

Título do trabalho

Sistema Financeiro Habitacional e Sistema Financeiro Imobiliário: limites e possibilidades

Nome da autora

Luciana de Oliveira Royer

Endereço eletrônico

luroyer@uol.com.br

Filiação institucional

Faculdade de Arquitetura e Urbanismo da Universidade de São Paulo

Resumo (em português e inglês)

O trabalho, baseado em parte de doutorado defendido na Faculdade de Arquitetura e Urbanismo da Universidade de São Paulo, busca compreender semelhanças e diferenças entre o Sistema Financeiro da Habitação, SFH, e no Sistema Financeiro Imobiliário, SFI, sob o ponto de vista da universalização da habitação enquanto direito. Busca também compreender o funcionamento do SFI na lógica de uma política pública de habitação.

The current work, based on a PhD thesis, interprets similarities and differences between the Housing Financial System (SFH) and Real State Financial System (SFI). The operation of the SFI in the framework of the public housing policy is also assessed.

Palavras-chave (em português e inglês)

**Política Habitacional, Sistema Financeiro de Habitação, Sistema Financeiro Imobiliário
Housing Policy, Housing Financial System, Real State Financial System**

Indicação da Área temática

7. Desenvolvimento e Espaço: ações, escalas e recursos

O Sistema Financeiro de Habitação, o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo e o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço foram marcos fundamentais para o desenvolvimento do crédito habitacional e imobiliário no Brasil. A lei que criou o Banco Nacional da Habitação (BNH), lei 4.380, de 21 de agosto de 1964, instituiu também o Sistema Financeiro de Habitação (SFH), com a grande inovação da correção monetária nos contratos imobiliários, além das Sociedades de Crédito Imobiliário (SCI), as Letras Imobiliárias (LI) e o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo (SERFHAU). O BNH era o órgão central, normativo e financiador do SFH e do Sistema Financeiro de Saneamento (SFS)¹.

O padrão de financiamento da política habitacional brasileira pós 1964 esteve centrado, portanto, no crédito lastreado na captação de poupança, tanto voluntária quanto compulsória e muito pouco no repasse de recursos orçamentários de origem fiscal. A constituição do SFH, nascido de uma conjuntura de intervenção do estado na economia, regulação de mercados e direcionamento de recursos onerosos a partir de critérios políticos é bastante distinta da formação do SFI, Sistema Financeiro Imobiliário, criado em 1997 em pleno período de consecução do ajuste neoliberal no Brasil, que pressupõe a livre negociação entre as partes, limitando-se o estado a resolver as chamadas ‘falhas de mercado’.

O SFI foi criado como uma possibilidade real de estabelecer um mercado importante no país para o financiamento a empreendimentos imobiliários. A ‘ausência do sistema nervoso’ para ‘deslanchar’ o setor imobiliário no Brasil, como aponta Fix² em relação ao sistema de crédito para a produção de torres de escritório, um dos principais tipos de empreendimentos imobiliários pelo volume de produção e valores envolvidos, demonstra a importância dada pelo setor imobiliário na formação de um sistema financeiro próprio em meados da década de 90. Toda a argumentação de que falta um sistema de crédito destinado ao setor imobiliário, de que o setor será alavancado caso esse sistema funcione, vem ao encontro da edição da lei do SFI.

Apesar do foco mais expressivo no financiamento de imóveis não-residenciais, a habitação acabou virando um pretexto para o discurso da alocação de recursos do SFH na promoção de produtos imobiliários em geral, por meio do ambiente financeiro do SFI. Na ocasião da criação deste sistema, não faltaram os que criticassem o SFH como ultrapassado, defendendo a sua substituição para que finalmente a questão habitacional fosse resolvida. Mesmo que o SFH continue produzindo seus resultados, ainda resistem os que vêm no modelo do SFI a grande oportunidade de combate ao déficit de moradias no Brasil.

Dentre as muitas e recentes transformações que podemos observar no setor imobiliário do país, está o papel crescente dos títulos de valores mobiliários como uma alternativa para o financiamento imobiliário.

Esses títulos estão ancorados na Lei nº. 9.514 que instituiu o SFI em 1997 e que tem por finalidade, segundo seu art. 1º, promover o financiamento imobiliário em geral, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos. O SFI não estabelece limites de financiamento, taxas, valor de imóvel ou qualquer tipo de ‘trava’ nas operações dentro do sistema. Apenas estabelece algumas condições, visto que, segundo a lei, as operações devem ser “livremente pactuadas pelas partes”. Essas condições, segundo o art. 5º da referida lei, são relativas ao equilíbrio econômico financeiro contratual:

“I - reposição integral do valor emprestado e respectivo reajuste;

II - remuneração do capital emprestado às taxas convencionadas no contrato

¹ 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.

² FIX, M. São Paulo... 144

III - capitalização dos juros

IV - contratação, pelos tomadores de financiamento, de seguros contra os riscos de morte e invalidez permanente”

O SFI procura construir, dessa forma, um sistema financeiro que dê segurança aos agentes envolvidos no processo do crédito imobiliário, especialmente aos investidores, ponto central da lógica do funcionamento do sistema, procurando fomentar um mercado de crédito imobiliário baseado, a princípio, na lei da oferta e da procura.

Visando o retorno de seus investimentos com o lucro estimado, empreendedores imobiliários não podem prescindir de um sistema de crédito que fomente essa indústria. E é nesse contexto que se insere o SFI e não na solução ou no equacionamento do déficit habitacional brasileiro, ainda que esse argumento seja utilizado à exaustão em muitos dos documentos sobre o SFI, sejam eles oriundos da cadeia produtiva (SINDUSCON/CBIC) ou mesmo de associações de empresas que trabalham com crédito imobiliário (ABECIP).³

Nota-se em alguns textos acadêmicos e de sindicatos ligados aos setores imobiliários a relação praticamente direta entre o ‘fracasso’ do SFH e a criação do SFI, como se o estabelecimento de um novo sistema financeiro fosse a solução, ou ainda a saída para a reformulação do financiamento habitacional no país. Para isso seria necessária a busca de “mecanismos para contornar a crise, reformando o modelo de financiamento habitacional no Brasil. A principal medida nesse sentido foi a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário” (FGV Projetos, 2007, p. 9). A ligação direta feita entre o atendimento às camadas de renda mais baixa e a estrutura financeira de um sistema de financiamento baseado na captação livre de recursos no mercado de capitais tende a ocultar as principais características do SFI e levar a conclusões precipitadas sobre sua função no fomento ao crédito imobiliário.

As críticas feitas por esses autores⁴ ao SFH é de que o SFH tem falhas “que contribuíram para o baixo ritmo de desenvolvimento habitacional”. Essas falhas dizem respeito especialmente à sua arquitetura financeira, tais como “(i) a taxa de juros fixa; (ii) a falta de canais de comunicação entre o SFH e os demais segmentos do mercado de capitais; (iii) a instabilidade congênita do sistema, ocasionada pelo prazo de permanência incerto dos depósitos nos fundos de financiamento do crédito habitacional e (iv) seu caráter pró-cíclico (FGV Projetos, 2007, p. 7).” No entanto, as características principais do SFH permanecem mesmo após o período mais dramático do sistema que teve na extinção do BNH seu ponto culminante e, como vimos recentemente no boom de crédito imobiliário os números recentes do SFH superaram seguidamente os níveis ‘gloriosos’ anos de 79 a 82.

Sabemos que o SFH é estruturado com dois fundings: o FGTS e o SBPE. Já o modelo contido no SFI não tem dependência de *funding* direto ou de direcionamento obrigatório, como o SFH, e procura captar fundos junto ao mercado de capitais. O SFI prevê, em seu modelo teórico, que o coração do sistema seja a captação de recursos em um mercado secundário de títulos de créditos e recebíveis imobiliários. Para isso conta com instrumentos financeiros destinados a fazer essa ponte entre o mercado de capitais e o mercado imobiliário.

³ Ver Revista do SFI, publicada pela ABECIP, nº. 19, ano 9, nº. 17, ano 8, nº. 24 ano 11, nº. 18 ano 8 bem como relatórios, balanços anuais e comunicados da Comissão de Economia e Estatística da CBIC dos anos de 1994, 1995, 1996 e 1997.

⁴ A este respeito, ver CARNEIRO, Dionísio D.; GOLDFAJN, Ilan. **A Securitização de Hipotecas no Brasil**. Texto para discussão nº426. Rio de Janeiro: Departamento de Economia da PUC, junho de 2000; FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **O Crédito Imobiliário no Brasil – Caracterização e Desafios**. São Paulo: FGV-Projetos, 2007; CARNEIRO, Dionísio D.; VALPASSOS, Marcus Vinicius F. **Financiamento à Habitação e Instabilidade Econômica - Experiências Passadas, Desafios e Propostas para a Ação Futura**. Rio de Janeiro: FGV, 2003.

Alguns instrumentos financeiros foram desenhados especialmente para esse tipo de operação, como os Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI (criado na Lei do SFI, lei nº. 9.514/1997), as Cédulas de Crédito Imobiliário – CCI e as Letras de Crédito Imobiliário - LCI⁵. Outros já existiam, mas sofreram algum tipo de reformulação com a criação do SFI, tais como as Debêntures, as Letras Hipotecárias e as Cédulas de Crédito Bancário. Importante ressaltar, no entanto que essas diferenças são relativas ao tipo de crédito, garantia, agente emissor, entre outros, não se diferenciando enquanto instrumentos de captação e intermediação de recursos no âmbito do mercado financeiro de títulos

Para operacionalizar a securitização desses recebíveis imobiliários por meio do instrumento Certificado de Recebíveis Imobiliários, CRI, a lei do SFI criou para esse fim companhias securitizadoras de créditos imobiliários, e reabilitou para o mercado imobiliário o instituto jurídico da alienação fiduciária.

Como se pode perceber, o SFI constitui na verdade um marco regulatório da participação e da operação de instituições financeiras e correlatas no financiamento imobiliário e no mercado de capitais, diferente do SFH, que buscava constituir um aparato estatal para o financiamento de habitação.

Após a edição da lei, em 1997, o debate sobre o assunto continuou, visando uma completa implantação do modelo. Em um fórum ocorrido em 1999 organizado pela Câmara Americana de Comércio de São Paulo (AmCham) e pela Universidade de Colorado⁶, o debate apontava claramente qual era o caminho a ser seguido pelo governo brasileiro se quisesse realmente fomentar um robusto mercado de crédito imobiliário: “o Brasil deve fazer da constituição de mercados secundários eficazes o elemento central de suas políticas, estratégias e programas habitacionais. [...] deve considerar um leque de opções implícitas e explícitas com relação ao apoio do governo. Elas incluem [...] programas de seguro total ou parcial e garantia com respeito à securitização; fornecimento de empréstimos a instituições do mercado secundário; envolvimento patrimonial. [...] deve-se considerar, no mínimo, a criação de uma instituição de propriedade do governo para segurar diferentes tipos de empréstimos hipotecários” (Kaplan; Mein, 1999, p.36).

Essa instituição de propriedade do governo, citada por esse Fórum, deveria também funcionar como um ‘colchão’ de liquidez aos recebíveis imobiliários, e assim, de acordo com esse modelo, aumentar a oferta de financiamentos imobiliários em geral e habitacionais em particular. Ou seja, o governo deveria dispor de uma espécie de fundo governamental com recursos prontos a socorrer o mercado de títulos securitizados caso este apresentasse qualquer problema, minimizando quase totalmente o risco do negócio em nome de um aumento da oferta de financiamento imobiliário. O governo brasileiro também deveria, nesse sentido, buscar a adesão do mercado de capitais para, em princípio, prover recursos em condições e estruturas pré-definidas junto a fundos de pensão e posteriormente a investidores estrangeiros, sempre com o

⁵ As Cédulas de Crédito Imobiliário – CCI e as Letras de Crédito Imobiliário – LCI foram instituídas com a Lei 10.931/2004, conhecida como Lei do Patrimônio de Afetação. Trataremos dessa lei no tópico 3.3 - Lei 10.931/2004 e Lei 11.196/2005: o aperfeiçoamento do ambiente regulatório. O instrumento criado por meio da Lei 9.514/1997 foi o Certificado de Recebíveis Imobiliários - CRI.

⁶ On April 8 to April 11, 1999, over eighty respected Brazilian and U.S. business, government, non profit, and academic leaders participated in the second Brazil-U.S. Aspen Global Forum on Expanding Primary and Secondary Mortgage Markets and Housing Opportunity, in Sao Roque, Brazil. They included investors, rating agencies, mortgage bankers, originators and servicers, government, quasi government and private sector secondary market participants, and housing policy analysts. Their discussions were vigorous and intense. They cared deeply about finding a way to respond to Brazil's housing priorities in an economically sound and socially conscious manner. While they did not always agree on particulars, they did reach consensus on a broad framework to reform Brazil's housing markets. They also concurred on many immediate strategies and next steps to further Brazil's current efforts to establish effective primary and secondary mortgage markets.

objetivo de fomentar esse mercado. Outros tópicos importantes nesse sentido que foram objeto de recomendação do Fórum foram a padronização dos instrumentos hipotecários e dos critérios de subscrição de hipotecas e a criação de sistemas computadorizados de informações eficientes para fácil acesso por instituições financeiras.

A explosão do mercado de derivativos nos anos 90, o surgimento dos investidores institucionais como participantes fundamentais do mercado de capitais e o crescente uso mundial do instrumento da securitização em quase todos os processos de crédito dão o contexto mundial no qual a adoção de sistemas mais ‘sofisticados’ para o financiamento habitacional parece a todos os envolvidos um processo de evolução quase natural, longe da excessiva e antiquada regulamentação do estado nas questões de domínio econômico.

Não há como não reconhecer, mesmo em urbanistas pouco acostumados com o discurso econômico, a filiação à nova economia institucional (NEI) nos debates, textos e mesmo na peça legal do SFI. De fato nota-se em alguns estudos acadêmicos a reprodução do discurso da nova economia institucional, que é dominante no âmbito do mercado e do jornalismo econômico, criando uma espécie de senso comum sobre economia e finanças de que “o desenvolvimento de um mercado secundário de letras hipotecárias no Brasil é essencial para atrair capitais para a construção civil e gerar eficiência alocativa de recursos ao setor (Carneiro; Valpassos, 2003, p. 35)”.

Sob essa discussão, sob essa base temática é que se formou o debate que formatou a lei do SFI e na qual se processou o debate posterior para sua regulamentação. A afirmação de que o SFH não é capaz de atender o mercado imobiliário, em conjunto com a crença de que o mercado de capitais seria a grande solução para a provisão de fundos para o setor imobiliário foram as bases conceituais do Sistema. O SFI teria então como grande força motriz “o mercado investidor, sendo, portanto, fundamental que o mesmo se sinta atraído pelas operações do SFI, sem o qual sua capacidade de expansão é praticamente nula (Vedrossi, 2002, p. 18)”. Dessa forma, o governo brasileiro deveria flexibilizar ao máximo as regras do financiamento imobiliário para que o próprio mercado defina o equilíbrio da oferta e da demanda, já que as decisões dos agentes econômicos no mercado tendem a gerar o equilíbrio, segundo o viés neoclássico.

Ainda sobre o posicionamento do mercado financeiro sobre o papel do crédito imobiliário no desenvolvimento brasileiro, há por parte principalmente dos setores financeiros a construção do argumento de que o desenvolvimento do mercado de financiamento imobiliário na economia deve alcançar o patamar do Chile, do México e também da Espanha⁷. Para tanto, é necessário que o governo brasileiro, segundo essa agenda, execute medidas que atraiam investimentos do setor privado para o setor de financiamento imobiliário. Note-se que não é uma discussão sobre a melhoria das condições habitacionais nem mesmo uma discussão sobre o aumento do parque residencial, mas sim uma plataforma que objetiva o desenvolvimento do setor de financiamento imobiliário.

Essas medidas se dividem em três grupos:

- melhoria do ambiente institucional, que requer (i) preservação do direito dos investidores (ii) criação de centrais de crédito positivo (iii) padronização de contratos e mecanismos de avaliação de imóveis.
- fortalecimento do mercado secundário por meio da criação de um fundo de liquidez e garantia

⁷ ACCENTURE. Crédito Imobiliário: propostas para torná-lo um efetivo instrumento promotor do desenvolvimento econômico e social do País. Salvador: Seminário BACEN, novembro de 2007.

- desburocratização do processo de registro de imóveis por meio da criação de uma base única de registro de imóveis.

A questão que nos interessa aqui é a criação de um fundo de garantia aos financiamentos, que garantiria uma carteira de créditos transacionável no mercado secundário, dando proteção aos investidores. Um fundo de liquidez e garantia poderia ter alguns papéis possíveis, segundo estudos do Banco Mundial. Ou seja, esse fundo de liquidez daria suporte ao funcionamento do mercado primário de hipotecas, eventualmente comprando e armazenando títulos, financiando seguros com preço de mercado e financiando os contratos de baixa renda, visto que estes contratos, por seu baixo retorno, não interessariam aos investidores. Esse fundo de liquidez e garantia funcionaria, portanto, para que o mercado secundário ‘acontecesse’ no Brasil, como um fim em si mesmo.

O SFI, portanto, se baseia no conceito da captação de recursos junto ao mercado de capitais por meio da securitização, e busca garantir a segurança jurídica das transações, especialmente quanto à rápida execução da garantia real, por meio da alienação fiduciária.

Sabe-se também que grande parte da riqueza mundial está alocada em títulos (*bonds*). O que a securitização imobiliária faz é justamente *ligar o mercado de títulos ao mercado imobiliário*. A complexidade dessas operações pressupõe, no entanto, um mercado de capitais extremamente bem desenvolvido e tecnologicamente preparado para operações complexas, e também um mercado imobiliário voltado e preparado para operar com esse mercado de capitais.

A securitização em si é feita por meio de inúmeras formas no mercado financeiro atual, sendo a securitização de recebíveis (ou créditos) imobiliários apenas uma delas.

As securitizações de créditos correspondem à transformação do crédito concedido em títulos negociáveis de renda fixa. Em busca de recursos para novos negócios, para reduzir riscos de inadimplência ou adequar aos limites de Basileia, a instituição financeira pode optar por contratar uma securitizadora ou constituir FIDC (Fundo de Investimento de Direitos Creditórios) para negociar seus recebíveis securitizados. [...] Os investidores finais cumprem o papel de financiadores do capital, adiantando ao emissor o valor dos títulos securitizados, recebendo juros e a promessa de liquidação pelo valor de face quando do seu vencimento [...] A securitização de recebíveis é alternativa ao financiamento bancário para empresas não financeiras. [...] O perfil dos recebíveis que dão lastro às securitizações brasileiras ainda é predominantemente relacionado às faturas de vendas (duplicatas) respondendo por 40% das emissões realizadas no 1º semestre de 2004, seguido dos recebíveis vinculados a financiamentos de automóveis (24%) e dos recebíveis imobiliários (14%), que vem aumentando sua participação no mercado de securitizados (Fernandes, 2006, p. 258) [sem grifo no original].

A Lei do SFI, por sua vez, em seu artigo 8º, define a securitização de créditos imobiliários como 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”. Neste Termo devem estar identificados o devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreia a emissão, a identificação dos títulos e a constituição de outras garantias, se for o caso.

Esse processo de estruturação de operações financeiras visa basicamente a alavancagem de ‘novos’ recursos e à dispersão de riscos.

A possibilidade de captar recursos a custos mais baixos no mercado em comparação com os custos de financiamentos bancários ou outras formas mais tradicionais de captação é apontada

como sendo uma das principais características de atratividade da securitização para originadores. É citado que o alargamento da base de investidores, ou seja, um maior número de investidores injetando recursos na compra de um papel, geraria um menor custo de captação desse dinheiro. Segundo Vedrossi, para o originador, uma “das vantagens da securitização é a possibilidade de captação de recursos a custos mais reduzidos podendo gerar um ganho efetivo por parte do originador dos créditos em relação a alternativas de captação existentes” (Vedrossi, 2002, p.21).

A argumentação da captação de recursos no mercado via compra de títulos com lastro imobiliário parece pressupor, a princípio, a impossibilidade de captação de recursos da poupança ou mesmo do FGTS. Pode-se concluir, portanto, que se está tratando de empreendimentos imobiliários que excedem os limites do SFH e que, portanto, estariam fora das características e do atendimento a essas faixas de renda. Para ilustrar esse aparente paradoxo, no qual a captação de recursos via mercado de títulos e mercado de capitais seria a melhor alternativa em comparação aos *fundings* da poupança e do FGTS, pode-se utilizar o caso da construtora Klabin Segall, que recentemente foi posta à venda por não conseguir honrar com seus compromissos financeiros. Em matéria do jornal Valor Econômico de 27 de abril de 2009, o jornalista afirma que “segundo fontes do mercado, a empresa sempre foi muito bem como incorporadora, mas faltou experiência financeira. Um dos erros foi usar debêntures para financiar a produção – as empresas do setor costumam usar o dinheiro do SFH, dinheiro proveniente da poupança com custo mais baixo”⁸ [sem grifo no original]. Ou seja, o discurso de que os recursos oriundos do mercado de capitais seriam os mais adequados para financiar o mercado imobiliário apresenta alguns pontos cegos que merecem maior análise.

O que se apresenta, no entanto, como um desdobramento mais adequado para compreender o processo de securitização, especialmente após a crise que eclodiu em setembro de 2008, é que “a partir da securitização é criada uma estrutura de captação de recursos inequivocamente associada à qualidade dos ativos, ou melhor, à qualidade das receitas vinculadas a esses ativos e não à qualidade do tomador dos recursos. A qualidade do tomador de recursos pode ser agregada à operação, mas não de forma obrigatória ou necessária” (Vedrossi, 2002, p. 22).

O mecanismo de operação e a lógica que perpassa a arquitetura da securitização, base do sistema de captação de recursos do SFI, é, portanto, a lógica dos produtos financeiros, produtos sofisticados do ponto de vista da formatação, englobando uma série de pré-requisitos que devem existir para que sejam atrativos do ponto de vista do investidor:

- geração de fluxo de caixa, sem a qual não há recebível, ou seja, não há crédito passível de ser distribuído;
- qualidade dos recebíveis (qualidade da originação dos créditos, que se divide em: análise do risco de crédito do adquirente, estrutura jurídica da transação original e constituição da garantia imobiliária);
- diversificação do portfólio (dispersão geográfica dos imóveis / não concentração de volume num único crédito / dispersão dos segmentos de mercado em que atuam os adquirentes);
- periodicidade dos pagamentos (fluxo de caixa regular);
- homogeneidade (taxa juros, prazo de amortização, forma de amortização etc.);
- possibilidade de transferência;
- independência em relação ao originador;

⁸ ENDIVIDADA, Klabin Segall está à venda e já têm interessados. **Jornal Valor Econômico**, São Paulo, 27 de abril de 2009, p. B6.

- facilidade de comercialização dos títulos.

Dessa forma, todos esses atributos devem ser levados em conta ao se produzir um bem imobiliário que terá como finalidade a captação de recursos junto a investidores. Certamente a produção de uma unidade habitacional, um hotel, qualquer empreendimento imobiliário que for construído tendo como objetivo ser o lastro, a garantia real de uma operação financeira complexa dessa natureza, deve ser estruturada desde o início para atender a esses critérios de enquadramento.

Dentre os critérios de enquadramento mais citados estão o tipo de imóvel, o valor máximo de cada crédito, a relação dívida/valor do imóvel e a capacidade de pagamento do adquirente.

O tipo de imóvel está relacionado com o uso, com a qualidade do bem e com a localização do imóvel. Tendo em vista que o bem é um imóvel, todas essas características podem depreciar ou apreciar seu valor, sendo todas elas fundamentais para a determinação do fluxo de renda futuro.

O valor máximo de cada crédito é um critério relevante para a originação pois, segundo os critérios de risco mais utilizados, não é possível que um crédito seja muito diferente dos demais no mesmo pacote de securitização para não comprometer a homogeneidade desse 'lote', o que aumentaria os riscos.

Esses critérios⁹ influenciam obviamente os originadores dos títulos, que ao produzirem recebíveis com essas características repassam para as Sociedades de Propósitos Específicos esses direitos creditórios com muito mais facilidade. Portanto, pela característica de serem absorvidos pelas companhias securitizadoras com mais facilidade, essa arquitetura financeira influencia de maneira decisiva as decisões sobre o que, como e para quem produzir. E, em última instância, quem determina o que é melhor ou não é o investidor, que busca, por sua própria característica, rentabilidade acima ou equivalente a outros investimentos no mercado financeiro.

O discurso apresentado por entidades de classe e os estudos acadêmicos do setor, anteriormente citados, levam a conclusão de que sem um forte incentivo por parte do estado, não há como o mercado agir livremente. Os 'anseios' e 'necessidades' dos investidores demonstram que só é possível contar com seus recursos se as operações puderem oferecer a segurança que eles já detêm em seus atuais investimentos.

A securitização promoveu mudanças consideráveis no sistema financeiro mundial, especialmente quanto à dispersão dos riscos dos ativos financeiros. A certeza de que esse mecanismo financeiro era uma saída inteligente na dispersão dos riscos do mercado transformasse em uma crença quase inabalável. A crise atual, no entanto, desmontou por meio de fatos o edifício teórico dos mercados auto-regulados, especialmente o argumento da não necessidade dos recursos públicos para regular os mercados financeiros.

Ou seja, a liquidez necessária para o funcionamento dos CRI se daria tendo como base o SBPE, com recursos captados na poupança a baixo custo para os investidores. Dessa forma, a aposta de que o sucesso do instrumento significaria a entrada de novas fontes de recursos para um setor atrasado ou ainda totalmente dependente da captação da poupança e do FGTS parece contraditória, visto que são justamente esses os recursos que se mostram fundamentais para que o investimento seja atrativo e faça girar o ciclo dos investimentos.

⁹ Os critérios utilizados por Vedrossi como sendo os mais importantes são os utilizados e já consagrados pela *Fannie-Mae (Federal National Mortgage Association)* e pelo *Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Association)* empresas privadas regulamentadas pelo governo norte-americano, ambas fazendo parte das *Government Sponsored Enterprises*, empresas patrocinadas pelo governo.

Ainda que o SFI tenha sofrido todo esse aprimoramento, recebendo suporte legislativo, e com um ambiente macroeconômico mais propício, para a ABECIP, o modelo brasileiro é ‘simplório’ pois ainda tem a caderneta de poupança como grande *funding* das operações de crédito imobiliário. A intenção do mercado de crédito imobiliário seria, segundo seus documentos oficiais, ter um modelo de crédito imobiliário integrado com o mercado de capitais, que reunisse além de bancos e compradores, grandes investidores, como é o caso dos fundos de pensão e seguradoras, que poderiam adquirir CRI para compor suas reservas técnicas.

O argumento é, mais uma vez, de que o estado está falido, não há mais como contar com o estado para investir em crédito, de que é preciso buscar recursos em outras fontes para a construção, encontrando eco em vários discursos oficiais de entidades de classe e mesmo em trabalhos acadêmicos.

O documento da CBIC que trata do balanço do ano de 1996, baseado no documento “Diretrizes para a Reformulação do Sistema de Financiamento da Habitação”, elaborado pelo Sinduscon de São Paulo, Minas Gerais e Goiás e pelo Secovi SP, afirma que “com a falência do estado, que há muito tempo perdeu sua capacidade de investir, recai sobre o sistema financeiro privado a responsabilidade de prover, alternativamente os recursos necessários para viabilizar financiamentos de longo prazo ao setor” (CBIC, 1996, p. 20).

No entanto, não é o que o vertiginoso aumento do número de financiamentos, tanto no SBPE quanto no FGTS demonstra. Toda a mudança institucional promovida por meio da Lei nº. 10.931 e pelas Resoluções do CMN fizeram com que o SFH tivesse um desempenho excepcional para os padrões dos anos 90 e mesmo de grande parte dos anos 80.

A idéia de que se é bom para os bancos e para os mercados é bom para quem vai tomar o crédito nem sempre corresponde aos fatos, visto que a lógica financeira que perpassa a atividade bancária e financeira é a lógica de valorização do capital e não a lógica do acesso a um bem, e muito menos a lógica de universalização de direitos.

Não é possível se pensar uma política habitacional e mesmo um plano de execução dessa política que baseie sua captação de recursos em recursos oriundos do mercado secundário, como querem alguns autores, pela própria natureza desse mercado.

A criação do SFH, bem como a sua operacionalização em mais de quarenta anos, demonstra com muita propriedade a importância do Estado na instituição e na articulação nacional do sistema de crédito habitacional. Os números, as estatísticas, a evolução institucional, a arquitetura financeira – são vários os fatores que demonstram a magnitude do sistema e o papel fundamental do Estado na dinamização do setor imobiliário e das políticas públicas de habitação no Brasil. O SFI, por sua vez, apesar de aparentemente renegar a importância do Estado na formatação do setor, também evidencia, a seu modo, a importância do Poder Público na estruturação dos mercados, especialmente nos países periféricos, em que o processo de acumulação sempre dependeu do impulso estatal e da oferta de garantias institucionais ao seu pleno funcionamento. Assim, podemos observar que, apesar da ambigüidade retórica, a política elaborada a partir da Lei nº 9.514/1997 não ousou propor o fim do SFH ou negar o crédito dirigido como um importante agente de acumulação do setor imobiliário no Brasil.

Para atenuar os riscos no ambiente de negócios do SFI, é sempre apresentada a proposta de criação de fundos de fomento e liquidez, fundos garantidores, ou fundos estatais. A criação desses fundos, cuja função seria a ampliação da segurança e a atração de investidores na securitização, continua fazendo parte de agendas setoriais e é defendida veementemente. De acordo com a FGV, a “ampliação das atividades pode acontecer pelo aumento das operações até mesmo com créditos emitidos originalmente no âmbito do SFH” (FGV Projetos, 2007, p. 45) A questão preocupante é a origem, o volume, a abrangência e a destinação desses fundos. O

desenvolvimento econômico brasileiro demonstra que a constituição e fortalecimentos dos mercados se dão na captura do orçamento público. Dessa forma, a criação de fundos destinados a dar suporte ao funcionamento de um mercado secundário de hipotecas sob o argumento de que o SFI tem como um de seus princípios básicos “a desoneração dos cofres públicos” (CIBRASEC, 2005), deve ser avaliada e acompanhada para que a disputa sobre os recursos não retire dos fundos justamente o recurso que é necessário para o atendimento às necessidades habitacionais brasileiras, das quais aproximadamente 90%, setores importantes do próprio mercado imobiliário dizem que não tem como atender.

De fato “não se obtém sucesso na redução do déficit habitacional para a população de baixa renda sem a participação do governo no setor de financiamento imobiliário” (Carneiro;Valpassos, 2003, p.68). Mas mesmo assim, alguns autores ainda insistem em retirar exemplos modelares de outros países nos quais “observam-se [...] amplas linhas de subsídios públicos que permitem a captação pelo mercado dos recebíveis referentes aos financiamentos feitos para a aquisição de imóveis por parte da população de baixa renda”. O objetivo do SFI então seria o de “ligar os maiores poupadores da nossa economia, que são os fundos de pensão, seguradoras e outras instituições que demandam ativos de longo prazo aos indivíduos demandantes de créditos imobiliários, que se apresentam em grande número em todo território nacional” (Carneiro;Valpassos, 2003, p.68). Dessa forma, poderíamos entender que então os recursos oriundos do mercado secundário seriam carreados para quem pode pagar as taxas de juros atrativas para esses investidores. Só que então, mais uma vez, surge o argumento da baixa renda e do déficit, visto que o Estado é chamado a participar com o que tem de melhor, o fundo público, no subsídio à taxa de juros e também na criação de seguros de crédito visto que “o resultado da ineficiência atual é o fechamento do mercado privado para financiamentos de baixo valor, excluindo a população carente de qualquer possibilidade de adquirir um imóvel” (Carneiro;Valpassos, 2003, p.69). O embaralhamento dos argumentos, misturando o déficit habitacional, o acesso das faixas de renda mais baixas à moradia digna, o fomento ao mercado imobiliário, a implantação de um mercado de capitais forte com instrumentos sofisticados de títulos de recebíveis de crédito imobiliário buscam confundir e fortalecer o argumento da participação do governo no estabelecimento do mercado secundário de recebíveis como um fim em si mesmo e demonstram o caráter ideológico do discurso.

Neste processo, a tentativa de substituir um modelo de financiamento baseado na intensiva participação estatal para um modelo de financiamento “*market-oriented*” abusa da retórica, como, por exemplo, quando critica o caráter simplório do modelo de crédito habitacional brasileiro, assentado na poupança como grande funding das operações. Todavia, no lugar de abandonar esta fonte privilegiada de recursos, como o argumento poderia sugerir, o que se observa nos últimos anos é a resistência desta base de financiamento. O desempenho recente do SFH, tanto do SBPE quanto do FGTS ilustra bem a questão. As mudanças nas condições de acesso ao crédito, bem como a inegável melhoria nas condições macroeconômicas para o crédito de longo prazo, conseguiram ampliar o acesso ao crédito habitacional. Desta forma, é sintomática a pressão exercida por setores imobiliários visando a diminuição do controle estatal sobre o crédito dirigido (do direcionamento da poupança à flexibilização do uso do FGTS), condição necessária ao fortalecimento do mercado de capitais como fonte privilegiada de financiamento, com isenções de impostos e atração de investidores.

Neste contexto, a política habitacional deve, longe de se limitar ao papel regulatório do mercado de crédito, re-incorporar o conflito na estruturação do sistema de crédito, reconhecer os conflitos distributivos e socorrer de maneira desigual os grupos de menor renda. Certamente a alocação eficiente de recursos tem parcela de importância na implementação e operação cotidiana dos programas, mas é estéril enquanto centro (*core*) de uma formulação de política que pretenda universalizar direitos. Todo o processo urbano, a questão locacional da moradia, a

questão fundiária, a urbanização de áreas degradadas, a diversidade do atendimento habitacional e do acesso à moradia digna devem ser tratados de forma integrada, reconhecendo os interesses em disputa e arbitrando os ‘ganhadores’ da política nos termos da Constituição.

ABECIP. *História e Perspectivas do Crédito Imobiliário - ABECIP 36 anos*. São Paulo: ABECIP, 2003.

ABECIP; CBIC. *Primeira Revisão Trimestral da Proposta Acordada entre a ABECIP – Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e a CBIC – Câmara Brasileira da Indústria da Construção*. São Paulo: CBIC, abr 2005. Disponível em <http://www.cbic.org.br/arquivos/acordoABECIPCBIC.pdf>. Acesso em março de 2009.

ACCENTURE. *Crédito Imobiliário: Propostas para Torná-lo um Efetivo Instrumento Promotor do Desenvolvimento Econômico e Social do País*. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Conferência Internacional de Crédito Imobiliário; nov. 2007, Salvador, Brasil.

ANAIS DO SEMINÁRIO INTERNACIONAL DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO. *As Contribuições dos Sistemas Imobiliários da Espanha e do México para o Aperfeiçoamento do Modelo Brasileiro*. Rio de Janeiro: ABECIP/Publiletto, 2007.

ARAGÃO, José Maria. *Sistema Financeiro da Habitação: uma Análise Sócio-Jurídica da Gênese, Desenvolvimento e Crise do Sistema*. Curitiba: Juruá, 1999.

ARRETCHE, Marta. Desarticulação do BNH e autonomização da política habitacional. In: AFFONSO, Rui de Britto A.; SILVA, Pedro Luiz B. (Orgs.). *Descentralização e Políticas Sociais*. São Paulo: FUNDAP, 1996.

AZEVEDO, Sérgio de. A crise da política habitacional: dilemas e perspectivas para o final dos anos 90. In: RIBEIRO, Luiz César de Queiroz. *A crise da moradia nas grandes cidades: da questão da habitação à reforma urbana*. Rio de Janeiro: Editora UFRJ, 1996, p. 73-104.

BELLOTTO, Alessandra. Tijolo de papel. *Jornal Valor Econômico*, São Paulo, 30 de junho de 2009.

_____; COTIAS, Adriana. Com nova instrução, CVM busca destravar o mercado. *Jornal Valor Econômico*, São Paulo, 03 nov 2008.

CARNEIRO, Dionísio Dias; GOLDFAJN, Ilan. *A Securitização de Hipotecas no Brasil*. Texto para discussão nº426. Rio de Janeiro: Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica, jun 2000.

_____; VALPASSOS, Marcus Vinicius F. *Financiamento à Habitação e Instabilidade Econômica - Experiências Passadas, Desafios e Propostas para a Ação Futura*. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 2003.

CBIC. *Balanço do setor de construção civil no Brasil em 1997 e perspectivas para 1998*. Belo Horizonte: CBIC, jan1998. Disponível em <http://www.cbicdados.com.br/files/textos/039.pdf>. Acesso em out 2008.

_____. *Diretrizes para a Reformulação do Sistema de Financiamento da Habitação*. Belo Horizonte: CBIC, out 1996. Disponível em <http://www.cbicdados.com.br/files/textos/045.pdf>. Acesso em out 2008.

_____. A indústria da construção brasileira no início do século XXI: análise e perspectivas. Belo Horizonte: CBIC, out 1998. Disponível em: <http://www.cbicdados.com.br/files/textos/034.pdf>. Acesso em out 2008.

_____. *Retrospectiva da economia nacional e do setor de construção em 2006 e perspectivas para 2007*. Brasília: CBIC, 2006. Disponível em: <http://www.cbicdados.com.br/files/textos/049.pdf>. Acesso em out 2008.

_____. *O setor da construção civil no plano real: análise e perspectivas*. Belo Horizonte, set. 1994. Disponível em: <http://www.cbicdados.com.br/files/textos/053.pdf>. Acesso em out 2008.

CHIQUIER, Loïc, HASSLER, Olivier; LEA, Michael. Mortgage Securities in Emerging Markets. *World Bank Policy Research Working Paper*, n. 3370, ago. 2004. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=625247>. Acesso em mar 2009.

ENDIVIDADA, Klabin Segall está à venda e já têm interessados. *Jornal Valor Econômico*, São Paulo, 27 abr 2009, p.B6.

FIX, Mariana. *São Paulo cidade global: fundamentos financeiros de uma miragem*. São Paulo: Boitempo, 2007.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. *O Crédito Imobiliário no Brasil – Caracterização e Desafios*. São Paulo: FGV-Projetos, 2007.

KAPLAN, Marshall; MEIN, John. **A Report Based on the Proceedings of The Brazil-U.S. Aspen Global Forum April 8 - 11, 1999**. American Chamber of Commerce -- São Paulo and Institute for Policy Implementation / Graduate School of Public Affairs / University of Colorado at Denver. Mimeo, 1999. Disponível em http://74.125.47.132/search?q=cache:yPx5uvJs6O4J:www.housingfinance.org/pdfstorage/SAmerica_opportun.pdf+KAPLAN+Marshall+MEIN+John+April+8+11+1999+American+Chamber+of+Commerce+S%C3%A3o+Paulo+and+Institute+for+Policy+Implementation+A+Report+Based+on+the+Proceedings+of+The+Brazil+US+Aspen+Global+Forum&cd=1&hl=pt-BR&ct=clnk&gl=br. Acesso em fevereiro 2009.

LIMA JR., João da Rocha. Instrumentos de investimento em empreendimentos habitacionais no Brasil: a questão estrutural. *Boletim Técnico do Departamento de Engenharia de Construção Civil* - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo BT/PCC/354. São Paulo: EPUSP, 2004.

_____. Novos produtos financeiros e o mercado imobiliário: investimentos via títulos de securitização. Palestra proferida no 1º. Seminário da Latin America Real Estate Society, set. 1999.

RECEBÍVEIS: fundo é alternativa para crédito mais barato. *Jornal do Comércio*, Rio de Janeiro, p. B2, 25 out 2002.

REVISTA DO SFI. São Paulo: ABECIP, ano 11, No. 24, 2007.

_____. São Paulo: ABECIP, ano 9, nº. 19, 2005.

_____. São Paulo: ABECIP, ano 8, nº. 18, 2004.

_____. São Paulo: ABECIP, ano 8, nº. 17, 2004.

TRAVAGLINI, Fernando. Caixa negocia com governo a primeira emissão de CRI. *Valor Econômico*, São Paulo, 27 jun. 2008.

_____. Emissões de CRI batem recorde. *Jornal Valor Econômico*, São Paulo, 31 jul. 2008.

_____. Turbulência não é Crise, diz ex-diretor do BC americano. *Jornal Valor Econômico*, São Paulo, 14 ago. 2007.

VAN ORDER, Robert. *Public Policy and Secondary Mortgage Markets*. Curso “Housing Finance in Emerging Markets: Policy and Regulatory Challenges”, Washington: Banco Mundial, 10-13 mar 2003.

VEDROSSI, Alessandro Olzon. *A securitização de Recebíveis Imobiliários: Uma Alternativa de Aporte de Capitais para Empreendimentos Residenciais no Brasil*. 2002. Dissertação (Mestrado)

- Departamento de Engenharia de Construção Civil, Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.

WORLD BANK. *Building Institutions for Markets*. Nova York: Oxford University Press, 2002.

_____. WORLD BANK. International Trends in Housing Finance: Relevancy for Brazil?. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. Conferência Internacional de Crédito Imobiliário; nov. 2007, Salvador, Brasil.

_____. Housing Finance in Emerging Markets: Policy and Regulatory Challenges, curso promovido pelo Departamento de Operações e Políticas do Setor Financeiro do Banco Mundial, 10-13 mar. 2003.

_____. *Cities in Transition: World Bank Urban and Local Government Strategy*. Washington: The World Bank, 2000.

_____; CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. *Subsídios e financiamentos habitacionais como instrumentos de política de habitação popular*. Curso proferido pela Dra. Marja Hoeek Smith. Brasília, 2002.