



XVII ENANPUR

SÃO PAULO • 2017

Financeirização da política habitacional: a securitização e o acesso à casa própria

Financing of housing policy: securitization and access to home ownership

Adriana Jesus Guilhen¹, UFSCar, ajguilhen@uol.com.br

Eduardo Meireles², UFSCar, eduardome@terra.com.br

Carolina Maria Pozzi de Castro³, UFSCar, carolmcastro@gmail.com

¹ Advogada. Pós-Doutoranda e Doutora em Engenharia Urbana – UFSCar. Profa. Dra. dos cursos de Direito e Engenharia Civil da Unilago – União das Faculdades dos Grandes Lagos de São José do Rio Preto/SP.

² Doutor em Engenharia Urbana – UFSCar. e professor da União das Faculdades dos Grandes Lagos de São José do Rio Preto/SP e da Faculdade de Tecnologia do Estado de São Paulo/SP.

³ Arquiteta urbanista. Profa. Dra. do Departamento de Engenharia Civil e do Programa de Pós-Graduação da Universidade Federal de São Carlos – UFSCar.

RESUMO

A política habitacional tem se apresentado pouco eficaz na redução do déficit habitacional. Apesar dos esforços enredados através do Programa Minha Casa Minha Vida (PMCMV), os recursos públicos não têm se apresentado suficientes, levando à financeirização da política habitacional. São necessárias fontes alternativas para implementação da política habitacional. Nessa perspectiva a securitização, como meio de realização da cessão fiduciária de direitos creditórios, apresenta-se como importante instrumento. As pesquisas aqui reunidas compõem um contexto que têm como **objetivo**: refletir teoricamente sobre a política habitacional, sua financeirização e a difusão da securitização na busca de recursos que viabilizem o acesso à casa própria. **Método**: revisão bibliográfica, forma descritiva e explanatória, estratégia escolhida ao se examinar acontecimentos contemporâneos; as análises foram realizadas através de documentação, maior fonte de evidência. **Resultados**: o estudo apresenta a relação entre a questão habitacional e o sistema financeiro responsável pelo acúmulo de capital em contraste com as mazelas sociais. Verifica-se num contexto teórico que o PMCMV tem como objetivo maior o desenvolvimento econômico com investimentos no setor da construção civil, sob os moldes do capitalismo. **Conclusão**: a partir desses estudos, percebe-se um indubitável liame entre a política habitacional e os setores imobiliário e financeiro, sob a perspectiva de captação de recursos para o financiamento habitacional.

Palavras Chave: política habitacional; financeirização; securitização.

ABSTRACT

Housing policy has been ineffective in reducing the housing deficit. Despite the efforts entangled through the Minha Casa Minha Vida Program (PMCMV), public resources have not been sufficient, leading to the financialisation of housing policy. Alternative sources are needed for the implementation of housing policy. In this perspective, securitization, as a means of realizing the fiduciary assignment of receivables, presents itself as an important instrument. The research gathered here comprises a context that aims to: theoretically reflect on the housing policy, its financialization and the diffusion of the securitization in the search for resources that enable the access to the home itself. Method: bibliographical review, descriptive and explanatory, strategy chosen when examining contemporary events; The analyzes were performed through documentation, a major source of evidence. Results: the study presents the relationship between the housing issue and the financial system responsible for the accumulation of capital in contrast to social ills. It is verified in a theoretical context that the PMCMV has as main objective the economic development with investments in the civil construction sector, under the mold of capitalism. Conclusion: from these studies, there is an undoubted link between the housing policy and the real estate and financial sectors, from the perspective of raising funds for housing finance.

Keywords: housing policy; financialization; Securitization.

INTRODUÇÃO

O objetivo deste artigo é analisar a política habitacional quanto à origem dos recursos que viabilizam o financiamento habitacional à aquisição da casa própria, que se constituem em operações de longo prazo, imprescindíveis ao acesso à moradia diante da insuficiência de recursos imediatos pela maioria da população de renda baixa e média. O direito à moradia não visa a apenas a satisfação individual, mas também o bem-estar social, tanto que encontra amparo dentre os direitos sociais ratificados constitucionalmente, devendo a política pública estar direcionada às necessidades habitacionais ainda não atendidas. Neste sentido a política habitacional brasileira tem apresentado pouca eficácia na redução do déficit habitacional e na melhoria da infraestrutura urbana⁴.

Apesar de todas as boas perspectivas relacionadas ao Programa Minha Casa Minha Vida (PMCMV), sua plena efetivação tem esbarrado na carência de recursos públicos, as reservas da caderneta de poupança, do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e do Fundo de Arrendamento Residencial (FAR) não se apresentaram suficientes. É necessária a busca de fontes alternativas para sua implementação, trazendo cada vez mais ao debate a financeirização da política habitacional. Nessa perspectiva a securitização, como meio de realização da cessão fiduciária de direitos creditórios, apresenta-se como importante instrumento na busca de recursos que viabilizem não só o acesso à casa própria, mas também o desenvolvimento socioeconômico, o bem-estar social, a inclusão social e o direito à cidade.

Desse modo, algumas *questões de pesquisa* fundamentais estão enredadas nesse contexto: 1) Considerando as limitações de recursos financeiros, como as políticas públicas habitacionais de atenção social podem viabilizar o financiamento a fim de acesso à casa própria?; 2) Para viabilizar a aquisição da casa própria, mediante o financiamento habitacional, a securitização pode ser considerada instrumento viável para captação de recursos junto ao sistema financeiro, sob as perspectivas social e econômica?; 3) A financeirização da política habitacional brasileira pode ser considerada responsável pelo acúmulo de capital em contraste com as mazelas sociais?

Assim, o *objetivo principal* deste artigo é estudar e refletir teoricamente sobre a política habitacional brasileira, sua financeirização como consequência da limitação dos recursos públicos e da necessidade de buscá-los no sistema financeiro, favorecendo a difusão da securitização na busca de recursos para realização do financiamento habitacional, como instrumento viabilizador, de um lado, do acesso à casa própria para os estratos da população de menor renda, historicamente desdenhados pelas políticas públicas e, de outro lado, da ampliação do mercado imobiliário e financeiro, como precursores da geração de empregos e do desenvolvimento socioeconômico.

Eventuais lacunas de conhecimento a respeito da origem dos recursos públicos viabilizadores dos programas habitacionais, as limitações financeiras impostas pela legislação e pela crise econômica que levam a busca de recursos no mercado financeiro gerando à financeirização e, ainda, a limitada aplicabilidade da securitização, como instrumento captador de recursos pelo setor

⁴ Esse trabalho deriva-se de duas pesquisas ligadas a atividades de Pós-Doutorado no Programa de Pós Graduação em Engenharia Urbana da Universidade Federal de São Carlos sobre a autoria de GUILHEN A. J. AS GARANTIAS NO FINANCIAMENTO HABITACIONAL: segurança para realização do sonho da casa própria e o Programa Minha Casa Minha Vida. E de MEIRELES. E. O Processo de Financiarização da moradia na periferia do Capitalismo: o Caso do Brasil pós-crise global de 2008 e o protagonismo do Programa “Minha Casa Minha Vida”

imobiliário junto ao mercado financeiro, merecem atenção ao se considerar a magnitude dos recursos financeiros envolvidos e a importância da questão habitacional.

Na metodologia de pesquisa empregou-se a revisão de literatura teórica, as técnicas de documentação indireta que se constituem em pesquisa documental (fontes primárias) e pesquisa bibliográfica (fontes secundárias) para o levantamento de informações e compreensão das questões aventadas. A análise dos resultados esteve voltada a categorizar e identificar as práticas de política públicas, primordialmente o liame entre a política habitacional e os setores imobiliário e financeiro, sob a perspectiva de captação de recursos para o financiamento habitacional, considerando a responsabilidade desta conexão quanto ao acúmulo de capital em detrimento da consecução do direito social de moradia.

A POLÍTICA HABITACIONAL BRASILEIRA

Até a década de 1930 não se encontra intervenção Estatal que possa ser caracterizada como política habitacional. Houve apenas medidas legais de enfoque sanitário, que buscavam melhoras nas condições higiênicas das cidades, bem como aquelas de cunho repressivo, principalmente nas favelas, em cidades de maior porte, como São Paulo e Rio de Janeiro. Neste diapasão merece destaque a Lei do Inquilinato (Decreto nº 24.150/1934) que restringiu a atualização dos valores dos alugueis, a fim de desestimular a locação e incentivar a propriedade privada entre a classe média, medida que não atendia a maioria da população carente, apesar da casa própria ser referência ao trabalhador, como forma de se fixar na cidade.

Diante do agravamento das condições habitacionais, numa primeira perspectiva de política habitacional, no governo Vargas (1937), no intuito de eliminar as favelas cariocas, foram criados os Parques Proletariados, que se constituíam de conjuntos de barracos, que seriam inicialmente apenas alojamentos provisórios às famílias faveladas desabrigadas. Também foram criadas as Carteiras Prediais, que ofereciam possibilidade de aquisição da casa própria, mas apenas aos associados aos institutos da previdência. Tratava-se de política populista e autoritarista, que atendia diminuta parcela da população.

Nos governos seguintes a política habitacional, voltada particularmente à população de menor renda, permaneceu pautada em ações limitadas, pulverizadas, clientelistas, sempre em segundo plano, apesar da crescente industrialização e urbanização, que favoreceram grande desenvolvimento econômico, com eventuais crises que trouxeram maiores restrições de recursos.

No governo de Ernesto Geisel (1974-1979) a crise econômica se intensifica, por outro lado, tem-se a abertura política, na busca de se restabelecer o Estado de Direito. Diante do declínio econômico, como forma de assegurar maior número de empregos, foi dinamizada a Política Nacional de Habitação, houve incentivo à construção civil com o financiamento de investimentos em infraestrutura realizados pelos estados e municípios. Favoreceu-se a captação de recursos das cadernetas de poupança e a utilização do FGTS na aquisição da casa própria ou quitação de parcelas do respectivo financiamento, restrito apenas a mutuários do Sistema Financeiro de Habitação e que estivesse, pelo menos, cinco anos empregado.

No momento seguinte a crise econômica, social e política, coloca em declínio o SFH. O direito à moradia passa a ser tratado no contexto da cidadania, as pressões populares impõem modificações na Política Habitacional Brasileira, ressurgindo a prioridade de construção de moradias populares.

No governo de Itamar Franco (1992-1994) diante da economia que sucumbia pela inflação, foi realizada uma reforma econômica com a implantação do Plano Real, em 1º de julho de 1994, tendo como Ministro da Fazenda Fernando Henrique Cardoso, que venceu a eleição e iniciou o seu primeiro mandato (1995-1998), com a economia em processo de estabilização, o que favoreceu, inclusive, o mercado imobiliário. “Entre 1996 e 1997, o mercado residencial brasileiro – com maior concentração na Região Sudeste – viveu um ensaio de produção de moradias de classe média que guardou semelhanças com o que viria a ocorrer após 2003” (Maricato, 2011, p. 61).

A política habitacional realizada durante seu governo buscou diagnosticar o problema habitacional brasileiro. O conceito de déficit habitacional foi redefinido com a inclusão das áreas urbanas criadas ilegalmente. Reconheceu-se a cidade, sob dois vértices: a legal e a ilegal, terminologia criada para denominar favelas e cortiços como habitações ilegais. Diagnosticou-se, ainda, que a problemática habitacional era de tal gravidade e extensão que não havia possibilidade de ser custeada e financiada apenas com recursos públicos, não havia mais como se manter o princípio da autossustentação financeira na política habitacional, principalmente na produção de moradia à população de baixa renda (Maeda, 2013).

Diante deste cenário, no intuito de facilitar o acesso à casa própria, com o advento da Lei nº 9.514/1997 foi implantado o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), que apresenta como principal garantia do crédito a alienação fiduciária de imóvel, possibilita a aquisição de imóveis de qualquer natureza, bem como favorece a desregulamentação do sistema com o instituto da securitização.

Importante destacar que o Sistema de Financiamento Imobiliário não veio suceder o Sistema Financeiro de Habitação, instituído pela Lei nº 4.380/1964, que apresenta como instrumento de garantia a tradicional hipoteca, também objeto do Decreto-Lei nº 70/1966 e da Lei nº 5.741/1971; já que este não foi extinto: “a verdade é que coexistem, cada qual com suas características e objetivos, distintos entre si”, como bem assevera Bresolin (2013, p. 87).

Enquanto que o Sistema Financeiro de Habitação possui uma perspectiva social, com alta intervenção estatal, visando o acesso à casa própria, tendo como objetivo a promoção de financiamento habitacional, com a captação dos recursos limitada essencialmente às cadernetas de poupança e ao Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS); por sua vez, o Sistema de Financiamento Imobiliário visa a “promover o financiamento imobiliário em geral” (art. 1º, Lei nº 9.514/1997), com baixo grau de intervenção estatal, possibilitando a captação de recursos por diversos meios, como a securitização de créditos imobiliários e emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), títulos que possuem livre negociação e que são lastreados nos créditos imobiliários que se constituem em promessa de pagamento em dinheiro.

No segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso (1999-2002), foi iniciado o sistema de metas de inflação (1999) na busca de manutenção da estabilidade econômica. Todavia, o início dos anos 2000 encontrou conturbações, com algumas crises financeiras, reflexo do cenário internacional pelos atentados terroristas nos Estados Unidos, seja no cenário interno, com as eleições presidenciais.

Neste momento o instrumento da alienação fiduciária como garantia de crédito, que possibilita a aquisição de imóveis de qualquer natureza, e a securitização, que favorece o advento de um mercado secundário de créditos imobiliários, precisaram de ajustes e maiores garantias para seu pleno desenvolvimento. Visando a atender a estas exigências do mercado, adveio a Medida Provisória nº 2.221/2001, que instituiu o patrimônio de afetação nas incorporações imobiliárias,

prevendo a desvinculação do patrimônio do incorporador aquele relacionado à área, acessões e demais bens e direitos vinculados a uma determinada incorporação, o que gerou maior segurança aos adquirentes de um imóvel na planta, bem como aos investidores. No mesmo momento foi editada a Medida Provisória nº 2.223/2001 que criou a Letra de Câmbio Imobiliária (LCI) e as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI), títulos de livre negociação no mercado, facilitadores de captação de recursos pelas financeiras, que viabilizam o crédito imobiliário aos incorporadores e, conseqüentemente, para os adquirentes. Ainda, referida norma passou a possibilitar que os próprios agentes financeiros pudessem operar a securitização, sem necessidade da companhia securitizadora, permitindo-lhes emitir Letra de Câmbio Imobiliária (LCI), que possuem lastro em créditos imobiliários garantidos por alienação fiduciária ou hipoteca, que “não podem ser emitidos com prazo superior ao dos créditos que lhe dão lastro” (Caminha, 2005, p. 149).

A fim de incorporar estes instrumentos ao Sistema Financeiro Imobiliário, adveio a Lei nº 10.931/2004, que revogou referidas Medidas Provisórias, realizando aperfeiçoamentos na legislação que dispõe sobre o patrimônio de afetação nas incorporações imobiliárias e seu regime tributário, valores mobiliários - letra e cédula de crédito imobiliário e o contrato de financiamento imobiliário, trazendo significativas alterações nas leis de alienação fiduciária e registro público imobiliário.

De um lado, com a segurança jurídica advinda com a previsão legal do regime do patrimônio de afetação, que determina a segregação do ativo do empreendimento imobiliário em relação às demais operações da incorporadora, bem como da consolidação da alienação fiduciária, com a agilização do procedimento de retomada do imóvel diante da inadimplência do mutuário. De outro lado, com a inflação sobre controle e a melhora da economia, no ano de 2004 houve a retomada dos financiamentos imobiliários para as construtoras, as instituições financeiras constataram ambiente mais seguro e propício para a concessão do crédito. Apesar de todo este desenrolar, ainda se encontra restrito o mercado da casa própria e, como consequência, a escalada do problema da habitação popular há praticamente um século.

Posteriormente adveio o PMCMV, instituído pela Lei nº 11.977/2009 e que passou a integrar o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) lançado em janeiro de 2007, que procura ampliar o acesso à moradia e reduzir o déficit habitacional a despeito de deficiências que portam seus empreendimentos habitacionais, dada a negligência às condições urbana e ambiental, entre outras, citadas em nota pública da Rede Cidade e Moradia (2014). Ao atender a uma demanda reprimida em uma escala nunca antes vista no Brasil, o PMCMV articula também a manutenção e expansão do sistema de economia de mercado e compõe uma reorganização socioespacial nas cidades voltada aos “novos consumidores” da casa própria.

Ambigüamente e limitadamente, o programa promove uma mudança na vida urbana mantendo como forma desigual e contraditória a produção e consumo do espaço urbano, que deixa em um horizonte distante ou mesmo inatingível a renovação da política habitacional de cunho social, tendo como estratégia a efetivação do direito à moradia e à cidade, preconizada por Lefebvre, sob a perspectiva de que o direito à cidade deve “ser formulado como direito à vida urbana, transformada, renovada” (2001, p. 118).

A FINANCEIRIZAÇÃO DA POLÍTICA HABITACIONAL BRASILEIRA

A evolução da política habitacional brasileira deixa evidente a dependência da promoção do direito à moradia a captação de recursos junto ao setor financeiro, exigindo uma análise da

política pública quanto a promoção do desenvolvimento, considerando uma possível submissão da política social à lógica neoliberal e, conseqüentemente, à financeirização da política habitacional.

Com o advento do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), no final da década de 1990, houve a regulamentação da financeirização da terra e da casa. O mercado imobiliário brasileiro, acompanhando tendência global, promoveu a financeirização da produção, com a abertura do capital das maiores construtoras do país, bem como do consumo, estreitando o elo entre o mercado de imóveis e o mercado de crédito. Este processo foi viabilizado principalmente a partir dos anos 2000 com o aquecimento da economia, gradual redução dos juros, favorecendo o acesso ao crédito e gerou demanda habitacional.

O advento do PMCMV e referidas transformações favoreceram a retomada do setor da construção civil. Os recursos públicos para investimento na produção habitacional (FGTS, FAR e caderneta de poupança) se demonstraram insuficientes considerando o volume de demanda reprimida, não atendendo as expectativas do setor da construção civil e do mercado imobiliário. Diante desta realidade vislumbrou-se dois fenômenos: a abertura de capital das maiores construtoras e a implementação do instrumento da securitização. Referidos fenômenos, que levaram estas empresas ao setor financeiro, possibilitaram a captação de volumosos recursos. “Entre 2004 e 2014, 23 empresas da construção civil captaram cerca de 27 bilhões de reais no mercado secundário. Estes recursos deram grande impulso aos construtores, tornando-os menos dependente do Sistema Financeiro Habitacional no que diz respeito aos fatores de produção” (Aragão, 2016).

Sob o cunho da financeirização o PMCMV, que possui importante papel na política habitacional de interesse social, tem implementado a produção e o consumo habitacional com base em diversos modelos de crédito, consistente numa política de minimização da intervenção Estatal em setores considerados de domínio público pelo mercado privado. Vê-se, pois, que serviços sociais de responsabilidade Estatal tem sido desdenhados à categoria de mercadoria, transferidos à responsabilidade do mercado, como se tratasse de um bem privado. “A consolidação desta perspectiva econômica tem dado suporte aos processos de privatização dos serviços básicos e a promoção do consumo como meio de acesso a direitos” (Aragão, 2016).

A financeirização de tão importante política pública e a concepção de programa social sob a perspectiva do consumo, levanta dúvida sobre a viabilidade de sua implementação, com diminuta intervenção Estatal, quanto à efetivação do direito à moradia e do direito à cidade. É crível indagação nesse sentido, considerando que sob a concepção capitalista os investimentos privados visam a maximizar o lucro, é imprescindível a busca de instrumentos que favoreçam a compatibilização dos interesses econômicos e sociais como, por exemplo, a ampliação da participação popular na definição e implantação dos programas sociais.

A SECURITIZAÇÃO NO MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO

A securitização, como processo de conversão de ativos de dívida em títulos negociáveis no mercado de capitais, como instrumento para “a criação e distribuição de títulos lastreados em ativos, particularmente títulos hipotecários, é prática comum nos Estados Unidos e em países europeus, como Alemanha, Áustria, Dinamarca, Espanha Finlândia, França, Holanda, Itália, Noruega, Suécia e Suíça” (Cançado; Garcia, 2007, P. 18).

No Brasil, as primeiras securitizações no mercado doméstico foram realizadas no início da década de 1990. A primeira operação foi realizada em 1994 pela empresa *Mesbla Trust*, com emissão de debêntures lastreadas em créditos da *Mesbla S.A.*, popular loja de departamentos. Esta operação é importante não só pelo seu pioneirismo, mas pelo fato da falência da originadora dos créditos. É importante destacar que a segregação dos ativos objeto da securitização, em relação ao patrimônio de sua originadora, foi imprescindível para garantia dos investidores, que receberam o retorno dos seus investimentos. “Deste período, além da operação da *Mesbla Trust*, destaca-se a realizada pela *Chemical Trust*, uma sociedade de propósito específico (SPE) que emitiu debêntures lastreadas nos direitos creditórios de cinco empresas do grupo Odebrecht” (Ibidem, p. 19).

No mercado imobiliário a securitização foi introduzida no intuito de financiamento de projetos de centros comerciais e escolas particulares. “As emissões de títulos estavam lastreadas em créditos futuros, e não em dívidas já existentes” (Caminha, 2005, p. 40), não gerando segurança aos investidores. A prática de securitização até este momento era escassa pela ausência de legislação e regulamentação, particularmente quanto às companhias securitizadoras e os fundos de investimento em direitos creditórios, agentes imprescindíveis no processo da securitização. “Antes da criação desses veículos, as operações eram realizadas por SPEs regidas pela Lei das S.A.” (Idem). O mercado mobiliário também carecia de aperfeiçoamento das normas que o regem.

Com praticamente apenas duas fontes para empréstimos ao setor imobiliário: caderneta de poupança e FGTS, considerando o grande montante de recursos exigidos pela área habitacional e de infraestrutura, são evidentes as limitações para investimentos. “A caderneta de poupança, atualmente, é uma aplicação de curto prazo que “financia” transações de longo prazo (empréstimos imobiliários), o que aumenta o risco para os bancos” (Bussi, 2010, p. 26). Assim, são necessárias fontes alternativas para que o setor possa se desenvolver. Nessa perspectiva a securitização, como meio de realização da cessão fiduciária de direitos creditórios, apresenta-se como importante instrumento.

O contrato de cessão fiduciária de crédito em garantia foi inicialmente regulamentado pela Lei nº 4.864/1965, com o objetivo de criar medidas de estímulo à indústria da construção civil, tanto que sua aplicabilidade era restrita aos créditos originários de financiamento habitacional, consoante previsto no art. 22. Como ensina Chalhub (2006, p. 387), neste momento a aplicação desta garantia era limitada aos créditos imobiliários, pois “o propósito da lei era a expansão do crédito somente no setor habitacional”.

A Lei nº 8.668/1993, que dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário, foi o primeiro diploma legal a prever a securitização, no seu art. 1º estabelece que o Fundo de Investimento Imobiliário é caracterizado “pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei nº 6.385/1976, destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários”.

O fundo de investimento imobiliário traz como inovação a previsão de que seus bens e direitos devem ser mantidos sob propriedade fiduciária, consoante art. 6º, da Lei nº 8.668/1993. Prevê o art. 7º, da Lei nº 8.668/1993, que não há comunicação dos bens e direitos integrantes do patrimônio do fundo em relação ao patrimônio da administradora. Assim, protege-se o investidor, pois os bens e direitos relacionados ao fundo de investimento não respondem pelas obrigações diretas ou indiretas da administradora, bem como essa não pode dá-los em garantia. Referida norma foi regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários através da Instrução CVM nº 205/1994, revogada pela Instrução nº 472/2008, que foi alterada pelas Instruções nºs 478/2009, 482/2010, 516/2011, 528/2012, 554/2014, 571/2015 e 580/2016. Neste mesmo sentido o

Conselho Monetário Nacional editou as Resoluções CMN nº 2.248/1996, revogada pela Resolução nº 2.686/2000 e a nº 4.373/2014.

Passo fundamental para a efetivação da securitização em território nacional foi o advento da Lei nº 9.514/1997, que deu origem ao Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), alterada pelas Leis nºs 10.931/2004, 11.481/2007, 123.810/2013 e 13.043/2014, que fortaleceu a confiabilidade do mercado de capitais, para realização de novos investimentos neste instrumento. Neste sentido destacam-se: a) a definição e o objetivo das entidades que integram o SFI; b) a ampliação do campo de aplicabilidade da securitização, estendendo-o para operações de financiamento imobiliário em geral, não se limitando mais ao financiamento habitacional (art. 17, da Lei nº 9.514/1997); c) a possibilidade das companhias securitizadoras de créditos imobiliários operarem no SFI (art. 2º, Lei nº 9.514/1997) e; d) a instituição do regime fiduciário sobre créditos imobiliários, com a separação dos ativos lastreados do patrimônio da securitizadora.

A Lei nº 9.514/1997, prevê no art. 8º que “a securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora [...]”.

A securitização se constitui numa operação, realizada por companhia securitizadora, por meio da qual os créditos imobiliários, adquiridos junto às entidades financiadoras de imóveis, são vinculados à emissão de certificados de recebíveis imobiliários (CRI's), que são vendidos aos investidores. A Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP) define securitização como “a operação pela qual créditos imobiliários, adquiridos no mercado primário, junto às entidades financiadoras de imóveis, são expressamente vinculados à emissão de uma série de Certificados de Recebíveis Imobiliários” (2007, p. 6).

Referida norma ao permitir a securitização, ou seja, que companhias securitizadoras de créditos imobiliários, instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, operem no SFI, com a finalidade de aquisição e securitização dos créditos imobiliários, além da emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários (art. 3º), criou um mercado paralelo, ligando o setor imobiliário ao mercado de capitais, já que a “principal função da securitização é converter financiamentos em títulos negociados no mercado financeiro” (Silva, 2011, p. 83). Ensina Caminha que a securitização tem importante função econômica, que “pode ser resumida em três aspectos: mobilizar riquezas, dispersar riscos e desintermediar o processo de financiamento (2005, p. 38).

No intuito de regulamentar a securitização a Comissão de Valores Mobiliários emitiu a Instrução CVM nº 284/1998, que dispõe sobre companhia securitizadora de créditos imobiliários e distribuição pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs). Referida instrução foi revogada pela Instrução CVM nº 404/2004, que dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de CRIs. Neste mesmo sentido o Conselho Monetário Nacional editou a Resolução CMN nº 2.517/1998, que passou a considera como valores mobiliários os Certificados de Recebíveis Imobiliário – CRI. A constituição e o funcionamento dos fundos de investimento em direitos creditórios e dos fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios foram autorizados pela Resolução nº 2.907/2001, do Conselho Monetário Nacional, regulamentada pelas Instruções nºs 356 e 393, da Comissão de Valores Mobiliários.

Com o escopo de favorecer a securitização adveio a Lei nº 11.033/2004, que isentou a incidência de imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual de pessoa física quanto à

remuneração de letras hipotecárias, certificados de recebíveis imobiliários e letras de crédito imobiliário. Referida norma foi alterada pela Lei nº 11.196/2005, que incluiu a isenção do imposto de renda aos “rendimentos distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliários cujas quotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado (art. 3º, inc. III), com as limitações previstas no parágrafo único, ou seja, que referido benefício “será concedido somente nos casos em que o Fundo de Investimento Imobiliário possua, no mínimo, 50 (cinquenta) quotistas” e, ainda, que “não será concedido ao quotista pessoa física titular de quotas que representem 10% (dez por cento) ou mais da totalidade das quotas emitidas pelo Fundo de Investimento Imobiliário ou cujas quotas lhe derem direito ao recebimento de rendimento superior a 10% (dez por cento) do total de rendimentos auferidos pelo fundo”. Por sua vez, o Conselho de Valores Mobiliários publicou a Instrução CVM nº 414/2004, regulamentando o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRIs; alterada pelas Instruções CVM nºs 443/2006, 444/2006 e 554/2014, que também foi alterada pelas Instruções nºs 564/2015 e 566/2015.

Os operadores do mercado de capitais e da securitização divergem sobre a legislação vigente, seja quanto a previsão ou não da divulgação de informações financeiras, a estipulação de fatores limites de concentração, da atuação das agências de rating ou da disponibilização de instrumentos que viabilizem a análise de riscos diretamente pelos investidores. Não há um consenso no mercado, o que pode gerar insegurança ao investidor e trazer obstáculos para o crescimento da economia.

Considerando a importância dos mercados de capitais e imobiliário para o desenvolvimento econômico do país é notório que o governo tem buscado favorecer a sua utilização, porém, tem encontrado obstáculos, principalmente, devido aos altos custos operacionais e a baixa rentabilidade, apesar de toda redução de taxas e tributos disponibilizadas. Nesta perspectiva, em 12 de fevereiro de 2016, o Conselho Monetário Nacional publicou a Resolução nº 4.464, alterando a Resolução nº 3.932/2010, que consolida as normas sobre direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). De acordo com as novas diretrizes, a gestão de carteiras de crédito imobiliário das instituições financeiras foi flexibilizada, favorecendo a negociação destas carteiras de empréstimo. As instituições financeiras terão prazo de doze meses para aplicarem recursos depositados na poupança em financiamentos imobiliários, quando venderem suas carteiras de crédito do setor para securitizadoras. Anteriormente a compensação deveria ser imediata, assim, caso o banco não direcionasse 65% do saldo médio dos recursos da caderneta de poupança para financiamentos de imóveis era obrigado a recolher a diferença faltante no Banco Central, por meio de depósito compulsório. Essa modalidade de depósito gera rendimento extremamente baixo ou até nulo, o que faz com que os bancos tentem evitá-la, ao máximo. A tendência é que o prazo mais elástico favoreça a obtenção de novos recursos pelas instituições financeiras para aplicação no setor imobiliário, porém, os reflexos no mercado financeiro e no imobiliário só poderão ser analisados a médio prazo, considerando o lapso temporal necessário para a geração de recursos e a realização do processo de securitização.

A SECURITIZAÇÃO E SEU PROCESSAMENTO

Na hipótese do agente originador – empreendedora, incorporadora ou instituição financeira possuidora de crédito vinculado a financiamento imobiliário – ter interesse na antecipação de seus recebíveis, poderá contatar uma companhia securitizadora para realização da operação. A

securitizadora, com o apoio técnico do gestor de ativos, analisará as carteiras de recebíveis e classificará os passíveis de compra – que serão objeto da operação de securitização –, considerando a reputação dos originadores e dos mutuários, além da observância dos preceitos legais e jurídicos do empreendimento e do financiamento imobiliário. A agência classificadora de risco realiza a análise dos recebíveis, classificando-os (*rating*) de acordo com os níveis de qualidade ou de risco das carteiras. A classificação de risco dá maior transparência e segurança à operação, favorecendo o interesse de investidores. Sendo os recebíveis classificados satisfatoriamente, de acordo com as exigências do mercado financeiro, a securitizadora realiza a compra das carteiras de recebíveis com a observância dos requisitos exigidos (art. 8º, Lei nº 9.514/1997).

Passo seguinte a companhia securitizadora emite os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), com observância dos requisitos previstos nos arts. 6º e 7º, da Lei nº 9.514/1007), que são títulos de renda fixa lastreados em créditos imobiliários, seus recebimentos são baseados em fluxos de pagamentos de aquisição ou locação de bens imóveis, ou seja, correspondem aos recebíveis imobiliários das entidades financiadoras, junto a pessoas físicas e jurídicas, mutuários dos contratos de financiamento imobiliário. De acordo com referido § 2º do art. 7º, os CRIs podem ser emitidos com regime fiduciário, ou seja, com constituição em separado do patrimônio administrado pela companhia securitizadora, sendo composto pelos créditos submetidos ao regime fiduciário que lastreiam a sua emissão, segregando-os em patrimônio de afetação.

A instituição do regime fiduciário deve constar do termo de securitização, mediante declaração unilateral da securitizadora, implicando da separação do patrimônio, que é “afetado ao fim específico de honrar os compromissos financeiros da emissão de títulos” (Caminha, 2005, p. 153). A previsão do regime fiduciário não impede que no termo da securitização seja previsto o direito de os beneficiários do patrimônio de afetação buscarem o recebimento de seus créditos junto ao patrimônio geral da companhia securitizadora, se aquele não for suficiente para o fim a que se destina. Este mecanismo de segregação do patrimônio disponibiliza maior segurança para aquele que venha a investir nos títulos originados pela securitização, pois, “os direitos creditórios e os direitos reais a eles vinculados são destinados a propiciar os fundos necessários ao resgate dos títulos emitidos pela companhia securitizadora e demais obrigações do patrimônio separado” (Chalhub, 2006, p. 409).

Emitida uma série de CRIs a companhia securitizadora deve lavrar o termo de securitização de créditos imobiliários, a fim de vinculá-los aos títulos, que são registrados em sistema centralizado de custódia autorizado pelo Banco Central do Brasil, correlacionando os títulos emitidos aos créditos que lhes dão lastro. O termo de securitização de créditos imobiliários deve também ser averbado no Registro de Imóveis, nas matrículas dos imóveis vinculados aos créditos, salvo nos casos em que os CRIs estiverem lastreados em créditos representados por Cédula de Crédito Imobiliário, cujo regime fiduciário deve ser registrado na instituição financeira encarregada da custódia das cédulas, hipóteses em que é dispensada a averbação no Registro de Imóveis, consoante parágrafo único, do artigo 23, da Lei nº 10.931/2004, que dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias.

Após o registro no Cartório de Imóveis, os títulos devem ser registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), após o cumprimento das exigências legais. Constituídas as carteiras de recebíveis, qualificadas e avaliadas, a companhia securitizadora realiza a colocação dos CRIs no mercado, oferecendo aos investidores. Neste momento cabe à securitizadora contratar o gestor dos ativos, que será o responsável pela administração da carteira de recebíveis, ou seja, do patrimônio de afetação, realizando a cobrança dos créditos, o pagamento aos subscritores, os

registros contábeis e os respectivos demonstrativos financeiros, sendo certo que o patrimônio da companhia responde por eventuais prejuízos.

Realizada a securitização, cabe à securitizadora também nomear um agente fiduciário que diante de sua função de proteção de direitos e interesses dos investidores, tem como incumbência proceder o registro das transações realizadas com os CRIs no Sistema Centralizado de Custódia e Liquidação de Títulos Privados – CETIP e junto à Comissão de Valores Mobiliários - CVM, propiciando segurança e transparência para os investidores.

Cabe também ao agente fiduciário reunir os beneficiários em assembleia para deliberar sobre sua administração ou liquidação, no caso de “insuficiência de bens do patrimônio separado, já que este não deve ser submetido a regimes falimentares. Na hipótese de declaração de insolvência da “companhia securitizadora, o patrimônio separado não será afetado e o agente fiduciário assumirá imediatamente sua custódia e administração, devendo também convocar assembleia de beneficiários para decidir sobre sua administração” (Caminha, 2005, p. 153).

Com a quitação das parcelas pelos devedores ou mutuários há a amortização do saldo devedor dos financiamentos imobiliários e o recebimento dos juros, que devem ser creditados pela securitizadora na conta respectiva a aquela operação e, posteriormente, repassados os rendimentos aos investidores através do Sistema Centralizado de Custódia e Liquidação de Títulos Privados – CETIP.

Na hipótese de inadimplência de algum devedor ou mutuário cabe à securitizadora, por meio do gestor dos ativos, realizar o procedimento de cobrança, com a notificação do devedor para regularização do contrato, com o pagamento das prestações em atraso, sob pena de retomada do imóvel, diante da garantia do contrato de financiamento imobiliário mediante a alienação fiduciária. Conforme analisado no capítulo anterior, o procedimento extrajudicial para retomada do imóvel na hipótese de inadimplência em contrato de financiamento imobiliário garantido com alienação fiduciária é bem mais célere e menos burocrático que um procedimento de cobrança judicial, o que favorece a segurança do contrato de financiamento e, conseqüentemente, da operação de securitização.

Liquidadas todas as obrigações relacionadas aos recebíveis, ou seja, os valores referentes ao principal e juros, cabe à companhia securitizadora realizar a amortização do montante do principal e juros dos títulos emitidos, encerrando o processo de securitização.

BENEFÍCIOS DA SECURITIZAÇÃO

O advento do SFI com previsão da securitização representou “um passo importante para permitir a construtoras, incorporadoras e instituições financeiras originadoras de financiamentos imobiliários acesso ao mercado de capitais” (Bussi, 2011, p. 28). Com a securitização as construtoras e incorporadoras não precisam aplicar a maior parte dos seus capitais de giro no financiamento direto dos adquirentes finais das unidades. Podem ceder seus créditos a uma companhia securitizadora, restabelecendo o capital de giro para realização de outros projetos. Podem, assim, dedicar-se à sua finalidade precípua de construção de imóveis, passando às instituições financiadoras as operações de concessão de financiamento (ABECIP, p. 9, 2007).

São várias as vantagens da securitização, seja para o originador, para o investidor e para os mercados financeiro e imobiliário.

a) Benefícios para o empreendedor imobiliário

Para o originador, no caso do empreendedor imobiliário, é possível destacar o adendo ao fluxo de caixa realizado com a captação de recursos com a realização da securitização, tendo como objeto os recebíveis dos empreendimentos já comercializados, o que possibilita a redução dos prazos de retorno dos ativos imobilizados e, conseqüentemente, a expansão de novos negócios. Na hipótese de o originador da securitização ser instituição financeira há a “eliminação dos ativos do balanço do originador com conseqüente redução do valor mínimo de reserva bancária exigida” (Silva, 2011, p. 90).

O originador da securitização também é favorecido com a obtenção de recursos financeiros com menor custo, com juros mais baixos, em decorrência desta espécie de negócio ser considerada de menor risco pelos investidores. “Com a securitização, é possível obter uma sensível queda nas taxas de captação em relação às taxas oferecidas quando da emissão de débito nas formas tradicionais” (Cançado; Garcia, 2007, p. 51). “A redução do custo será ainda maior se a classificação de risco for melhor para o projeto do que para o originador”. (Silva, 2011, p. 90). Ademais, o custo é menor também pelo fato do risco ser diluído, considerando o maior número de investidores participantes do negócio, diferente do que ocorre nas transações financeiras convencionais.

b) Benefícios para a instituição financeira

Para as instituições financeiras a securitização é interessante pois permite o financiamento de carteiras de ativo com adequado controle de recebíveis e administração de suas posições de ativos e passivos. A securitização “transfere o financiamento imobiliário do mercado financeiro para o mercado de capitais, com o que afasta os problemas decorrentes de eventuais descompassos entre ativos e passivos do setor” (Chalhub, 2006, p. 406).

A operação de securitização permite expansão do volume de crédito sem necessidade de adequação da base de capital da instituição financeira, a expansão da sua participação no mercado financeiro, aperfeiçoamento do procedimento de concessão de crédito e, conseqüentemente, redução de custos e taxas de serviço como o de intermediação, o que reduz os *spreads* e os custos do capital, favorecendo melhor rentabilidade à própria instituição financeira e aos investidores, diante de sistemas financeiros mais eficientes (sistema bancário e mercado de capitais). A expressividade destes benefícios tem tornado a securitização de créditos “em um dos principais instrumentos de adequação dos limites de alavancagem das instituições financeiras” (Cançado; Garcia, 2007, p. 53).

c) Benefícios para o investidor

A securitização como instrumento de investimento é interessante aos investidores por apresentar menor grau de risco que outras modalidades de investimento, pois a operação de transferência dos ativos é realizada seguindo a formatação de uma venda, assim, no caso de falência do emitente dos ativos os investidores não são prejudicados.

Os investidores encontram vantagens na realização da securitização “devido à gama de ativos-lastro e suas diferentes características quanto a natureza, prazo, taxa de retorno, volumes de investimento e nível de risco, a securitização atende aos diferentes perfis de investidores” (Cançado; Garcia, 2007, p. 49), o que torna essa operação interessante pela maior rentabilidade em relação a outros papéis.

Questão que também favorece a redução de risco nesta modalidade de investimento é o fato de seus agentes: originador, devedores finais (adquirentes dos imóveis comercializados pelo empreendedor imobiliário) e companhia securitizadora, se encontram sediados ou domiciliados em território nacional. Neste caso a redução do risco da securitização encontra respaldo no fato de que a legislação aplicável a obrigações contratuais, caso não seja previamente estabelecida em contrato, é aquela a que se sujeita a parte que determina o conteúdo do negócio jurídico, no caso da securitização é a companhia securitizadora, pois é a emissora dos CRIs, conforme artigo 4º da Convenção sobre a Lei Aplicável às Obrigações Contratuais – Convenção de Roma, realizada em 1980.

Assim, não resta dúvidas aos agentes envolvidos na operação de securitização que a legislação aplicável é a brasileira, trazendo-lhes segurança jurídica para investimentos em CRIs, muito diferente da insegurança que seria gerada se houvesse possibilidade de aplicação de legislações diversas, correndo-se o risco de ocasionar conflito de legislação ou incompatibilidade. Por outro lado, considerando a função da securitização de favorecer a circulação de riquezas, não se pode descartar a possibilidade da operação envolver agentes sediados em países diversos, tornando-se imprescindível regulação favorável à integração dos sistemas regulatórios dos mercados de capitais, sob o manto da globalização.

É possível destacar, ainda, outros instrumentos utilizados na operação que buscam reduzir os riscos da securitização tornando-a mais atrativa ao investidor, como o regime de afetação, o seguro, a garantia de alienação fiduciária, além do fato de que seu adimplemento não depende de atos de terceiros e nem da judicialização do procedimento de execução do contrato a fim de efetivação da garantia, no caso de inadimplência, que é realizada extrajudicialmente, em procedimento simplificado em relação ao judicial, como analisado no capítulo anterior.

Sob o aspecto financeiro os CRIs são vantajosos, pois são isentos de imposto de renda sobre a remuneração e de taxa de administração para as pessoas físicas, o que favorece melhor rentabilidade.

Sob o aspecto instrumental constituem-se em investimento seguro por serem registrados na Câmara de Compensação e Liquidação, o que proporciona transparência às transações. No mercado de capitais, após a negociação de compra e venda, é realizada a entrega dos ativos e o respectivo pagamento, que exige o registro no sistema de compensação e liquidação de títulos e valores mobiliários, através da Câmara de Compensação e Liquidação, que é depositária de títulos privados de renda fixa e prestadora de serviços de entrega eletrônica das informações necessárias para o registro de contratos e anotações dos gravames pelos órgãos de trânsito.

d) Benefícios para o mercado em geral

A transparência e segurança na operação da securitização de recebíveis imobiliários, bem como a existência de um fluxo de pagamento de principal e juros mensal, apesar de se constituir em investimento de longo prazo, torna o investimento em CRIs interessante alternativa como investimento de renda fixa de longo prazo, com rentabilidade competitiva. “Investidores como as entidades de previdência podem investir nos CRIs eliminando o problema de descasamento de prazos existente nas alternativas usuais de renda fixa, que são centralizadas em operações de curto prazo” (Cançado; Garcia, 2007, p. 50).

A constituição do patrimônio de afetação, com a segregação dos ativos, ressalta-se como um dos pontos mais interessantes da securitização, pela vinculação dos títulos emitidos em veículo diverso

do originador dos créditos. Essa característica traz vantagens ao originador, pois a operação fica desvinculada de suas demonstrações financeiras, o que pode melhorar a classificação de risco dos CRIs em relação ao próprio originador, o que reduz as taxas a serem exigidas pelos investidores e possibilita o financiamento da dívida por prazo mais longo. Para os investidores, a segregação dos ativos, favorece a redução do risco do investimento, tornando-o mais rentável em relação a outras modalidades de investimento oferecidas pelo mercado de capitais.

O fomento aos CRIs e aos fundos de investimento imobiliário além de favorecer a ascensão do mercado imobiliário, indiretamente, pode reduzir o custo de investimento em infraestrutura, componente inseparável dos projetos urbanísticos e imobiliários de grande porte, pela possibilidade de ser segregada e vendida separadamente no mercado de capitais e/ou para investidores institucionais. “Como consequência dos benefícios trazidos para as empresas, são gerados benefícios para o mercado como um todo, pois com o aumento dos negócios há o aumento de emprego e a geração de renda para a população em geral” (Cançado; Garcia, 2007, p. 54).

A securitização apresenta benefícios ao mercado por favorecer o crescimento de investimentos nas áreas imobiliária e financeira, intensificar a concorrência e contribuir para redução do custo dos imóveis e, conseqüentemente, ao acesso à casa própria.

O FUTURO DA SECURITIZAÇÃO: SUPERANDO OBSTÁCULOS

Além do avanço da securitização no mercado brasileiro nas duas últimas décadas, vislumbra-se futuro muito interessante. Considerando os benefícios ora mencionados é evidente a possibilidade de maior desenvolvimento e expansão dessa modalidade de operação. Porém, para a efetivação da securitização no mercado interno é imprescindível a superação de alguns óbices.

a) Perspectiva econômica

Sob o ponto de vista econômico são vários os obstáculos que precisam ser superados. A ausência de estabilidade econômica e as altas taxas de inflação retraem os investimentos em atividades produtivas, afetam o crescimento do Produto Interno Bruto - PIB e, conseqüentemente, reduzem o emprego e a renda. As altas taxas de juros e sua volatilidade gera predomínio de investimentos no mercado de capitais e aumento dos custos do financiamento. Perspectivas que levam à queda do consumo e da poupança, gerando aumento da inadimplência e recessão.

Para que a securitização se desenvolva imprescindível a estabilidade econômica, que depende da redução da inflação, das taxas de juro, crescimento do Produto Interno Bruto, gerando investimento em atividades produtivas, aumento das oportunidades de emprego e crescimento da renda. Este cenário favorece a formação de carteiras securitizáveis, que “depende da captação de recursos e recebíveis de boa qualidade (Cançado; Garcia, 2007, p. 61).

A instabilidade econômica dificulta a organização e estruturação do mercado de capitais, gerando insegurança para os investidores, considerando que os CRIs, em relação às outras opções de investimento disponibilizadas no mercado, são aplicações de renda fixa de médio ou longo prazo, já que estão atrelados a um financiamento imobiliário que pode chegar à 35 (trinta e cinco) anos.

b) Perspectiva instrumental

Sob a perspectiva instrumental, o procedimento e a experiência com a securitização precisa ser melhor explorada entre os investidores e empresários. Por ser um instrumento recente, precisa ser melhor difundido entre os investidores, corretoras e, principalmente junto ao mercado imobiliário – empreendedoras, incorporadoras, construtoras e empreiteiras – devido sua exígua experiência no mercado financeiro e de capitais. É necessária a capacitação dos profissionais das corretoras, daqueles responsáveis pela precificação dos títulos, estruturação dos fundos de recebíveis, para indicação aos originadores e aos investidores das melhores soluções a cada caso em concreto. “Acredita-se que, com o incremento do conhecimento destes profissionais, pode-se despertar o interesse de novos agentes com um novo campo para as corretoras e fomentar os mercados primários e secundários dos títulos de securitização” (Cançado; Garcia, 2007, p. 87).

A fim de dar cumprimento ao escopo de levar o conhecimento sobre os CRIs e a securitização a todos os interessados e os envolvidos no mercado de capitais, a Bolsa de Valores de São Paulo - BM&FBOVESPA mantém uma página em seu site sobre os CRIs, como uma das espécies de título de renda fixa. Nesta página há uma definição sobre CRI, que se trata de “um título que gera um direito de crédito ao investidor. Ou seja, o mesmo terá direito a receber uma remuneração (geralmente juros) do emissor e, periodicamente, ou quando do vencimento do título, receberá de volta o valor investido (principal)” (BM&FBOVESPA, 2016).

A Bolsa de Valores esclarece, ainda, que em relação ao seu emissor ou originador, o CRI é “instrumento de captação de recursos destinados a financiar transações do mercado imobiliário e é lastreado em créditos imobiliários, tais como: financiamentos residenciais, comerciais ou para construções, contratos de aluguéis de longo prazo etc.” (Idem). Alerta, também, para o fato de que o CRI só pode ser emitido por instituições específicas, denominadas companhias securitizadoras de créditos imobiliários, apontando as suas competências.

As companhias securitizadoras de créditos imobiliários são instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, que têm por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de CRIs, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades. (Idem).

A normatização da operação de securitização, a padronização da forma de geração do crédito e formalização das operações, das cláusulas contratuais, também são cruciais a fim de gerar segurança jurídica e transmitir confiança ao investidor e ao mercado mobiliário. Caso o investidor não consiga mensurar os eventuais riscos da operação devido a inadequação na elaboração de cláusulas específicas dos contratos – que permitem a securitização dos recebíveis –, podem exigir taxas de retorno maiores, encarecendo o custo do financiamento imobiliário ou, até mesmo, inviabilizar a securitização. “Segundo Chucks Springs [...] a padronização do processo de originação de créditos imobiliários e a documentação uniforme deles são pré-requisitos para uma análise de risco consistente e válida para a carteira como um todo” (Cançado; Garcia, 2007, p. 63). Neste sentido esclarece Andrade (2005), acompanhando o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que a padronização de contratos é fator determinante para o desempenho futuro dos instrumentos de securitização.

Como instrumento facilitador da securitização imprescindível destacar a instituição das Cédulas de Crédito Imobiliário – CCIs, para representar créditos imobiliários, consoante art. 18, da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004. A criação das CCIs visa a agilizar as operações de securitização, pois simplifica a circulação dos créditos imobiliários, principalmente pelo fato de que “a cessão de

crédito garantido por direito real, quando representado por CCI emitida sob a forma escritural, está dispensada de averbação no Registro de Imóveis”, conforme art. 22, § 2º, Lei 10.931/2004.

O advento das CCIs simplificou a securitização de crédito, tornando-o mais célere e menos custoso. Seu procedimento foi limitado a aquisição das CCIs, através do sistema de registro e liquidação financeira (CETIP), e ao depósito do termo de securitização junto a instituição custodiante, pela companhia securitizadora. Foi dispensada a realização de escritura de cessão de direitos, bem como a averbação da aquisição das CCIs ou do termo de securitização na matrícula dos imóveis sobre os quais recai a garantia da alienação fiduciária (Cançado; Garcia, 2007, p. 84-85).

A expectativa é que, cada vez mais, busque-se a padronização na forma e no conteúdo dos instrumentos formalizadores dos ativos que lastreiam as operações no mercado de capitais, bem como dos títulos emitidos pelas companhias securitizadoras e outras entidades emissoras.

c) Risco do crédito e sua classificação

Adequados, claros e simplificados mecanismos de classificação de riscos quanto à emissão dos Certificados de Recebíveis Imobiliários, que ficam sob a responsabilidade das agências de *rating*, visam a favorecer a confiabilidade do investidor e dos mercados de capitais e imobiliário, principalmente por se tratar de investimento de longo prazo. É “fundamental para a viabilidade de um mercado secundário de crédito imobiliário que seu instrumento, o crédito propriamente, goze de plena credibilidade, em razão de sua liquidez e garantia, e que seja este instrumento conhecido e compreendido com facilidade pelo público investidor” (Chalhub, 2006, p. 406).

Sabe-se de a dificuldade do investidor compreender o procedimento de avaliação de riscos do investimento em CRIs, realizada pela agência de *rating*, bem como o fato de ser este o único indicador do seu grau de risco. A dificuldade da avaliação de riscos ocorre, principalmente, pelo fato de que os recebíveis que dão lastro à carteira securitizada se encontram pulverizados, ou seja, os riscos são diversos para cada um dos devedores, que são mutuários, os adquirentes dos imóveis financiados.

Neste sentido são salutares alguns esclarecimentos. Primeiro, quanto à segregação dos riscos entre a carteira de recebíveis e a instituição emissora, já que diante da securitização há a afetação do patrimônio. Em segundo lugar, que apesar de certa complexidade do procedimento de efetivação da garantia da alienação fiduciária, no caso de inadimplência, como a sua realização ocorre na via extrajudicial, é muito mais célere do que depender de uma ação de cobrança ou de execução na via judicial.

Por outro lado, o sucesso da securitização depende, também, da redução de risco do crédito com procedimento simplificado e ágil na recomposição dos ativos, diante da hipótese de inadimplência e necessidade de acionamento das garantias. Como analisado no capítulo anterior, no caso de inadimplência do devedor originário, a cobrança e eventual retomada do bem imóvel alienado fiduciariamente é realizada através de célere e simplificado procedimento extrajudicial, se comparado a uma ação de cobrança que depende de ajuizamento junto ao Poder Judiciário, considerando sua morosidade. Ademais, é fundamental a legitimação da securitização perante os tribunais superiores.

d) Adequação do sistema tributário

O tratamento tributário aplicado às operações de securitização para atrair os investidores depende de aprimoramento, particularmente quanto à revisão da legislação referente ao imposto de renda, com eventual redução da alíquota como forma de incentivo tributário, que pode favorecer investimentos nestes ativos, particularmente, considerando o fato de se tratar de papel de longo prazo em relação a títulos de curto prazo, públicos ou privados.

Como já mencionado, a Lei nº 11.033/2004, que isentou a incidência de imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual de pessoa física quanto à remuneração de letras hipotecárias, certificados de recebíveis imobiliários e letras de crédito imobiliário, foi alterada pela Lei nº 11.196/2005, que incluiu a isenção do imposto de renda aos “rendimentos distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliários cujas quotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado” (art. 3º, inc. III). Porém, consoante o parágrafo único, referido benefício é limitado ao “Fundo de Investimento Imobiliário que possua, no mínimo, 50 (cinquenta) quotistas”. E, ainda, esta isenção de imposto não é concedida à “pessoa física titular de quotas que representem 10% (dez por cento) ou mais da totalidade das quotas emitidas pelo Fundo de Investimento Imobiliário ou cujas quotas lhe derem direito ao recebimento de rendimento superior a 10% (dez por cento) do total de rendimentos auferidos pelo fundo”.

Complementando os incentivos para investimentos em Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRIs, foram extintas as limitações para emissão e investimentos em CRI com valor abaixo de R\$ 300.000,00, prevista na Instrução nº 414, de 30 de dezembro de 2004, da Comissão de Valores Mobiliários, alterada pela Instrução nº 443/2006, a qual passou por modificações pelo advento das Instruções nºs 446/2006, 480/2009 e 554/2014.

CONSIDERAÇÃO FINAIS

Considerando as transformações urbanas fruto do capitalismo, a necessidade do trabalhador se estabelecer na cidade, a mercantilização da terra e os obstáculos para o acesso à casa própria, foi apresentada a evolução da política habitacional brasileira, sob o manto das formas de intervenção Estatal e do planejamento de políticas públicas voltados ao acesso à habitação.

Inicialmente a política habitacional foi baseada num sistema público de atenção social, particularmente quanto às limitações socioeconômicas da população de menor renda. Os recursos públicos não se apresentaram suficientes, foi preciso recorrer ao sistema financeiro, embebido na perspectiva capitalista do lucro, vetendo-se uma possível submissão da política social à lógica neoliberal e, conseqüentemente, à financeirização da política habitacional.

Como instrumento de efetivação da financeirização deu-se a implementação da securitização, com a sua expansão do sistema financeiro para o mercado imobiliário, favorecendo a disponibilização de recursos para realização de empreendimentos do setor privado, bem como para programas de política pública, como o PMCMV.

Analisada a sistemática para realização da operação de securitização, seus benefícios e óbices a serem transpostos, verifica-se que, apesar das adequações legais e normativas e dos incentivos fiscais realizados a fim de implementação da securitização, as limitações ao desenvolvimento dessa modalidade de operação e do próprio mercado de capitais está vinculado à instabilidade econômica e política do Brasil, que reduz sua competitividade em relação ao mercado financeiro. Considerando a complexidade para realização de mudanças institucionais no intuito de contribuir

para a estabilidade econômica e política, é crível o entendimento de que a implementação da securitização continuará a encontrar obstáculos num futuro próximo, primordialmente quanto à se constituir em instrumento de compatibilização entre a efetivação dos programas sociais de habitação e as perspectivas capitalistas dos mercados financeiro e imobiliário.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABECIP - ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO E POUPANÇA. **SFI - Como funciona o novo Sistema de Financiamento Imobiliário**. 2007. Disponível em:

<<https://www.abecip.org.br/publicacoes/livros/como-funciona-o-novo-sistema-financiamento-imobiliario>>. Acesso em: 20 nov. 2015.

ANDRADE, Renato. Mercado em Construção. Depois da rápida ascensão dos FIDCS, especialistas requerem maior padronização dos produtos e melhorias na regulamentação. **Capital Aberto**. Edição 25. 1 de setembro de 2005. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/edicoes/bimestral/edicao-25/mercado-em-construcao/#.WCOhFvkrLIU>>. Acesso em: 20 nov. 2015.

ARAGÃO, Thêmis Amorim. A financeirização da moradia no Brasil: a cidade como direito ou mercadoria? **Le Monde Diplomatique Brasil**. 26 de agosto de 2016. Disponível em: <<http://www.diplomatique.org.br/acervo.php?id=3250>>. Acesso em: 20 nov. 2016.

BM&FBOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. Produtos. **Listados à vista e derivativos. Renda Fixa Privada e Pública. Títulos Privados. Certificados de Recebíveis Imobiliários**. 2016. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/certificados-de-recebiveis-imobiliarios.htm>. Acesso em: 02 jun. 2016.

BRESOLIN, Umberto Bara. **Execução Extrajudicial Imobiliária: aspectos práticos**. São Paulo: Atlas, 2013.

BUSSI, William Jugeick. A busca do equilíbrio do desenvolvimento do setor imobiliário através do *fundring* sustentável (Fundo Popular Imobiliário). In: **Alternativas de fundring para o crédito imobiliário**. São Paulo: ABECIP – Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança, 2011. (3º Prêmio ABECIP de Monografia em Crédito Imobiliário e Poupança; v. 2)

CAMINHA, Uinie. **Securitização**. 2ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007.

CANÇADO, Thais Romano; GARCIA, Fabio Gallo. **Securitização no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007.

CHALHUB, Melhim Namem. **Negócio Fiduciário**. 3ª ed. revista e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

LEFEBVRE, Henri. **O Direito à Cidade**. Tradução Rubens Eduardo Frias. São Paulo: Centauro: 2001.

MAEDA, Renata de Souza. Política pública habitacional: regime militar e governos FHC e Lula. *Revista Jus Navigandi*, Teresina, ano 18, n. 3740, 27 set. 2013. Disponível em: <<https://jus.com.br/artigos/25420>>. Acesso em: 24 set. 2016.

- MARICATO, Erminia. **O impasse da política urbana no Brasil**. Petrópolis, RJ: Vozes, 2011.
- MEIRELES. E. Provisão do Programa “Minha Casa Minha Vida” em São José do Rio Preto – SP : inserção, adequação urbana e socioeconômica de empreendimentos habitacionais. Tese de Doutorado. Programa de Pos-Graduação em Engenharia Urbana - Universidade Federal de São Carlos, 2016.
- ROLNIK, R. Guerra dos lugares: A colonização da terra e da moradia na era das finanças. Boitempo Editorial. Brasil, São Paulo. 2015 467p.
- SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. *Covered bond*: alternativa de funding para o mercado imobiliário brasileiro? In: **Alternativas de funding para o crédito imobiliário**. São Paulo: ABECIP – Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança, 2011. (3º Prêmio ABECIP de Monografia em Crédito Imobiliário e Poupança; v. 2)