso da FHA possibilitou a constituição de outras instituições voltadas para o financiamento habitacional. Destacam-se a *Federal National Mortgage Association (FNMA)*, fundada em 1938 e conhecida como *Fannie Mae*, e a *Government National Mortgage Association (GNMA)*, também chamada *Ginnie Mae*, surgida da cisão da *Fannie Mae* em 1968, quando a primeira tornou-se totalmente privada.

Com a consolidação do mercado de créditos imobiliários, as condições para realização de operações de securitização estavam estabelecidas, surgindo na década de 1970 os MBS (*Mortgage-Backed Securities*), securitando financiamentos hipotecários.

No Brasil, as securitizações tiveram início na década de 90 e ao contrário do que ocorreu nos Estados Unidos, o interesse estava na obtenção de financiamento externo de longo prazo, dado que o governo brasileiro a época renegociava incessantemente a dívida externa e a concessão de crédito interno era extremamente onerosa. As operações foram lastreadas em fluxos de recebíveis originados no exterior, caso da Embratel, que na primeira operação constituiu o ativo-lastro com o fluxo dos créditos contra a empresa norte americana AT&T. Pode-se citar ainda o caso da Varig que cedeu os créditos gerados a partir das vendas de passagens feitas no exterior e pagas em cartão de crédito. Tais operações obtiveram sucesso dado que os recebíveis eram originados fora do Brasil. Os investidores estrangeiros entendiam que o risco de inadimplência era mitigado. Os recursos não eram recebidos pelas empresas no Brasil, sendo repassados diretamente para o pagamento da operação.

A primeira operação de securitização dentro do Brasil ocorreu em 1994 realizada pela Sociedade de Propósito Específico (SPE) *Mesbla Trust*, emissora de debêntures lastreadas em créditos das lojas da Mesbla S.A. buscando fontes de captação de financiamento quando esta passava por dificuldades financeiras. A operação destaca-se pelo fato que mesmo com a captação dos recursos, a Mesbla S.A. acabou pedindo falência. No entanto, dada a separação existente entre o originador do crédito e o emissor do título mobiliário, os investidores receberam o retorno do investimento conforme contrato.

As operações ocorreram em ritmo lento até a regulamentação específica para companhias securitizadoras e fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs). Através da promulgação da lei nº 9.514/1997, criadora do Sistema Financeiro Imobiliário, foi instituído o regime fiduciário, no qual os ativos-lastro não se confundem com ativos da securitizadora formando desta forma um patrimônio separado, protegendo ainda mais o investidor na aquisição dos títulos emitidos.

Em 1988 a CVM emitiu a Instrução 284, formatando as operações lastreadas em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). O grande salto para aumento na liquidez e no interesse por ativos desta modalidade ocorre em 2004, com a Medida Provisória nº 206, posteriormente Lei nº 11.033/2004, que isentou-a da incidência de imposto de renda na fonte. No final do mesmo ano, a CVM instituiu a norma nº 414, que abrange as principais bases do mercado de securitização atual.

O processo de Securitização

O processo de securitização tem três principais agentes: o cedente, o veículo e o investidor.

O cedente possui um fluxo a receber com previsão de vencimento futuro proveniente de sua atividade. Esse papel costuma ser exercido pelos bancos com carteiras de crédito, empresas comerciais e industriais de diversos setores ou órgãos que possuam contas a receber provenientes de suas atividades. A responsabilidade do cedente, segundo o artigo 295 do Código Civil – Lei 10.406/02, é:

Na cessão por título oneroso, o cedente, ainda que não se responsabilize, fica responsável ao cessionário pela existência do crédito ao tempo em que lhe cedeu; a mesma responsabilidade lhe cabe nas cessões por título gratuito, se tiver procedido de má-fé.

Através da utilização de determinados veículos o processo de transformação de ativos de dívidas em títulos negociáveis no mercado de capitais se torna possível. Os mais comuns são: sociedades de propósito específico (SPEs), fundos de investimento em direitos creditórios e companhias securitizadoras (financeiras e imobiliárias).

São os investidores que vão adquirir os títulos emitidos no mercado primário pelos veículos. Os títulos são lastreados pelos ativos transferidos para o veículo. Assim, todo o fluxo de recursos proveniente desses ativos, amortização de juros ou parcela do valor principal dos contratos, é repassado para o investidor, na forma de pagamento de juros ou amortização do valor do investimento.

Podem ser usados dois tipos de títulos em uma securitização: “performados” ou não “performados”. São títulos “performados” aqueles nos quais os bens ou serviços já foram entregues aos financiados. O único risco existente é do financiado se tornar inadimplente no futuro. Esse tipo de recebível é conhecido como direito creditório certo. Os títulos não “performados” são aqueles que os bens ou serviços ainda não foram entregues de forma total aos financiados. Existem dois riscos nesse tipo de título: do financiado ficar inadimplente e do cedente não entregar o bem ou serviço vendido.

É chamada de *true sale* a cessão onde temos a segregação total dos recebíveis da Originadora e da SPE. As principais características do *true sale* são: ausência de coobrigação; ausência de direitos em relação aos recebíveis cedidos; transferência de todos os controles sobre os recebíveis cedidos. É denominado “quase securitização” quando ocorre o oposto do *true sale*, ou seja, quando não temos a segregação total dos ativos da originadora. Dessa forma, o risco da operação é maior, pois o risco da originadora pode afetar diretamente o crédito.

Securitização nas Construtoras

O artigo 8º da lei 9.514/1997 define securitização de créditos imobiliários da seguinte maneira:

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, do qual constarão os seguintes elementos: I - a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a individualização do imóvel a que esteja vinculado e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e a respectiva matrícula, bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido; II - a identificação dos títulos emitidos; III - a constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida se for o caso.

Alguns critérios adotados nas negociações entre a companhia securitizadora e a instituição bancária definirão os riscos da operação. O empreendimento que terá os recebíveis securitizados pode estar performado, com certidão

de habite-se, 100% concluído e com o aval da prefeitura, ou não; não é obrigatório que o mutuário tenha assinado uma alienação fiduciária com a incorporada; a cessão de créditos pode ser com ou sem coobrigação³.

O agente fiduciário no processo de securitização de recebíveis imobiliários é presença obrigatória. Este papel tem que ser exercido por instituição financeira autorizada para esse fim pelo BACEN e a mesma será escolhida em comum acordo entre a securitizadora e a instituição bancária. O artigo 13 da lei nº 9.514/1997 diz que:

Ao agente fiduciário são conferidos poderes gerais de representação da comunhão dos beneficiários, inclusive os de receber e dar quitação, incumbindo-lhe: I - zelar pela proteção dos direitos e interesses dos beneficiários, acompanhando a atuação da companhia securitizadora na administração do patrimônio separado; II - adotar as medidas judiciais ou extrajudiciais necessárias à defesa dos interesses dos beneficiários, bem como à realização dos créditos afetados ao patrimônio separado, caso a companhia securitizadora não o faça; III - exercer, na hipótese de insolvência da companhia securitizadora, a administração do patrimônio separado; IV - promover, na forma em que dispuser o Termo de Securitização de Créditos, a liquidação do patrimônio separado; V - executar os demais encargos que lhe forem atribuídos no Termo de Securitização de Créditos.

Os CRIs (Certificados de Recebíveis Imobiliários) podem ser adquiridos por pessoas físicas (Investidores Qualificados, segundo padrões da CVM), entidades jurídicas financeiras ou não, fundos de investimentos, clubes de investimentos, fundos de pensão, administradoras de recursos de terceiros registradas na CVM, entidades autorizadas pelo BACEN, condomínios destinados à aplicação em carteira de títulos e valores mobiliários registrados na CVM e/ou na BM&FBOVESPA, seguradoras, entidades de previdência complementar e de capitalização e investidores residentes no exterior que invistam no Brasil, segundo as normas da Resolução CMN nº 2.689/2000 e da Instrução CVM nº 325/2000.

Segundo dados da BM&FBOVESPA, até novembro/2013 ocorreram 21 operações de CRIs listadas. A quantidade de títulos negociados durante o ano foi de 4.471, que correspondem a um volume financeiro de R\$ 200.521.466,43. As emissões dos Certificados de Recebíveis Imobiliários podem ser lastreadas em Cédula de Crédito Imobiliário (CCI) ou Cédula de Crédito Bancário (CCB).

Lastro em Cédula de Crédito Imobiliário

Título que representa o crédito originado pela existência de direitos de crédito imobiliário com pagamento parcelado. A cédula é emitida pelo credor, podendo ser integral ou fracionária. A principal característica dessa operação é que serão cedidos os fluxos das unidades e não o empreendimento como um todo. A incorporadora poderá ceder o fluxo, parcial ou completo, de quantas unidades do empreendimento preferir. Ao registrar a operação no Cartório de Registro de Imóveis, na certidão ônus reais⁴ da unidade passa a constar que a mesma foi dada em garantia em uma operação financeira. O Agente Fiduciário tem o dever de garantir que a CCI de cada unidade seja registrada.

A fim de reduzir as chances de inadimplência dos fluxos cedidos, as instituições bancárias costumam utilizar o *Loan to Value Médio* (LTV Médio) para analisar se aceitarão ou não as carteiras oferecidas. O fator representa o percentual do restante a pagar do valor total do contrato imobiliário atualizado e é calculado da seguinte maneira:

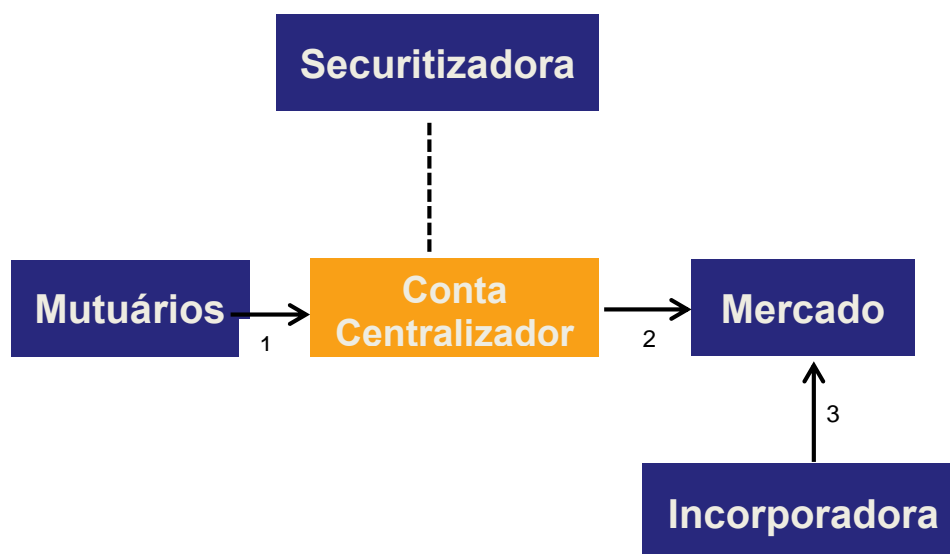
$$\text{LTV} = \frac{\text{Saldo Devedor do Cliente}}{\text{Valor Atualizado do Imóvel}}$$

Nas operações com coobrigação, a incorporadora tem a obrigação de recomprar o fluxo das unidades que ficarem inadimplentes. Os critérios de inadimplência dessas recompras serão previamente definidos nas negociações.

³ O Banco Central define coobrigação da seguinte maneira: “A coobrigação é um dos tipos de retenção de risco que um cedente pode assumir, caracterizada pela responsabilidade de pagar ou de substituir o crédito cedido em caso de inadimplência do tomador ou outras situações previstas no contrato de cessão”.

⁴ A certidão de ônus reais é um documento emitido pelo Cartório de Registro de Imóveis da circunscrição. Nela constam dados sobre a localização e metragem, informa a origem do imóvel e todos os fatos relevantes como: compras e vendas, hipotecas, penhoras, empréstimos, transmissões a herdeiros, arrematações, adjudicações etc.

A seguir organograma simplificado de uma operação de Cessão de Recebíveis Imobiliários lastrados em Cédula de Crédito Imobiliário.



1. Os boletos de pagamento das parcelas cedidas serão emitidos com uma conta de recebimento diferente das demais. Os pagamentos serão creditados em uma Conta Centralizadora vinculada à securitizadora que foi aberta especificamente para receber esses créditos. Esse montante também é conhecido como Patrimônio Separado.
2. Os créditos recebidos no período de apuração imediatamente anterior serão utilizados para pagamento da parcela seguinte de juros e amortização do CRI. O Agente Fiduciário tem o papel de verificar se está correto o valor que a securitizadora vai pagar.
3. Caso os créditos recebidos não sejam suficientes para o pagamento da parcela seguinte do CRI, a incorporadora deverá disponibilizar dinheiro para complementar o pagamento. Se o pagamento for efetuado em atraso, a incorporadora será penalizada através de multa e juros de acordo com o contrato. Caso a incorporadora não consiga recursos para efetuar esse pagamento, a dívida é declarada vencida e o processo de cobrança será definido na esfera jurídica.

Lastro em Cédula de Crédito Bancário (CCB)

É um título que pode ser emitido por qualquer pessoa, física ou jurídica, no qual a instituição financeira se configura como credora. Representa uma promessa de pagamento decorrente de operação de crédito de qualquer modalidade. A principal característica desse tipo de operação e diferenciação das operações lastreadas em CCI é que a incorporadora tem que ceder o empreendimento como um todo, e não apenas alguns fluxos. Dessa maneira, não constará na certidão de ônus reais das unidades que as mesmas foram dadas em garantia, portanto, não será necessário recomprar o fluxo de alguma unidade que queira repassar sua dívida a um banco secundário. Diferentemente das operações lastreadas em CCI, a garantia da cessão com lastro em CCB não é afetada pela possível inadimplência dos clientes. Logo, não será necessário recomprar a carteira de um cliente caso ele venha a ficar inadimplente.

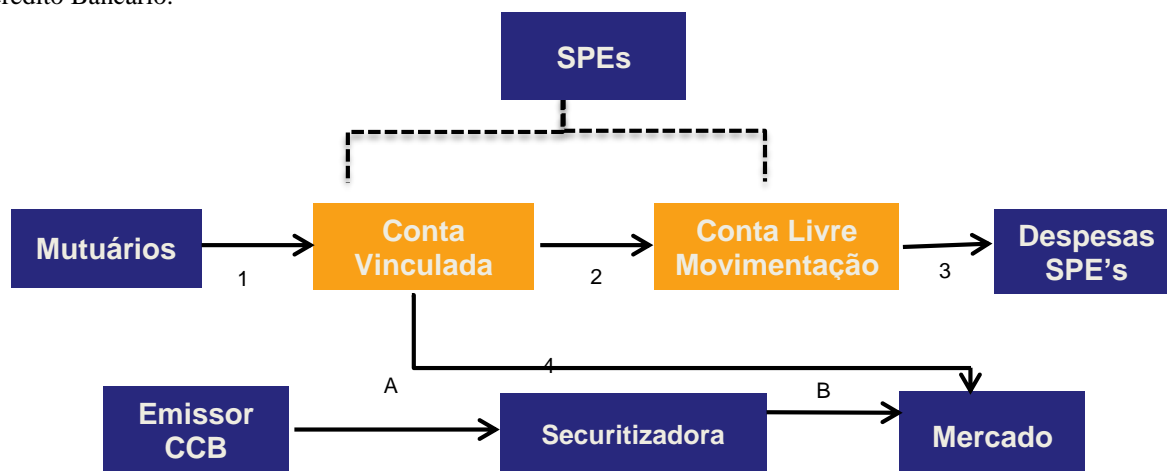
O critério adotado para garantir que a securitizadora terá condições de pagar as amortizações e juros ao mercado será o Índice de Garantia. Esse fator é um percentual da carteira cedida em relação ao saldo devedor da operação financeira e é calculado da seguinte maneira:

$$\text{Índice de Garantia} = \frac{\text{Parcelas Recebidas} + \text{Parcelas a Receber}}{\text{Saldo Devedor da Operação}}$$

O percentual mínimo permitido na operação será definido entre a securitizadora e a instituição bancária e constará no contrato. O Agente Fiduciário tem o dever de verificar se o índice de garantia está abaixo ou acima do combinado, visto que ele determinará se a incorporadora poderá utilizar o montante do Patrimônio Separado ou não. Se o índice estiver abaixo, a incorporadora deverá incluir outro empreendimento na operação para chegar ao

nível estabelecido previamente. Caso contrário, a incorporadora poderá usar o valor excedente para pagamento das despesas da SPE⁵ (ex.: pagamentos referentes à construção, incorporação, despesas comerciais, etc.).

Abaixo o fluxo operacional simplificado da operação de Cessão de Recebíveis Imobiliários lastreado em Cédula de Crédito Bancário.



1. Recebimento dos fluxos de cobrança das unidades cedidas ocorre diretamente nas Contas Vinculadas de titularidade das respectivas SPEs, abertas exclusivamente para receber esses pagamentos. Esta conta não será de livre movimentação das tesourarias das SPEs. Nesta estrutura, a cobrança continua sendo emitida pela incorporadora.
 2. O Agente Fiduciário verificará se o Índice de Garantia está abaixo, acima ou no nível acordado. Se estiver acima do combinado, a securitizadora deverá solicitar a transferência do montante recebido para qualquer conta de livre movimentação da SPE. Já se estiver abaixo do acordado, a incorporadora terá que incluir outro (s) empreendimento (s) na cessão de recebíveis até atingir o índice pré-definido.
 3. Uma vez que o montante passa para a Conta de Livre Movimentação a incorporadora está liberada para utilizá-lo para pagar as despesas da SPE do dia a dia, como normalmente é feito.
 4. Em caso de *default*, ou seja, inadimplência, o saldo da conta vinculada será usado para pagar os investidores.
- A. A emissão do CCB é feita pela incorporadora e a mesma faz os pagamentos de Juros e Amortização da CCB para a securitizadora.
- B. A securitizadora é a responsável por emitir o CRI lastreado em CCB. Ela efetua o pagamento de juros e amortização da Cessão de Recebíveis Imobiliários para o mercado.

Vantagens da Securitização para a incorporadora, para o investidor e para o mercado imobiliário.

Para a Incorporadora

1. Diversificação, o risco de não conseguir captar os recursos necessários para concluir o empreendimento é reduzido. Os clientes pagam cerca de 30% do valor do imóvel no período de construção, pré habite-se, enquanto as incorporadoras desembolsam 100% dos custos da obra no mesmo período. O caixa fica exposto a descasamento sendo necessário recorrer a bancos financiadores, que geralmente impõem condições draconianas para reduzir risco de inadimplência. Com a opção da securitização, a incorporadora pode recorrer ao financiamento dos investidores que estão dispostos a assumir os conhecidos riscos do setor imobiliário.
2. Possibilidade de captação de recursos com taxas de juros mais baixas do que os empréstimos usuais. Essa vantagem está atrelada à negociação, à rentabilidade do empreendimento, à qualidade dos recebíveis e etc.
3. Divisão dos riscos do empreendimento com o investidor, uma vez que a rentabilidade do empreendimento afetará diretamente a rentabilidade do investimento.

Para o Investidor

1. Rapidez na substituição de posições de investimento na carteira do investidor, mantendo segurança e equilíbrio de rentabilidade característicos dos investimentos imobiliários. O

⁵ SPE significa Sociedade de Propósito Específico e é um modelo de organização empresarial pelo qual se constitui uma nova empresa limitada ou sociedade anônima com um objetivo específico.

- investidor poderá negociar seus títulos no mercado secundário, sem a burocracia tradicional do mercado imobiliário, tempo de permanência na posição dependerá apenas da vontade do próprio investidor.
2. Possibilidade de investir no mercado imobiliário com um desembolso abaixo do usual. A entrada no mercado imobiliário exige um grande investimento financeiro. Rapidez na substituição de posições de investimento na carteira do investidor, mantendo a segurança e equilíbrio de rentabilidade, característicos dos investimentos imobiliários.
 3. Baixo custo de transferência do investimento ao comparar com o mercado de imóveis tradicional. Na securitização esses gastos são menores do que tradicionalmente por se tratar apenas de um título atrelado ao imóvel, e não o imóvel propriamente dito.

Para o Mercado Imobiliário

1. Aquecimento do mercado devido à diversificação dos possíveis captadores de recursos e aumento do volume potencial de recursos destinados a esse mercado.
2. Com a diversificação dos captadores de recursos, se torna possível uma maior negociação de taxas de juros com os financiadores. Podendo assim reduzir os custos de financiamento.

Desvantagens da Securitização

Composição da Carteira de Crédito

Este risco é transferido ao investidor quando a estrutura é feita sem a coobrigação da incorporadora e está associado à capacidade de pagamento dos compradores dos imóveis que tiveram seus fluxos cedidos, no caso da cessão lastreada em CCI. As agências de risco fazem suas análises baseados em dados históricos.

Necessidade de Recompra

1. Aplicado à incorporadora e aos casos de CRI lastreados em CCI: a incorporadora pode ser obrigada a recomprar o fluxo de uma unidade se a mesma ficar inadimplente, caso a cessão tenha sido firmada com coobrigação
2. O mesmo pode acontecer caso o cliente queira repassar sua dívida para algum banco. Se o cliente resolver distratar, ou seja, desistir da compra do imóvel, a incorporadora também terá que recomprar o fluxo dessa unidade.

Diminuição de Risco dos Empréstimos Bancários

As instituições bancárias deixam de ser a única opção de financiamento e correm o risco de sofrer uma redução de demanda de empréstimos.

SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO (SFH)

Origem do SFH

A partir de 1964 a política habitacional brasileira se consolidou como área de intervenção estatal pela produção de unidades em larga escala. O BNH era o órgão central do Sistema Financeiro de Habitação (SFH), também criado em 1964. De acordo com o SFH, estavam disponíveis para os potenciais adquirentes da casa própria diversos tipos de recursos oriundos da Caixa Econômica Federal (CEF), caixas econômicas estaduais, sociedades de crédito imobiliário e associações de poupança e empréstimo (APE).

Em setembro de 1966 o governo Castelo Branco criou o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) (Lei nº 5.107/66), sendo BNH o responsável por sua administração. O FGTS se tornou a principal fonte de recursos do SFH que passou a ser dividido em dois blocos: recursos advindos do FGTS e do SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo). Os recursos do primeiro bloco eram destinados à população de baixa renda, e o SBPE cedia recursos para a classes média e alta. O SFH permitia também o financiamento das casas próprias novas, com menos de 180 dias de habite-se. Esse fato gerou um *boom* no mercado imobiliário (ARRETCHE, 1990).

Em 1986 o BNH foi extinto, a Caixa Econômica Federal (CEF) absorveu o SFH e ampliou as opções de financiamento ao criar o programa de carta de crédito. O Banco Central do Brasil ficou responsável por fiscalizar as entidades participantes do SFH e aplicar as penalidades cabíveis. Da extinção do BNH até 1990, ano da edição da Medida Provisória 133, o SFH passou por um período de reestruturação das condições de financiamento e ajuste do reconhecimento da correção monetária dos financiamentos indexados pela Unidade Padrão de Capital (UPC), que até então representavam 100% das aplicações habitacionais (SEGRETI, 2006).

Em 20 de novembro de 1997 foi instituída a Lei 9.514, que criou o SFI – Sistema de Financiamento Imobiliário e instituiu a alienação fiduciária. Segundo o Art. 1º da Lei 9.514/97, o “SFI tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral”.

A criação do Patrimônio de Afetação, que é considerada como uma nova forma de garantia real, ocorreu em 2004, através da Lei 10.931/04, e permitiu a separação de uma determinada SPE dos demais bens da incorporação. Dessa forma, os recursos financeiros da SPE só poderão ser utilizados pela própria, evitando a transferência dos mesmos para outra incorporação, como meio de garantir sua conclusão.

SFH nas Construtoras

O SFH é uma alternativa para suprir a necessidade de caixa das incorporadoras durante o período de construção. As instituições financeiras oferecem a abertura de crédito e financiamento para construção de empreendimento imobiliário, com garantia hipotecária, alocação de recursos e outros acordos.

Processo de Contratação do SFH

A contratação começa após a definição do produto a ser construído. Neste momento, verifica-se se o valor do Ticket Médio (Valor geral de Vendas (VGV) / quantidade de unidades) é inferior ao valor do piso mínimo dos empreendimentos a serem contratados pelo SFH. Isto se deve ao fato do Ticket Médio ser o divisor de águas entre as contratações SFH padrão e as contratações pelo programa “Minha Casa, Minha Vida” do governo federal, que está sendo liderado pela CEF. O próximo passo é definir qual banco financiará obra. A decisão depende de: taxa de juros de financiamento, questões de repasse pós-chaves, carência do contrato, condições da primeira liberação, questões comerciais e etc.. Após negociação e aprovação do crédito, o banco irá emitir uma carta de crédito a empresa para firmar todos os pontos comerciais deste financiamento.

Os bancos oferecem financiamento de até 80% do custo da obra, que serão liberados de acordo com o seu andamento. Em garantia, a incorporadora hipoteca a fração ideal das unidades do projeto que será financiado. Assim, após o registro do contrato de financiamento no RGI, passará a constar na matrícula do imóvel que as unidades estão em garantia do banco financiador. Devido a isso, a incorporadora é obrigada a informar aos compradores do projeto que as unidades estão hipotecadas.

Processo de Liberação das Parcelas de SFH

A liberação da parcela do SFH ocorre mensalmente, de acordo com o cronograma do contrato de financiamento e está condicionada a alguns fatores estabelecidos na negociação da incorporadora com o banco financiador. Para reduzir riscos, o banco financiador estipula algumas condições especiais para liberação da primeira parcela do cronograma. Os critérios mais comuns são: percentual mínimo de obra executada, com fundações concluídas, e percentual mínimo de comercialização das unidades financiadas.

Após o atingimento dos critérios da primeira liberação, inicia-se o processo de liberação das parcelas. Todo mês a incorporadora é obrigada a enviar uma série de documentos para a instituição bancária como as apólices de seguro e o comprovante de pagamento dos mesmos, Certidão Negativa de Tributos Imobiliários, CND do INSS e Certidão Conjunta da Receita Federal e Dívida Ativa da União, entre outros. Além disso, as vistorias na obra para medição do andamento também são mensais. O engenheiro que fará esse serviço será contratado pela incorporadora, e deverá ser de comum acordo com o banco financiador. Se o laudo de vistoria atestar que a obra está adiantada em uma ou mais etapas em relação ao cronograma físico financeiro o banco poderá conceder o limite de três meses de antecipação de parcelas, sem alteração da data do vencimento do contrato, sendo que as parcelas poderão ser liberadas simultaneamente ou gradativamente com as demais parcelas do financiamento. Caso o laudo de vistoria ateste que o percentual de obra realizado no mês corresponde apenas a uma parte do que estava previsto em contrato, a parcela poderá ser parcialmente liberada pela instituição bancária. O valor da parcela será calculado proporcionalmente ao andamento da obra.

A liberação da última parcela também tem algumas condições especiais. A mesma só é liberada após o envio do habite-se do empreendimento, documento expedido pela Prefeitura do local do projeto, Convenção do Condomínio, conclusão efetiva da obra e etc.

Processo de Amortização do SFH

Os bancos costumam oferecer seis meses de carência para o início das amortizações do SFH. Esse prazo começa a ser contado a partir do último mês de obra, de acordo com o cronograma enviado pela incorporadora na contratação do financiamento. A carência é para evitar a exposição de caixa da incorporadora, pois, teoricamente, o prazo casa com o início do repasse das unidades. A incorporadora pode efetuar amortizações extraordinárias para a redução do saldo devedor, ou então liquidar a dívida antes do seu vencimento, sendo que este direito está condicionado à liberação do banco credor. As condições para essas amortizações são: somente será efetuada após o pagamento de eventuais encargos em atraso e a amortização do montante oferecido será precedida do reajuste do saldo devedor e cálculo dos juros.

Processo de Liberação de Hipoteca

Como dito acima, as unidades do empreendimento são dadas em garantia ao banco financiador. O prazo contratual para baixa da hipoteca é de 180 dias após quitação ou após habite-se, o que ocorrer depois. Os compradores que quitam as unidades antes do término da obra ou antes do término do financiamento têm o direito de exigir a baixa de hipoteca. Nesse caso, a incorporadora tem que pagar o Valor Mínimo de Desligamento (VMD) para o banco financiador, pois a garantia do mesmo será diminuída. O pagamento do VMD é considerado como uma amortização extraordinária. Portanto, reduzirá o saldo devedor.

O pagamento de VMD não será necessário se o Coeficiente Mínimo de Garantia - Índice de Garantia do financiamento estiver acima do percentual mínimo definido no contrato. O cálculo do IG varia de banco para banco, mas todos tem a intenção de garantir que a incorporadora tem recebíveis futuros suficientes para garantir o pagamento do saldo devedor restante.

Vantagens do Modelo Para a Incorporadora

1. Captação de recursos durante o período de obras. Com o SFH, a incorporadora tem a possibilidade de financiar até 80% do custo raso de construção
2. Quitação do financiamento sem ter a necessidade de desembolso do caixa da SPE. A incorporadora tem a oportunidade de quitar o saldo devedor da dívida apenas com o repasse da dívida dos clientes para o banco financiador. Caso isso aconteça, não será necessário pagar as parcelas de amortização previstas no contrato do financiamento.

Para o Investidor

1. Melhores condições para repassar a dívida.
O banco financiador da obra tem o objetivo de reter o maior número de clientes do empreendimento através do repasse do saldo devedor. A instituição financeira oferece taxas diferenciadas para se destacar dos demais bancos do mercado. Sendo assim, o investidor tem maior poder de barganha. .

Para o Banco Financiador

1. Oportunidade de reter clientes.
Além de o banco ganhar os juros do financiamento dos recursos da obra, ele tem a possibilidade de financiar o saldo devedor de diversos clientes do empreendimento.
Ao financiar uma obra o banco oferece as melhores condições para os compradores do empreendimento a fim de que eles aceitem repassar sua dívida. Assim, o banco receberá juros por um período entre 20 e 30 anos.

Desvantagens do Modelo

Necessidade de Amortização Antecipada

1. A incorporadora corre o risco de ter que amortizar antecipadamente uma parte do saldo devedor a qualquer momento.
Conforme mencionado no item 3.2.4., a incorporadora tem até 180 dias para solicitar a baixa de hipoteca após algum comprador quitar o saldo devedor de sua unidade. Sendo assim, a SPE terá que pagar o Valor Mínimo de Desligamento da unidade, ou seja, quitar antecipadamente a parte do saldo devedor correspondente à mesma unidade.

Baixo Poder de Negociação

1. Os bancos estão cientes que as incorporadoras precisam do seu financiamento para ter recursos suficientes para finalizar a obra. Sendo assim, eles detêm maior poder no momento da negociação dos termos contratuais, taxas de financiamento e pré-requisitos para a contratação do crédito.

Atraso de Obra

1. O próprio imóvel que será construído é dado em garantia na operação de financiamento. Se o imóvel não for entregue no prazo estipulado e nas condições informadas no memorial descritivo, o projeto deixa de ser válido como garantia da operação. Caso isso ocorra, a incorporadora precisará negociar um aditivo do contrato de financiamento com a instituição bancária, com as condições estabelecidas pelo financiador, que geralmente não são tão vantajosas quanto o contrato original.

Deficiência na Poupança

1. Os recursos financeiros do modelo de SFH são provenientes da poupança. O fato da poupança não ter recursos suficientes para suprir a demanda do SFH é preocupante.

Segundo os dados do Banco Central, as instituições públicas, exceto CEF, e privadas já não conseguem suprir essa demanda, conforme dados das tabelas abaixo.

Tabela 1- Instituições Privadas - Aplicações em Financiamentos Habitacionais Efetivos x Exigibilidades em Financiamentos Habitacionais

R\$ Mil					
Ano/Mês	Exigibilidades Fin. Habitacionais A	Aplicações B	Excesso Deficiência B-A	B / A (%)	
01-dez	28.682.583	15.473.593	-13.208.990	53,95	
02-dez	27.885.406	9.159.025	-18.726.381	32,85	
03-dez	30.054.930	11.249.362	-18.805.568	37,43	
04-dez	31.299.390	13.932.354	-17.367.036	44,51	
05-dez	33.286.575	17.445.109	-15.841.466	52,41	
06-dez	33.935.346	22.311.510	-11.623.836	65,75	
07-dez	39.894.018	30.063.277	-9.830.741	75,36	
08-dez	47.430.746	41.562.869	-5.867.877	87,63	
09-dez	54.918.753	50.353.286	-4.565.467	91,69	
10-dez	67.895.488	62.469.928	-5.425.560	92,01	
11-jan	69.088.207	63.031.636	-6.056.571	91,23	
fev	70.112.359	63.655.289	-6.457.070	90,79	
mar	71.151.575	61.893.619	-9.257.956	86,99	
abr	72.185.372	62.249.850	-9.935.522	86,24	
mai	73.096.216	64.281.444	-8.814.772	87,94	
jun	74.053.167	65.904.779	-8.148.388	89,00	
jul	74.929.716	67.608.006	-7.321.710	90,23	
ago	75.788.698	68.828.954	-7.159.744	90,55	
set	76.622.198	69.587.593	-7.034.605	90,82	
out	77.375.624	70.609.043	-6.766.581	91,25	
nov	77.745.067	71.155.469	-6.589.598	91,52	
11-dez	75.563.093	67.378.236	-8.184.857	89,17	
12-jan	75.943.187	67.770.581	-8.172.606	89,24	
fev	76.674.614	67.397.922	-9.276.692	87,90	
mar	77.416.402	67.948.257	-9.468.145	87,77	
abr	78.246.140	69.145.782	-9.100.358	88,37	
mai	79.084.669	69.955.032	-9.129.637	88,46	
jun	80.027.504	70.454.897	-9.572.607	88,04	
jul	81.037.090	70.308.933	-10.728.157	86,76	
ago	82.151.997	71.291.221	-10.860.776	86,78	
set	83.412.276	71.930.564	-11.481.712	86,23	
out	84.205.655	72.347.492	-11.858.163	85,92	
nov	85.129.096	71.770.019	-13.359.077	84,31	
12-dez	86.042.954	71.792.192	-14.250.762	83,44	
13-jan	87.284.438	71.058.128	-16.226.310	81,41	

Fonte: DESIG e DEBAN

Tabela 2- Instituições Públicas - Aplicações em Financiamentos Habitacionais Efetivos x Exigibilidades em Financiamentos Habitacionais.

R\$ Mil					
Ano/Mês	Exigibilidades Fin. Habitacionais A	Aplicações B	Excesso / Deficiência B-A	B / A (%)	
01-dez	4.546.483	2.117.340	-2.429.143	46,57	
02-dez	4.775.376	2.304.501	-2.470.875	48,26	
03-dez	5.389.936	2.489.588	-2.900.348	46,19	
04-dez	6.104.792	2.921.752	-3.183.040	47,86	
05-dez	7.038.980	3.451.886	-3.587.094	49,04	
06-dez	7.524.317	3.458.659	-4.065.658	45,97	
07-dez	8.911.675	3.747.854	-5.163.821	42,06	
08-dez	9.622.717	4.552.929	-5.069.788	47,31	
09-dez	10.906.637	5.547.198	-5.359.439	50,86	
10-dez	11.622.917	6.684.996	-4.937.921	57,52	
11-jan	11.726.289	6.747.683	-4.978.606	57,54	
fev	11.740.187	7.046.346	-4.693.841	60,02	
mar	11.759.896	7.295.266	-4.464.630	62,04	
abr	11.781.713	7.432.718	-4.348.995	63,09	
mai	11.816.479	6.202.469	-5.614.010	52,49	
jun	11.859.691	6.554.884	-5.304.807	55,27	
jul	11.858.053	6.921.548	-4.936.505	58,37	
ago	11.915.901	7.309.549	-4.606.352	61,34	
set	11.971.312	7.470.388	-4.500.924	62,40	
out	12.348.625	7.985.709	-4.362.916	64,67	
nov	12.103.228	8.549.091	-3.554.137	70,63	
11-dez	12.185.305	9.186.225	-2.999.080	75,39	
12-jan	12.284.736	8.874.236	-3.410.500	72,24	
fev	12.360.942	9.254.462	-3.106.480	74,87	
mar	12.435.940	9.303.574	-3.132.366	74,81	
abr	12.523.281	9.811.600	-2.711.681	78,35	
mai	12.569.884	9.773.287	-2.796.597	77,75	
jun	12.651.010	10.743.706	-1.907.304	84,92	
jul	12.740.085	10.555.354	-2.184.731	82,85	
ago	12.833.770	11.041.196	-1.792.574	86,03	
set	12.932.103	11.199.906	-1.732.197	86,61	
out	13.030.859	11.719.715	-1.311.144	89,94	
nov	13.132.844	12.148.166	-984.678	92,50	
12-dez	13.230.760	12.752.347	-478.413	96,38	
13-jan	13.336.573	13.108.331	-228.242	98,29	

Fonte: DESIG e DEBAN

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Foram mostradas ao longo desse trabalho as características do modelo de SFH, tradicionalmente utilizado pelas incorporadoras e da securitização de recebíveis, modelo mais recente que se apresenta como alternativa de *funding* para o mercado imobiliário. O tipo de *funding* que será utilizado para captar recursos para um empreendimento varia de acordo com o produto, clientela alvo, tabela de vendas, negociações comerciais e etc.

A utilização do crédito proveniente do SFH é limitada de acordo com a quantidade de depósitos de poupança, fonte de recurso desse modelo. As instituições públicas, exceto CEF, e privadas, conforme demonstrado nas Tabelas 1 e 2 apresentadas acima, apresentam deficiência entre a quantidade depositada versus à exigibilidade de recursos para financiamentos habitacionais. Diante desse cenário, a securitização de recebíveis tem se constituído na alternativa de fontes de recursos para empreendimentos imobiliários.

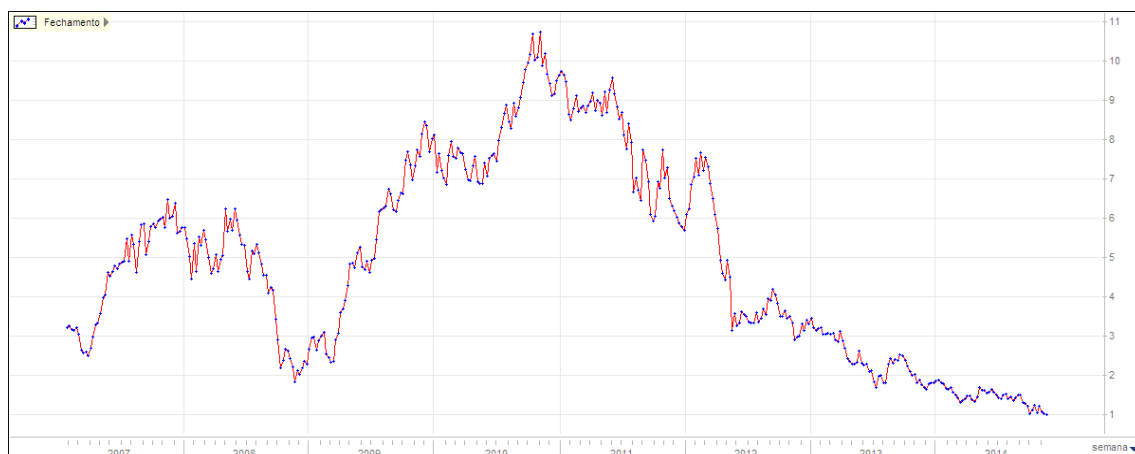
A securitização de recebíveis imobiliários permite que uma maior quantidade de investidores aplique seu dinheiro no mercado imobiliário e por um valor menor do que a compra de imóveis no mercado tradicional, através da compra dos títulos de crédito. Do ponto de vista da construtora, quanto mais diversificada sua fonte de captação de recursos for será melhor, pois lhe permite uma maior margem de negociação com seus credores. Sendo assim, o custo da captação tende a ser menor, e a rentabilidade do projeto em questão aumenta. Sob a ótica dos credores, a securitização permite uma dinâmica maior, pois permite a negociação dos títulos no mercado secundário. Entretanto, conforme apresentado em 2.5.3 Item1, 2.6.1, 2.6.2 Itens 1 e 2, a securitização ao aumentar significativamente a captação e suprir a deficiência de recursos do SFH, trouxe também agregação de riscos para os investidores. Já no SFH, o vínculo entre a incorporadora e o banco financiador da obra só terminará após a quitação total do saldo devedor, que em média demora mais de dois anos. Para o mercado imobiliário, considerando-se o atual déficit habitacional, a possibilidade de desenvolvimento de uma ferramenta para captar recursos ainda pouco explorados, ao comparar com o SFH, é muito atraente, mesmo considerando os riscos mencionados em 3.8.1 Item 1 e 3.8.3.

Até 2008 as incorporadoras se alavancaram muito, investindo nas expectativas emanadas do governo federal, pois acreditaram que a demanda por novos empreendimentos deveria permanecer muito alta. Com a estratégia governamental de sustentar estas expectativas depois da eclosão da crise do *subprime* em 2008, destaque em especial para o programa “Minha Casa, Minha Vida”, lançado em 2009 (Fase 1) e aumentado em 2010 (Fase 2) e 2014 (Fase 3). Entretanto, após a eclosão da crise, as incorporadoras passaram a ter dificuldades para captar novos recursos com os bancos, principalmente causadas pela dificuldade de captação externa que os bancos passaram a encontrar. As incorporadoras porém, estavam em pleno período de construção dos empreendimentos lançados durante o *boom* imobiliário e foram obrigadas a atrasar as obras, os orçamentos conseqüentemente estouraram, a demanda foi reduzida uma vez que a estratégia governamental não se sustentou e as divulgações de resultado trimestrais das construtoras passaram a mostrar enormes prejuízos.

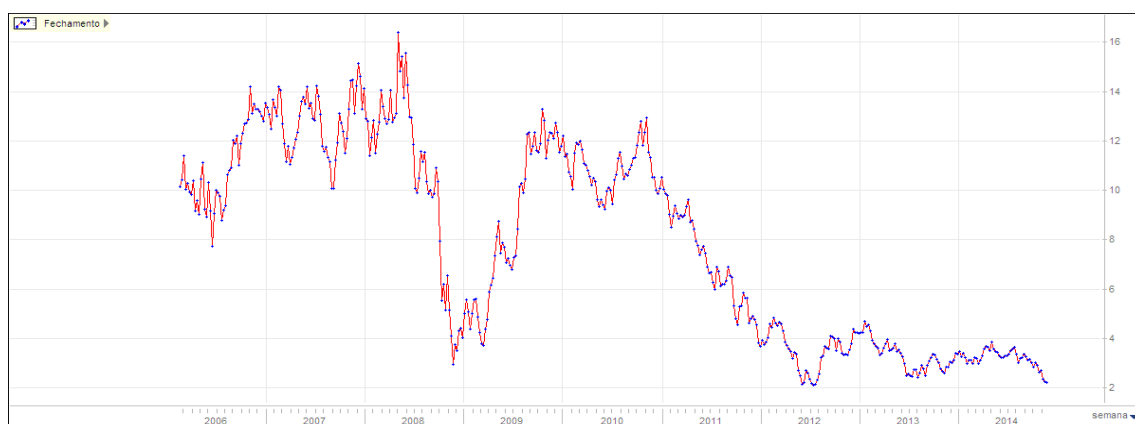
A resposta do mercado, demonstrada nas cotações das empresas do setor imobiliário expressa bem a intensidade da crise estabelecida. Apresentamos a seguir gráficos com cotações e dados relativos a produção, vendas e endividamento de três das mais representativas empresas do setor, a saber: PDG Realty, Gafisa e Cyrela de modo a ilustrar o fenômeno.

PDG Realty

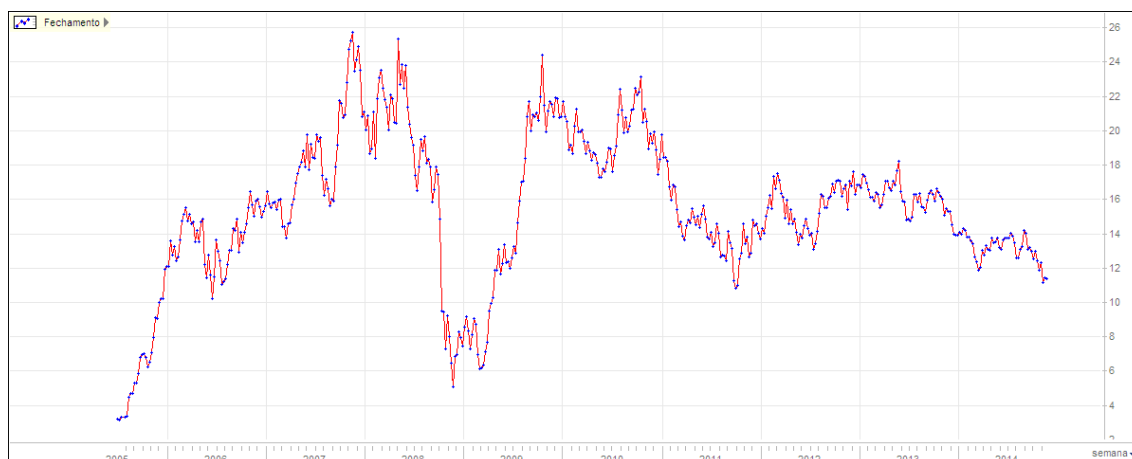
<u>VGV Lançado</u> <u>(R\$ milhões)</u>	<u>Unidades Lançadas</u>	<u>Vendas Contratadas</u> <u>(R\$ milhões)</u>	<u>Unidades Vendidas</u>	<u>Lucro Líq.</u> <u>Ajustado</u> <u>(R\$ milhões)</u>	<u>Endividamento</u> <u>(R\$ mil)</u>
2006 – 301,36	2006 - 3.994	2006 – 263,67	2006 – 3.116	2006 – 42,8	2006 – 112,755
2007 – 1233,45	2007 - 12.860	2007 - 969,95	2007 – 10.636	2007 – 129,5	2007 – 488,260
2008 – 2.611,54	2008 – 18.200	2008 – 1.811,83	2008 – 14.036	2008 - 182,46	2008 – 866.768
2009 – 3.026,55	2009 – 25.591	2009 – 2.670,26	2009 – 20.889	2009 - 338,13	2009 – 1.505.930
2010 – 7.005,0	2010 – 42.616	2010 – 6.520,1	2010 – 33.962	2010 – 875,3	2010 – 4.798.254
2011 – 9.007,6	2011 – 40.299	2011 – 7.480,6	2011 – 40.407	2011 – 783,6	2011 - 5.190.690 (Dív Líq/ PL= 54%)
2012 – 1.755	2012 – 6.205	2012 – 5.334	2012 – 13.735	2012 – (2.155,3)	2012 - 6.997.000 (Dív Líq/ PL= 67,7%)
2013 – 2.012	2013 – 5.181	2013 – 4.153	2013 – 10.001	2013 – (271,0)	2013 - 7.014.000 (Dív Líq/ PL= 69,2%)



GAFISA					
VGVLançado	Unidades Lançadas	Vendas Contratadas	Unidades Vendidas	Lucro Líq. Ajustado	Endividamento
(R\$ mil)		(R\$ mil)		(R\$ mil)	(R\$)
2006 – 1.005.069	2006 - 3.755	2006 – 995.074	Não Disponível	2006 – 75.233	2006 – 295.444
2007 – 2.235.928	2007 - 10.315	2007 - 1.626.604	Não Disponível	2007 – 143.777	2007 – 689.356
2008 – 4.195.698	2008 – 30.016	2008 – 2.577.762	Não Disponível	2008 - 192.792	2008 – 1.246.619 (Dív Líq/PL= 59,8%)
2009 – 2.301.224	2009 – 10.795	2009 – 3.248.065	Não Disponível	2009 - 312.825	2009 – 1.998.079 (Dív Líq/PL= 83,8%)
2010 – 4.491.835	2010 – 22.233	2010 – 4.006.380	Não Disponível	2010 – 288.484	2010 – 2.468.961 (Dív Líq/PL= 118%)
2011 – 3.526.298	2011 – 10.671	2011 – 3.352.288	Não Disponível	2011 – (905.189)	2011 - 3.245.336 (Dív Líq/ PL= 68%)
2012 – 2.886.204	2012 – 8.947	2012 – 2.633.104	Não Disponível	2012 – (58.782)	2012 - 2.396.389 (Dív Líq/ PL= 89,2%)
2013 – 2.951.961	2013 – 11.072	2013 – 2.513.858	Não Disponível	2013 – 885.098	2013 - 1.159.044 (Dív Líq/ PL= 36,1%)



CYRELA					
VGVLançado	Unidades Lançadas	Vendas Contratadas	Unidades Vendidas	Lucro Líq. Ajustado	Endividamento
(R\$ milhões)		(R\$ milhões)		(R\$ milhões)	(R\$ mil)
2006 – 1.924	2006 – 5.822	2006 – 1.369	Não Disponível	2006 – 242	2006 – 125
2007 – 3.428	2007 - 16.924	2007 - 2.815	Não Disponível	2007 – 422	2007 – 819
2008 – 3.784	2008 – 20.130	2008 – 3.458	Não Disponível	2008 – 278	2008 – 2.071
2009 – 4.465	2009 – 26.417	2009 – 4.088	Não Disponível	2009 – 729	2009 – 2.630,6
2010 – 5.955	2010 – 27.589	2010 – 4.778	Não Disponível	2010 – 600	2010 – 3.440,8
2011 – 6.281	2011 – 26.123	2011 – 5.267	Não Disponível	2011 – 498	2011 - 4.602
2012 – 3.883	2012 – 23.370	2012 – 4.384	Não Disponível	2012 – 660	2012 - 4.095
2013 – 4.645	2013 – 27.864	2013 – 5.086	Não Disponível	2013 – 719	2013 - 4.222



Os resultados são incontestáveis, revelando que o comportamento eufórico e a exagerada crença nas expectativas coordenadas por diretrizes de política governamental levaram o setor a crise em função da verificada queda de vendas. As evidências empíricas corroboram o fato, na medida em que as incorporadoras têm chegado ao ponto de promover "feirões" de imóveis, propagandeados enfaticamente, na esperança de diminuir seus estoques involuntários.

Este quadro foi previsto por vários economistas, críticos em relação a estratégia do governo quanto a sustentar a demanda agregada brasileira com estímulo ao consumo, incorrendo inclusive em renúncia fiscal a ponto de incorrer em déficit primário. As críticas se apoiavam na convicção de que uma vez que a capacidade de endividamento de famílias e empresas se esgotassem as vendas não teriam como se sustentar, principalmente através de manutenção de consumo de bens duráveis de alto comprometimento. Outrossim, vale ressaltar a dificuldade de retomada de investimentos em função do esgotamento de demanda e fragilização das empresas, preocupadas no momento em sanear seus passivos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BRASIL. Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais; institui o Regime Tributário para Incentivo à Modernização e à Ampliação da Estrutura Portuária – REPORTE; altera as Leis nos 10.865, de 30 de abril de 2004, 8.850, de 28 de janeiro de 1994, 8.383, de 30 de dezembro de 1991, 10.522, de 19 de julho de 2002, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, e 10.925, de 23 de julho de 2004; e dá outras providências. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/11033.htm> acesso em 25.11.13
- BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm> acesso em 01.12.13
- BRASIL. Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964. Institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e dá outras providências. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4380.htm> acesso em 01.12.13
- BRASIL. Lei nº 5.107, de 13 de setembro de 1966. Cria o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço, e dá outras providências. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L5107.htm> acesso em 15.12.13
- BRASIL. Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei no 911, de 1o de outubro de 1969, as Leis no 4.591, de 16 de dezembro de 1964, no 4.728, de 14 de julho de 1965, e no 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/civil_03/_ato2004-2006/2004/lei/110931.htm> acesso em 20.12.13
- BRASIL. Instrução CVM nº 284, de 24 de julho de 1998. Dispõe sobre companhia securitizadora de créditos imobiliários e distribuição pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst284.htm>> acesso em 20.12.13
- BRASIL. Medida provisória nº 206, de 06 de agosto de 2004. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais, institui o Regime Tributário para Incentivo à

- Modernização e Ampliação da Estrutura Portuária - REPORTE, e dá outras providências. Disponível em < <http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/MPs/2004/mp206.htm>> acesso em 05.01.13
- BRASIL. Medida provisória nº 133, de 14 de fevereiro de 1990. Dispõe sobre transferência de financiamento no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação e dá outras providências. Disponível em < <http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/MPs/2004/mp206.htm>> acesso em 05.01.13
- BRASIL. _____, de 14 de fevereiro de 1990. Dispõe sobre transferência de financiamento no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação e dá outras providências. Disponível em <<http://www.jusbrasil.com.br/topicos/11648527/medida-provisoria-n-133-de-23-de-abril-de-19904>> acesso em 09.01.13
- BRASIL. Medida provisória nº 321, de 12 de setembro de 2006. Acresce art. 18-A à Lei no 8.177, de 1o de março de 1991, que estabelece regras para a desindexação da economia. Disponível em < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2006/Mpv/321.htm> acesso em 11.01.13
- _____. **Boletim ANBIMA**. Rio de Janeiro. Ano IV – nº 64 – 2011
- CANÇADO, Thais; GARCIA, Fabio. **Securitização no Brasil**. São Paulo. Editora Atlas – 2007
- Caixa Press Release 1S13**. Disponível em http://downloads.caixa.gov.br/_arquivos/caixa/caixa_demfinanc/PR_2T13.pdf acesso em 13.10.2013
- O Crédito Imobiliário no Brasil**. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pre/credito_imobiliario/pdf/3%20-%20Apresenta%C3%A7%C3%A3o%20O%20CR%C3%89DITO%20IMOBILI%C3%81RIO%20NO%20BRASIL%20Sr%20Iorio.pdf> acesso em 13.10.2013
- _____. **3o Prêmio Abecip de Monografia em Crédito Imobiliário e Poupança**. Alternativas de funding para o crédito imobiliário. Editora Abecip – 2011
- _____. **3o Prêmio Abecip de Monografia em Crédito Imobiliário e Poupança**. Os Sistemas de Amortização e o Conceito de Capitalização de Juros nos Financiamentos Imobiliários: A Experiência Brasileira e o Modelo Internacional. Editora Abecip – 2011
- _____. **1o Prêmio Abecip de Monografia em Crédito Imobiliário e Poupança**. Construindo um modelo permanente, equilibrado e economicamente sustentável de crédito imobiliário brasileiro. Editora Abecip – 2007
- FARIA, Amarildo. **Securitização Imobiliária: uma opção de *funding* para o financiamento habitacional**. Disponível em < http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/11/11132/tde-19092011-101319/publico/Amarildo_Pereira_de_Faria_versao_revisada.pdf > acesso em 06.01.2014
- RISSO, Thiago. **A securitização de recebíveis imobiliários: Estudo Comparativo entre as opções de investimento de base imobiliária no mercado de capitais brasileiro**. Disponível em < <http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/24210/000598334.pdf?>> acesso em 12.01.2014
- JUNIOR, Otávio. **Perspectivas do Crédito Imobiliário no Brasil**. Disponível em < http://www.abecip.org.br/imagens/apre_octavio_fiabc.pdf> acesso em 24.01.2014
- FURTADO, Bernardo; NETO, Vicente; KRAUSE, Cleandro. **Nota Técnica Estimativas do déficit habitacional brasileiro (2007-2011) por municípios (2010)**. Disponível em <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/nota_tecnica/130517_notatecnicadirur01.pdf> acesso 13.10.2013
- VEDROSSI, Alessandro. **A securitização de recebíveis imobiliários: uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residenciais no Brasil**. Disponível em < http://www.realestate.br/images/File/arquivosPDF/A_Securitizacao_de_Recebiveis_Imobiliarios.pdf> acesso em 15.11.2013
- FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **O Crédito Imobiliário no Brasil Caracterização e Desafios**. São Paulo – 2007
- UQBAR. **ANUÁRIO – Securitização e Financiamento Imobiliário**. Rio de Janeiro - 2011
- _____. **Estatística do Sistema Financeira de Habitação**. Disponível em < <http://www.bcb.gov.br/?sfh>> acesso em 23.01.2014
- MEDEIROS, Sara. **BNH: outras perspectivas**. Disponível em < <http://www.cchla.ufrn.br/cnpp/pgs/anais/Artigos%20REVISADOS/BNH,%20outra%20perspectiva.pdf>> acesso em 20.01.2014
- FIGUEIREDO, Alcio. **Sistema Financeiro da Habitação – Núcleo de Pesquisa**. Disponível em <<http://www.uepg.br/nupes/sfh.htm>> acesso em 15.01.2014
- _____. **1o Prêmio Abecip de Monografia em Crédito Imobiliário e Poupança**. Construindo um modelo permanente, equilibrado e economicamente sustentável de crédito imobiliário brasileiro. Editora Abecip – 2007
- _____. **3o Prêmio Abecip de Monografia em Crédito Imobiliário e Poupança**. Alternativas de funding para o crédito imobiliário. Editora Abecip – 2011
- _____. **3o Prêmio Abecip de Monografia em Crédito Imobiliário e Poupança**. Os Sistemas de Amortização e o Conceito de Capitalização de Juros nos Financiamentos Imobiliários: A Experiência Brasileira e o Modelo Internacional. Editora Abecip – 2011

- _____. **Estatística do Sistema Financeira de Habitação**. Disponível em < <http://www.bcb.gov.br/?sfh>> acesso em 23.01.2014
- _____. **Boletim ANBIMA**. Rio de Janeiro. Ano IV – nº 64 – 2011
- _____. **Caixa Press Release 1S13**. Disponível em http://downloads.caixa.gov.br/_arquivos/caixa/caixa_demfinanc/PR_2T13.pdf> acesso em 13.10.2013
- _____. **O Crédito Imobiliário no Brasil**. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pre/credito_imobiliario/pdf/3%20-%20Apresenta%C3%A7%C3%A3o%20O%20CR%C3%89DITO%20IMOBILI%C3%81RIO%20NO%20BRASIL%20Sr%20Iorio.pdf> acesso em 13.10.2013
- BRASIL. _____, de 14 de fevereiro de 1990. Dispõe sobre transferência de financiamento no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação e dá outras providências. Disponível em <<http://www.jusbrasil.com.br/topicos/11648527/medida-provisoria-n-133-de-23-de-abril-de-19904>> acesso em 09.01.13
- BRASIL. Instrução CVM nº 284, de 24 de julho de 1998. Dispõe sobre companhia securitizadora de créditos imobiliários e distribuição pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI. Disponível em < <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst284.htm>> acesso em 20.12.13
- BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm> acesso em 01.12.13
- BRASIL. Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei no 911, de 1o de outubro de 1969, as Leis no 4.591, de 16 de dezembro de 1964, no 4.728, de 14 de julho de 1965, e no 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. Disponível em < http://www.planalto.gov.br/civil_03/_ato2004-2006/2004/lei/110.931.htm> acesso em 20.12.13
- BRASIL. Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais; institui o Regime Tributário para Incentivo à Modernização e à Ampliação da Estrutura Portuária – REPORTO; altera as Leis nos 10.865, de 30 de abril de 2004, 8.850, de 28 de janeiro de 1994, 8.383, de 30 de dezembro de 1991, 10.522, de 19 de julho de 2002, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, e 10.925, de 23 de julho de 2004; e dá outras providências. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/111033.htm> acesso em 25.11.13
- BRASIL. Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964. Institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e dá outras providências. Disponível em < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4380.htm> acesso em 01.12.13
- BRASIL. Lei nº 5.107, de 13 de setembro de 1966. Cria o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço, e dá outras providências. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L5107.htm> acesso em 15.12.13
- BRASIL. Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Disponível em < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9514.htm> acesso em 17.11.13
- BRASIL. Medida provisória nº 133, de 14 de fevereiro de 1990. Dispõe sobre transferência de financiamento no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação e dá outras providências. Disponível em < <http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/MPs/2004/mp206.htm>> acesso em 05.01.13
- BRASIL. Medida provisória nº 206, de 06 de agosto de 2004. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais, institui o Regime Tributário para Incentivo à Modernização e Ampliação da Estrutura Portuária - REPORTO, e dá outras providências. Disponível em < <http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/MPs/2004/mp206.htm>> acesso em 05.01.13
- BRASIL. Medida provisória nº 321, de 12 de setembro de 2006. Acresce art. 18-A à Lei no 8.177, de 1o de março de 1991, que estabelece regras para a desindexação da economia. Disponível em < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2006/Mpv/321.htm> acesso em 11.01.13
- CANÇADO, Thais; GARCIA, Fabio. **Securitização no Brasil**. São Paulo. Editora Atlas – 2007
- VASCONCELOS, José. **As Agências Federais de Crédito e as Prioridades do Governo Central**. Brasília, IPEA – 1997 de 2007.
- FARIA, Amarildo. **Securitização Imobiliária**: uma opção de *funding* para o financiamento habitacional. Disponível em < http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/11/11132/tde-19092011-101319/publico/Amarildo_Pereira_de_Faria_versao_revisada.pdf> acesso em 06.01.2014

- FIGUEIREDO, Alcio. **Sistema Financeiro da Habitação – Núcleo de Pesquisa**. Disponível em <<http://www.uepg.br/nupes/sfh.htm>> acesso em 15.01.2014
- FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. O Crédito Imobiliário no Brasil Caracterização e Desafios. São Paulo – 2007
- FURTADO, Bernardo; NETO, Vicente; KRAUSE, Cleandro. **Nota Técnica Estimativas do déficit habitacional brasileiro (2007-2011) por municípios (2010)**. Disponível em <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/nota_tecnica/130517_notatecnicadirur01.pdf> acesso 13.10.2013
- IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada), Presidência da República, Secretaria de Planejamento de Longo Prazo, Boletim Completo 78, setembro BRASIL.
- Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9514.htm> acesso em 17.11.13
- JUNIOR, Otávio. **Perspectivas do Crédito Imobiliário no Brasil**. Disponível em <http://www.abecip.org.br/imagens/apre_octavio_fiabci.pdf> acesso em 24.01.2014
- MEDEIROS, Sara. **BNH: outras perspectivas**. Disponível em <<http://www.cchla.ufrn.br/cnpp/pgs/anais/Artigos%20REVISADOS/BNH,%20outra%20perspectiva.pdf>> acesso em 20.01.2014
- RISSO, Thiago. **A securitização de recebíveis imobiliários: Estudo Comparativo entre as opções de investimento de base imobiliária no mercado de capitais brasileiro**. Disponível em <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/24210/000598334.pdf?>> acesso em 12.01.2014
- UQBAR. ANUÁRIO – Securitização e Financiamento Imobiliário. Rio de Janeiro - 2011
- VASCONCELOS, José. **As Agências Federais de Crédito e as Prioridades do Governo Central**. Brasília, IPEA – 1997
- VEDROSSI, Alessandro. **A securitização de recebíveis imobiliários: uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residenciais no Brasil**. Disponível em <http://www.realestate.br/images/File/arquivosPDF/A_Securitizacao_de_Recebiveis_Imobiliarios.pdf> acesso em 15.11.2013