

# | 1079 | MERCADO DE CAPITAIS E MERCADO IMOBILIÁRIO: A CRESCENTE IMPORTÂNCIA DOS TÍTULOS DE BASE IMOBILIÁRIA

*Aline Viotto Gomes, Luciana de Oliveira Royer, Álvaro Luis dos Santos Pereira*

## **Resumo**

O artigo trata da relação entre o mercado de capitais e o mercado imobiliário no Brasil, relacionando a dinâmica de produção do espaço urbano às transformações no regime de acumulação do capital vivenciadas no mundo contemporâneo. São apresentadas as características fundamentais do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), descrevendo a evolução de sua base legal e regulatória e analisando as principais características dos títulos de base imobiliária, tais como o CRI (Certificados de Recebíveis Imobiliários), a LCI (Letras de Crédito Imobiliário), a CCI (Cédulas de Crédito Imobiliário) e a LH (Letras Hipotecárias), ativos econômicos que estão ganhando importância crescente no mercado de capitais no país. Demonstra-se, ainda, a evolução dos investimentos nesses títulos, relacionando-a a mudanças regulatórias como a introdução da alienação fiduciária de bens imóveis, a instituição do patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias e o estabelecimento de incentivos fiscais, bem como mudanças no cenário macroeconômico. Por fim, problematiza-se a questão dos impactos do processo de financeirização na produção das cidades, refletindo-se sobre critérios levados em conta ao se decidir o que e para quem produzir e o modo como o modelo influencia a dinâmica de apropriação de riquezas por meio da produção do espaço urbano.

**Palavras-chave:** mercado de capitais, mercado imobiliário, sistema financeiro imobiliário, produção do espaço urbano.

## **A produção do espaço urbano no mundo contemporâneo: condições econômicas e ideológicas**

A produção do espaço urbano tornou-se fator chave da acumulação capitalista no mundo contemporâneo. A mobilização do espaço construído como *locus* de reprodução do capital não é um fenômeno novo. Entretanto, pode-se observar a intensificação de sua importância enquanto escoadouro das massas de capital sobreacumulado na atual fase do capitalismo, ampliando-se numa escala sem precedentes a base geográfica de sua realização por meio das atividades associadas à produção do espaço.

O modo de regulação que se estabeleceu após a configuração da crise do regime de acumulação fordista apresenta como um de seus aspectos fundamentais a crescente imbricação entre o capital fictício e o espaço urbano. Esse fenômeno se traduz na generalização do empreendedorismo como motor do crescimento econômico e numa inversão progressiva da relação de instrumentalidade existente entre o financeiro e o

produtivo. Cada vez mais, o primeiro deixa de ser concebido como meio para a viabilização do segundo, de modo que as atividades produtivas tornam-se meros mecanismos de reprodução do capital financeiro, que se converte em finalidade de todo o processo. Diante do esgotamento do processo de industrialização como fator dinâmico da reprodução ampliada do capital, a produção do espaço urbano passou a exercer papel fundamental na absorção de capital ocioso, e o desenvolvimento imobiliário tornou-se um foco privilegiado do processo produtivo.

David Harvey identifica como fundamento dessa tendência a convergência entre duas das formas de apropriação da riqueza socialmente produzida identificadas por Marx: renda fundiária e juro (HARVEY, 2006, pp. 367-372). Segundo seu modelo teórico, no âmbito do capitalismo avançado, a propriedade fundiária e o modo como ela circula entre os agentes econômicos passam a sofrer transformações que fazem deste ativo econômico um bem puramente fictício, desaparecendo as diferenças qualitativas anteriormente existentes entre a forma tradicional de sua remuneração, a renda, e aquela inerente ao capital de empréstimo ou capital-dinheiro, o juro. O fator apresentado por Harvey como característico do estágio atual do capitalismo não é a simples existência de articulações entre empreendimentos imobiliários e a esfera financeira - fenômeno que pode ser verificado desde o surgimento do que Marx chamou de capital fictício -, mas sim seu caráter sistêmico. Sua emergência como característica específica da atual conjuntura econômica envolve, por um lado, o uso crescente da propriedade fundiária e de eventuais empreendimentos imobiliários a ela acessórios como lastro dos mais diversos ativos financeiros; por outro lado, a captação de recursos no mercado de capitais como mecanismo cada vez mais frequente de financiamento de empreendimentos imobiliários.

Podem ser observadas várias evidências da pertinência dessa hipótese. A crise financeira deflagrada nos Estados Unidos no final de 2008, que ficou conhecida como "crise do subprime", evidenciou como o crescimento da taxa de inadimplência entre os tomadores de empréstimo para a aquisição de imóveis gerou efeitos que não apenas contagiaram todo o setor financeiro daquele país, mas que se espalharam pelo resto do mundo, mostrando que a articulação entre o setor imobiliário e a esfera financeira alcançou proporções sistêmicas. Ainda que num patamar menos avançado, os desdobramentos do processo anunciado por Harvey também se verificam no âmbito do capitalismo periférico. No Brasil, pode-se constatar diversos indícios da tendência de aprofundamento da conexão entre a esfera financeira e o a produção do espaço urbano (FIX, 2011, pp. 128-131). Um dos lados desse

processo é número crescente de empreendimentos que são vendidos para investidores ainda em fase de concepção, consolidando um novo padrão de financiamento da produção imobiliária no país. O outro lado desse mesmo processo é o crescimento da participação dos títulos de base imobiliária na carteira de investimentos de agentes de diferentes perfis, o que pode ser exemplificado pela recente proliferação dos fundos de investimento imobiliário (FII), pela procura por estes ativos por parte de grandes investidores, como seguradoras e fundos de pensão, e mesmo pela sua popularização entre investidores de pequeno porte. Nesse contexto, o negócio imobiliário passou a representar muito mais do que simplesmente a transação de bens imóveis. Passou a configurar um novo modo de ser da reprodução do capital, demandando a estruturação de um sistema de crédito a serviço da valorização imobiliária e da acumulação financeira. Assim, imobiliário deixou de ser apenas mais um gênero de negócio, tornando-se uma nova forma de circulação e apropriação da riqueza.

É certo que a conexão entre o espaço urbano e o mercado de capitais depende de questões econômicas como taxas de juros e inflação, entre outros. Neste trabalho, buscaremos explorar outra dimensão que, conforme sustentaremos, é igualmente importante na estruturação de um mercado imobiliário financeirizado: a da regulação.

No Brasil, os arranjos jurídicos e institucionais necessários para a criação da ponte entre o mercado de capitais e o mercado imobiliário começaram a ser construídos nos anos 1990. Não por acaso, é nesse período que o neoliberalismo se consolida como doutrina política hegemônica, e que os países periféricos passam a ser submetidos a uma agenda de reformas estruturais, colocada como condição indispensável à sua inserção na economia globalizada.

Uma das justificativas do discurso neoliberal para a adoção dessas reformas era a falência dos Estados nacionais e a necessidade de abertura de espaços para atuação das instituições de mercado, o que supostamente proporcionaria a elevação do grau de eficiência de suas economias. Os Estados, vistos como incapazes de financiar e promover políticas públicas deveriam reduzir o seu papel e, ao mesmo tempo, criar condições para a entrada de agentes privados nos setores estratégicos da economia. Para viabilizar integração dos países à dita economia globalizada, a cartilha neoliberal propunha a abertura comercial, a desregulamentação financeira, a estabilidade inflacionária e a privatização de empresas públicas. Assim como outros setores estratégicos, o setor imobiliário também irá sentir os efeitos dessas transformações.

Anteriormente à abertura econômica dos anos 90, a política de financiamento imobiliário no Brasil estruturava-se em torno do Sistema Financeiro Habitacional (SFH), composto por duas diferentes fontes de recursos: o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Esse modelo, contudo, passou a ser acusado de ineficaz e incapaz de solucionar o déficit habitacional brasileiro. A solução apontada era a reestruturação da arquitetura financeira do sistema, defendendo-se a adoção de um modelo capaz de estabelecer um canal entre o mercado de capitais e o mercado imobiliário, liberalizando o mercado de crédito imobiliário e abrindo espaço para a participação de investidores privados.

Nesse sentido, uma das primeiras mudanças foi a criação dos Fundos de Investimentos Imobiliários (FII) pela Lei 8.668/93, que representava uma tentativa de atrair recursos, principalmente dos fundos de pensão, para investimentos em empreendimentos imobiliários. Os agentes do mercado, no entanto, afirmavam que era necessária a criação de um novo marco regulatório para o financiamento imobiliário, capaz de conectar esse segmento econômico ao mercado de capitais e, assim, viabilizar o acesso a modalidades de financiamento compatíveis com suas especificidades, particularmente a necessidade de imobilizar capital por um prazo relativamente longo.

Dentre os defensores dessa perspectiva, podemos citar representantes de associações empresariais, como o Sindicato da Construção (Sinduscon) e a Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliária e Poupanças (ABECIP), bem como instituições de ensino, como a Fundação Getúlio Vargas (FGV) e o Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. A inspiração do novo marco foi o modelo vigente nos EUA que, segundo a ABECIP, é um modelo desregulado, com menor intervenção do Estado e com maior liquidez. Diferentemente do SFH, o SFI não depende diretamente de nenhum funding e também não tem recursos direcionados a ele por lei (ABECIP, 2005). A defesa do desenvolvimento de um mercado de derivativos hipotecários semelhante ao existente nos EUA, todavia, não era exclusiva de agentes nacionais, mas também uma política defendida por agências internacionais, como o Banco Mundial (BM) e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID). Estes, inclusive, foram os responsáveis pelo apoio e financiamento das reformas neoliberais no setor habitacional ocorridas no Chile no final da década de 1970.

## **A criação do Sistema Financeiro Imobiliário e sua evolução**

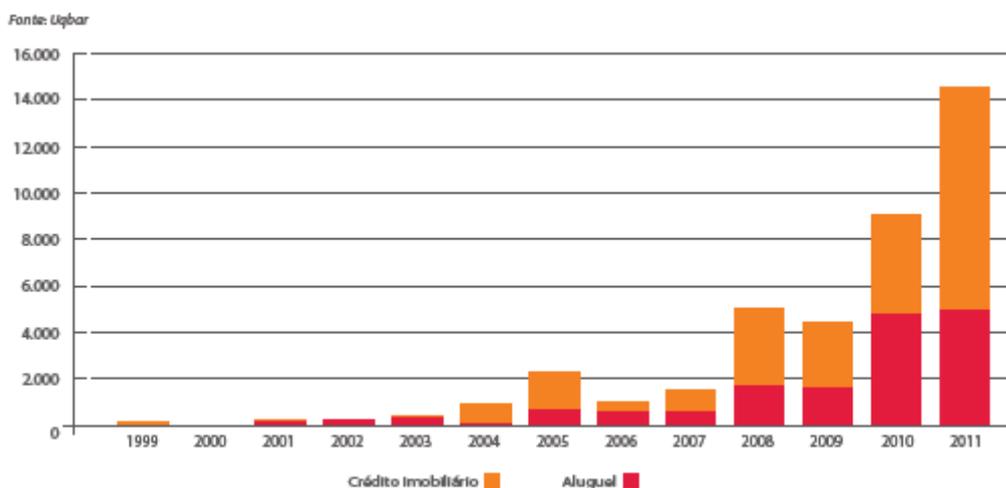
A proposta do novo marco regulatório do financiamento imobiliário no Brasil, formulada pelo Ministro do Planejamento da época, foi apresentada pelo Poder Executivo em junho de 1997 e tramitou no Congresso Nacional sob regime de urgência. Em pouco mais de cinco meses, foi publicada a Lei 9.514/97, sendo instituído o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). Na montagem do SFI, incorporou-se uma série de diretrizes e preocupações elencadas e sistematizadas em fóruns e cursos promovidos por entidades setoriais anteriormente à promulgação da referida lei (ROYER, 2009). Em linhas gerais, os principais desafios identificados foram a criação de ativos padronizados e de fácil comercialização no âmbito do SFI, a implementação de condições regulatórias que reforçassem a segurança jurídica dos credores e a introdução de medidas que estimulassem a demanda por papéis lastreados em crédito imobiliário.

As operações realizadas no âmbito do SFI envolvem uma grande diversidade de agentes, ensejando a formação de complexas cadeias de obrigações ligando compradores de imóveis a investidores que, por meio de uma intrincada sequência de relações contratuais, tornam-se credores finais das obrigações assumidas pelos primeiros. Essa cadeia pode envolver a participação de agentes como compradores de imóveis, inquilinos, incorporadores imobiliários, construtores, associações de poupança e empréstimo, sociedades de crédito imobiliário, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos múltiplos, securitizadoras, fundos de investimento imobiliário, seguradoras, fundos de pensão, agências avaliadoras de risco, agentes fiduciários, entre outros.

O SFI passou por um processo de ‘aperfeiçoamento regulatório’ até que efetivamente conquistasse a ‘confiança do mercado’ e os títulos lastreados em fluxos de recebíveis imobiliários se consolidassem como alternativa de investimento relevante no país. Não se constituiu de imediato um ‘ambiente dinâmico’ de securitização imobiliária nos anos que se seguiram à sua criação. Entre os fatores que explicam a lentidão de seu desenvolvimento inicial, pode-se mencionar a falta de conhecimento por parte de potenciais investidores acerca dessa modalidade de investimento, as incertezas jurídicas quanto à exequibilidade de garantias em caso de inadimplência e a alta rentabilidade de outros títulos de renda fixa, particularmente os títulos públicos atrelados à taxa SELIC, que absorviam parcela considerável da demanda por aplicações de longo prazo e baixo risco no Brasil. Foi apenas após as alterações introduzidas pela Medida Provisória n.º. 2.223, de 4 de setembro de 2001, posteriormente convertida na Lei 10.931, de 02 de agosto de 2004, que o mercado de

títulos lastreados em recebíveis imobiliários ganhou impulso, como pode ser observado no Gráfico 1.

Gráfico 1 - Histórico do montante de emissões de securitização imobiliária por ativo lastro (R\$ Milhões)



Fonte: UQBAR 2011

A Lei nº. 9.514/97 disciplinou a atividade de securitização imobiliária, fornecendo sua definição legal, estabelecendo a figura do agente securitizador e estruturando o procedimento de securitização de créditos imobiliários no país. Além disso, introduziu no ordenamento jurídico brasileiro os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), valores mobiliários lastreados em operações de financiamento imobiliário.

Outra inovação regulatória de grande relevância introduzida por esta lei foi a possibilidade de alienação fiduciária de bem imóvel, anteriormente inexistente no país. Essa medida figurou como um verdadeiro divisor de águas no que diz respeito à proteção dos direitos de credores em operações de financiamento imobiliário. A alienação fiduciária substituiu-se à hipoteca como principal mecanismo de garantia real de empréstimos concedidos para a compra de imóveis, proporcionando vantagens significativas para os credores em comparação com o outro instituto mencionado. Enquanto que, numa operação de financiamento imobiliário garantida por hipoteca, a propriedade do imóvel oferecido em garantia é transferida ao patrimônio do devedor antes da quitação da dívida, ocorrendo concomitantemente à contratação do financiamento, no caso da alienação fiduciária, a propriedade do imóvel só se consolida no patrimônio do adquirente após o pleno

adimplemento de suas obrigações para com o credor. Ao longo do período de quitação da dívida, apenas a posse do imóvel é transferida ao devedor, enquanto que o credor permanece na condição de seu proprietário fiduciário.

Este "detalhe formal" implicou um reforço significativo na segurança jurídica dos credores em operações de financiamento imobiliário. Uma das principais reclamações por parte dos agentes ligados ao financiamento imobiliário era a morosidade na execução de hipotecas. Diante da possibilidade de venda financiada com a manutenção da propriedade do imóvel no patrimônio do credor, trazida com o advento da alienação fiduciária de bens imóveis, a execução da garantia em caso de inadimplência do devedor tornou-se mais simples. No caso do uso da hipoteca como garantia, o bem hipotecado, de propriedade do devedor, pode ser oferecido como garantia de outras obrigações<sup>1</sup>, o que abre margem para disputas judiciais entre credores e para o retardamento de sua execução em caso de inadimplência, o que não ocorre na hipótese de alienação fiduciária. Com esta modalidade de garantia, a execução prescinde do acionamento do poder judiciário, sendo conduzida por via administrativa, o que se traduz em maior celeridade e menores custos, combinação ideal para os agentes do mercado imobiliário.

Ainda segundo análises feitas por agentes do mercado imobiliário, outra fragilidade da hipoteca como garantia que pôde ser contornada com o advento da alienação fiduciária de bens imóveis foi a impossibilidade de execução judicial do bem de residência familiar. No caso da alienação fiduciária, a propriedade só se transfere ao patrimônio do tomador do empréstimo após a quitação total da dívida, de modo que não se configura a hipótese da impossibilidade de execução do bem de residência familiar, que protegia o adquirente do risco de ter a própria casa executada para saldar suas dívidas com o credor. Após a promulgação da Lei 9.514/97, a securitização imobiliária tornou-se juridicamente possível, e a proteção dos credores em operações de financiamento imobiliário foi substancialmente reforçada. No entanto, o marco regulatório então estabelecido não provocou de imediato o impacto esperado no mercado de financiamento imobiliário no país. Os investimentos lastreados em operações de financiamento imobiliário deslancharam apenas após a diversificação dos títulos, a previsão legal do patrimônio de afetação e o estabelecimento de incentivos econômicos, como a redução de tributos incidentes sobre essas aplicações.

---

<sup>1</sup> Nos termos do Art. 1.476 do Código Civil, "o dono do imóvel hipotecado pode constituir outra hipoteca sobre ele, mediante novo título, em favor do mesmo ou de outro credor".

A introdução de novos títulos de base imobiliária promoveu a diversificação do perfil das aplicações nesse mercado e facilitou a securitização e comercialização de créditos imobiliários. Juntamente com a instituição do patrimônio de afetação, que permitiu a segregação dos bens que respondem pelo fluxo de recebíveis de uma determinada série de títulos do patrimônio de seu emissor, essa mudança regulatória foi fundamental para um novo impulso às atividades de securitização de créditos imobiliárias no Brasil. Após a edição da Medida Provisória 2.223/01, foram criados dois novos títulos de base imobiliária, as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) e as Letras de Crédito Imobiliário (LCI), somando-se às modalidades já existentes, os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e as Letras Hipotecárias (LC).

Ainda que todos esses títulos sejam fundamentalmente créditos derivados de operações de financiamento imobiliário, eles apresentam diferenças no tocante a aspectos como procedimentos de emissão e registro, potenciais emissores, garantias, mecanismos de comercialização, entre outros. A pluralidade de títulos existentes, expressando uma oferta diversificada de produtos de base imobiliária destinados a investidores, parece-nos decorrer de um procedimento de tentativa e erro, onde se busca criar condições para a participação de um rol cada vez mais extenso de agentes na cadeia de origem, securitização e comercialização de créditos imobiliários.

A evolução do marco regulatório do financiamento imobiliário no Brasil expressa uma oscilação entre dois impulsos distintos, porém articulados: de um lado, a tentativa de replicação de formas jurídicas e dinâmicas características do modelo norte-americano; de outro, a sua adaptação ao contexto jurídico e econômico nacional, com a introdução de pequenas mudanças que atentem para fatores como a estrutura do setor financeiro no Brasil, a percepção de risco na concessão de crédito imobiliário e a satisfação dos direitos dos credores dessas operações em casos de inadimplência.

Segue um quadro sintético das principais características de cada um desses instrumentos financeiros de base imobiliária:

Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI): trata-se de título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários, constituindo promessa de pagamento em dinheiro. Apresenta forma escritural, de modo que seu registro e negociação devem ser feitos por sistemas centralizados de custódia e liquidação de títulos financeiros privados, sendo controlados pela CETIP (Central de Custodia e Liquidação

Financeira de Títulos). São de emissão exclusiva das companhias securitizadoras. Podem ser adquiridos por qualquer pessoa física ou jurídica, sendo que o valor mínimo para investimento é de R\$ 300.000,00, o que restringe esta modalidade de aplicação a investidores de grande porte. Podem ser lastreados em fluxos de recebíveis de empreendimentos específicos ou de um conjunto pulverizado de operações de crédito imobiliário. Sua emissão é feita com base em Termo de Securitização lavrado pela companhia securitizadora, de modo que uma determinada série de títulos fica atrelada aos fluxos de recebíveis de imóveis específicos, devendo a operação ser registrada no Cartório de Registro de Imóveis de situação dos mesmos. Devem expressar o valor nominal referente ao principal e a taxa de juros, admitindo-se a capitalização. Podem ser negociados a taxas de juros fixas ou flutuantes. Devem conter a data e o local do pagamento e as condições de reajuste das obrigações. Se parcelados, devem conter a especificação do valor e da data de pagamento das parcelas. Quanto às garantias, admitem duas modalidades: a garantia flutuante e a instituição de regime fiduciário sobre os créditos imobiliários a que estão atrelados. No primeiro caso, as obrigações expressas no título são garantidas pelo ativo da companhia securitizadoras. No segundo caso, os créditos imobiliários que lastreiam os CRI são cedidos em regime fiduciário a instituição autorizada pelo Banco Central, denominada agente fiduciário. Assim, os créditos imobiliários adquiridos pela companhia securitizadora para lastrear a emissão de um lote de CRI são apartados de seu patrimônio, de modo que seu fluxo de recebíveis fica diretamente atrelado à remuneração dos adquirentes desses certificados, tornando-se independente do fluxo financeiro da securitizadora.

Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI): trata-se de título representativo de crédito imobiliário. Pode ser integral ou fracionária, representando a totalidade ou fração de um crédito imobiliário específico. Se fracionária, a soma das CCI emitidas não pode exceder o crédito que representam. Pode apresentar forma cartular ou escritural. Na segunda hipótese, podem ser constituídas por escritura pública ou instrumento particular, devendo este ficar sob custódia da CETIP. Podem ser emitidas por qualquer credor de operações de financiamento imobiliário. Sua emissão e negociação independem da concordância do devedor do crédito que representam. Devem indicar o valor total da prestação, incluindo as parcelas de amortização e juros, taxas, seguros e demais encargos contratuais do devedor, bem como data e local de pagamento e condições de reajuste das obrigações. Podem ter ou não garantia, de natureza real ou fidejussória. No caso de garantia real, o bem oferecido deve estar isento de prenotação e de registro de ônus real. Apresentam status de título executivo extrajudicial. Podem ser objetos de securitização, lastreando a emissão de CRI.

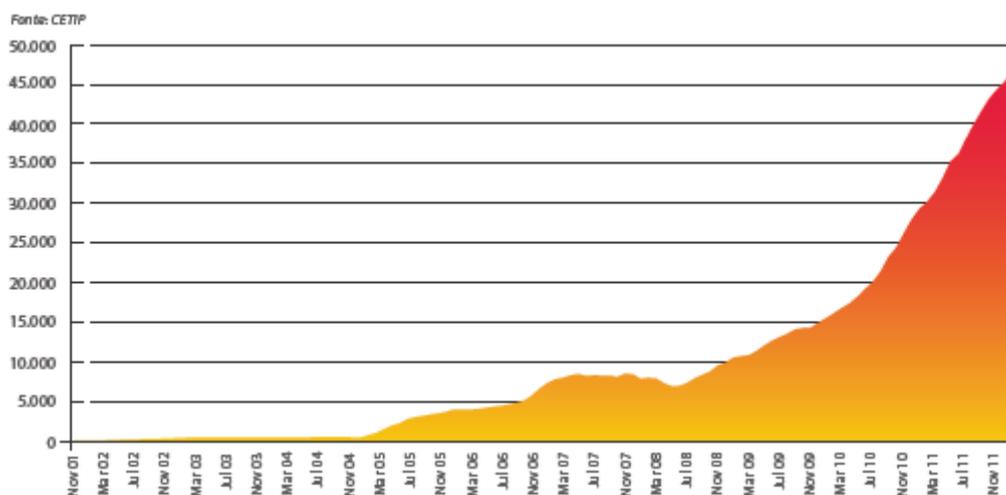
**Letras de Crédito Imobiliário (LCI):** trata-se de título de crédito nominativo lastreado por créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de coisa imóvel, podendo contar com garantia fidejussória adicional de instituição financeira. A transferência do título pode se dar de forma cartular ou escritural. Se cartular, deve ocorrer mediante endosso em preto, isto é, o beneficiário deve ser identificado no momento da transferência do título. Na forma escritural, deve ser registrada em sistemas de registro e liquidação financeira de títulos privados autorizados pelo Banco Central do Brasil e controlados pela CETIP. As LCI podem ser emitidas apenas por bancos comerciais, por bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário, pela Caixa Econômica Federal, pelas sociedades de crédito imobiliário, pelas associações de poupança e empréstimo, pelas companhias hipotecárias e pelas demais espécies de instituições expressamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil. São lastreadas em um ou mais créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de coisa imóvel, sendo que a soma do principal das LCI emitidas não poderá exceder o valor total dos créditos imobiliários em poder da instituição emissora. Por iniciativa da instituição emissora, em casos de liquidação ou vencimento antecipados do crédito, ou do credor da letra, por solicitação justificada, o crédito imobiliário caucionado poderá ser substituído por outro crédito da mesma natureza. A LCI deverá conter o valor nominal do título, bem como a forma, a periodicidade e o local de pagamento do principal, dos juros e, se for o caso, da atualização monetária. A taxa de juros é fixa ou flutuante, podendo ser renegociada a critério das partes. A atualização monetária, por sua vez, poderá ser feita mensalmente por índice de preços, desde que emitida com prazo mínimo de trinta e seis meses. Nesse caso, no entanto, é vedado o pagamento dos valores relativos à atualização monetária apropriados desde a emissão quando ocorrer o resgate antecipado, total ou parcial, em prazo inferior ao mínimo. Contam com cobertura do Fundo Garantidor de Crédito de até R\$ 70 mil por título.

**Letra hipotecária (LH):** trata-se de título de crédito nominativo garantido por hipoteca que confere ao seu titular direito de crédito pelo valor nominal, atualização monetária e juros. São emitidas por instituições financeiras autorizadas a conceder créditos hipotecários, entretanto, o Banco Central pode determinar que a emissão seja exclusiva dos integrantes do Sistema Financeiro de Habitação - SFH. Pode assumir forma cartular ou registral, sendo que, no primeiro caso, a transferência do título se dá por endosso, enquanto que no segundo, por meio dos registros das negociações em sistemas de registro e de liquidação financeira privados, autorizados pelo Banco Central e controlados pela CETIP. O titular responde por sua veracidade, mas não pelo seu pagamento, ou seja, não é admitido

direito de cobrança regressiva contra o endossante. A LH deverá conter o valor nominal do título, bem como a forma, a periodicidade, o local de pagamento do principal, da atualização monetária e dos juros, que poderão ser fixos ou variáveis. Cabe ao Banco Central estabelecer o prazo mínimo a ser observado pelas instituições financeiras para resgate de LH. Podem ser garantidas por um ou mais créditos hipotecários, mas a soma do principal das letras hipotecárias emitidas não pode exceder, em nenhuma hipótese, o valor total dos créditos hipotecários em poder da instituição financeira emissora. Poderão contar, ainda, com garantia fidejussória adicional de instituição financeira. O prazo de vencimento da LH não poderá ser superior aos dos créditos hipotecários que lhe servem de garantia. Há a possibilidade do crédito hipotecário caucionado ser substituído por outro crédito da mesma natureza, por meio de solicitação do credor da letra ou por iniciativa do emissor no caso de liquidação ou vencimento antecipados.

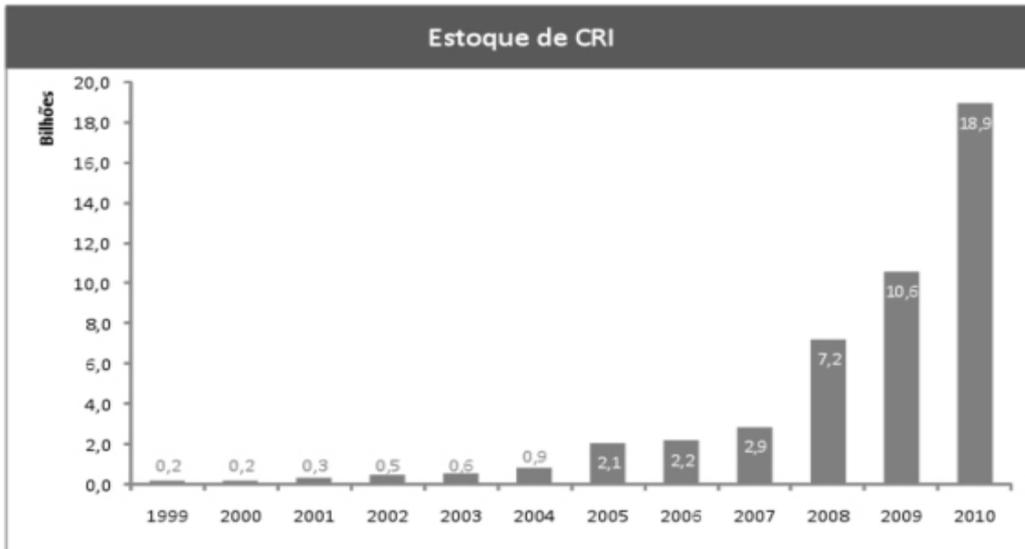
Os gráficos 2 e 3 mostram, respectivamente a evolução do estoque de LCI e CRI no país, evidenciando o impulso desses títulos a partir de 2004:

Gráfico 2 - Evolução histórica do estoque de LCI na CETIP (R\$ milhões)



Fonte: CETIP 2011

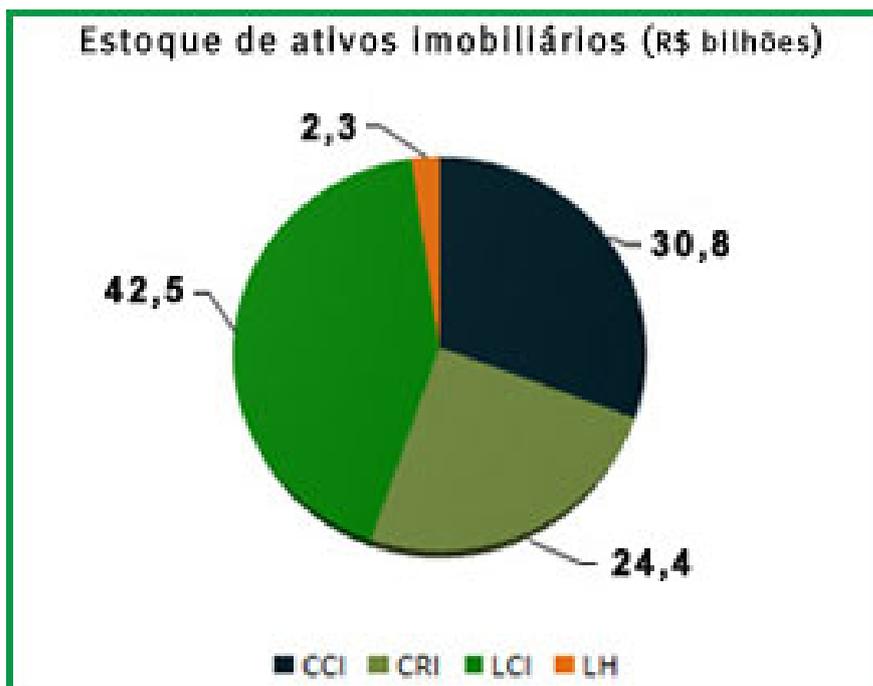
Gráfico 3 - Evolução histórica do estoque de CRI na CETIP (R\$ bilhões)



Fonte: CETIP 2011

O gráfico 4 mostra a participação de cada um desses títulos na composição do estoque de ativos de base imobiliária no país em setembro de 2011:

Gráfico 4 - Estoque total de ativos imobiliários no Brasil (R\$ bilhões)



Fonte: CETIP / setembro de 2011

Importante mudança no sentido de reforçar ainda mais a segurança jurídica dos credores de títulos de base imobiliária foi a introdução da figura do patrimônio de afetação,

instituído pela Lei 10.931/04, conforme mencionado. Consolidando no ordenamento jurídico brasileiro a LCI e a CCI, cuja disciplina normativa estava disposta em medida provisória, e criando o patrimônio de afetação, esta lei marca o início de um período de significativa expansão da emissão desses títulos no Brasil.

Alterando a Lei nº. 4.591, de 16 de dezembro de 1964, que disciplina as atividades de incorporação imobiliária e os condomínios em edificações no país, sua promulgação trouxe a possibilidade de segregação patrimonial de um empreendimento específico do conjunto de bens integrantes do ativo da companhia que tenha promovido sua incorporação. Com a opção por este regime, o terreno e as acessões objeto de incorporação imobiliária, bem como os direitos e obrigações a eles vinculados, ficam apartados do patrimônio geral do incorporador, não se comunicando com os demais bens, direitos e obrigações dele integrantes, ou com aqueles que compõem outros patrimônios de afetação que tenham sido por ele instituídos. Ficam afetados à concretização da incorporação correspondente e à entrega das unidades imobiliárias aos respectivos adquirentes, respondendo exclusivamente pelas dívidas e obrigações a ela relacionadas.

O patrimônio de afetação proporcionou maior segurança aos investidores na hipótese de falência do incorporador. Com o estabelecimento deste regime, os adquirentes e seus credores ficam blindados do risco de que os recursos levantados com a liquidação da massa falida da incorporadora sejam consumidos na quitação de obrigações com credores mais privilegiados. O fantasma da falência de Encol nos anos 90, grande agente do setor imobiliário brasileiro na época, pesava como forte fator de desconfiança entre os investidores. Com a expressiva limitação do risco proporcionada pela instituição do patrimônio de afetação, a preocupação com a possibilidade de falência do incorporador foi minimizada.

A dinamização dos investimentos em recebíveis imobiliários, contudo, não se deu apenas em virtude da diversificação dos produtos oferecidos e do reforço da segurança jurídica dos investidores. Os títulos lastreados em imóveis beneficiaram-se também de mudanças nas condições macroeconômicas do país e de incentivos fiscais significativos, o que elevou a sua rentabilidade em comparação com outros tipos de aplicação de renda fixa, tornando-os opções vantajosas. Os investimentos em CRI e LCI são isentos de Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF). Além disso, as aplicações dos FII nesses ativos também foram isentas da incidência de IR. Esses incentivos tributários fizeram com que os títulos de base imobiliária se tornassem mais rentáveis do que outras aplicações com grau de risco

semelhante, como os Certificados de Depósito Bancário (CDB). Acima de tudo, com a queda continuada da taxa SELIC e sua estabilização em patamares razoavelmente baixos, os títulos de base imobiliária passaram a proporcionar rentabilidade mais alta que os títulos públicos, consolidando-se como alternativa de investimento de baixo risco e ganhando espaço crescente entre investidores de perfil conservador e agentes que precisam balancear o risco de sua carteira de aplicações.

### **Conclusão: tendências sobre a produção imobiliária financeirizada e a construção do urbano**

O SFI 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 e do patrimônio de afetação. Dessa forma, a lei instituiu o arcabouço regulatório necessário para que se pudesse consolidar no Brasil a reprodução do capital financeiro por meio do espaço construído, como tratamos no início do artigo. Afinal, o que a securitização imobiliária faz é justamente ligar o mercado de títulos (mercado de capitais) 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.

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;
- 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 estruturado desde o início para atender a esses critérios de enquadramento.

E são nas cidades brasileiras, com o conhecido grau de desigualdade e distribuição de renda que serão feitos os investimentos em crédito imobiliário visando o retorno ao investidor. Como é possível, portanto, com o padrão de desigualdade decorrente do processo histórico da urbanização brasileira, que o modelo preconizado no SFI venha a atender, por exemplo, à demanda habitacional tal como ela se apresenta no país?

Os investimentos imobiliários, por sua natureza intrínseca, devem dar o retorno esperado pelo investidor, ainda que essa taxa de retorno seja considerada ‘conservadora’ para os parâmetros do mercado de capitais. “Desse modo, a feição da cidade e o modo como é produzida alteram-se visivelmente quando esses empreendimentos constituem-se como atrativas aplicações financeiras. A lógica de sua produção passa a ser regida pelos interesses de rentabilidade dos investidores, sejam eles fundos de pensão sejam fundos de investimentos imobiliários (Fix, 2001, 113)”, aponta Fix na obra em que nos apresenta como essa lógica dos investimentos imobiliários vem junto com o aumento das ocupações irregulares e aumento das necessidades habitacionais e não o inverso.

Processos concentradores de renda e classe social no território da cidade tendem a se aprofundar, com a construção de áreas na cidade que atendem a essa lógica do investidor. Questões de regulação do uso do solo, do controle do estado sobre o território da cidade, tendem a se submeter à lógica da produção de uma cidade ditada por quem a financia, colocando o poder público em uma correlação de força e poder desigual.

O que a experiência das subprime cities (AALBERS, 2012) parece nos mostrar é que este modelo 'one-size-fits-all' vindo com as agências multilaterais que difundiram práticas dos governos neoliberais dos EUA e da Inglaterra, com suas agendas objetivas e enxutas, devidamente traduzidas para a linguagem das instituições brasileiras por universidades e setores empresariais, quando se depara com uma sociedade urbana complexa, profundamente desigual, tende a aprofundar ainda mais este quadro desalentador, visto que as necessidades urbanas e habitacionais, que essa agenda em princípio deveria resolver, passam bem longe do desejo dos investidores.

Afinal, para o Banco Mundial e para todas as organizações "market-oriented" a questão urbana e mesmo a habitacional não são exatamente uma questão de direito social, mas sim problemas de crédito, de renda, enfim, problema individual de consumidores. As cidades que resultam desses investimentos tendem assim a se estruturarem como cidades onde seus espaços públicos, gratuitos e de livre convivência social são subsumidos por lugares de consumo, de compra e venda, lugares onde o retorno ao investidor pode ser produzido, fazendo girar o circuito econômico-financeiro de financiamento desses mesmos espaços.

## **Referências bibliográficas**

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.

AALBERS, Manuel (Org.). Subprime cities: the political economy of mortgage markets. Oxford: Blackwell Publishing Ltd, 2012.

CETIP. *Manual de Operações: Títulos Imobiliários (CCI, CRI, LCI, LH)*. Disponível em [http://www.cetip.com.br/informacao\\_tecnica/regulamento\\_e\\_manuais/manuais\\_de\\_operacoes/Imobiliarios/Imobiliarios.pdf](http://www.cetip.com.br/informacao_tecnica/regulamento_e_manuais/manuais_de_operacoes/Imobiliarios/Imobiliarios.pdf), acessado em 18 de outubro de 2011

FIX, Mariana. *Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil*. Tese (Doutorado) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas. Campinas, 2011.

\_\_\_\_\_. *Parceiros da exclusão: duas histórias da construção de uma nova cidade em São Paulo: Faria Lima e Água Espraiada*. São Paulo: Boitempo, 2001.

HARVEY, David. *A produção capitalista do espaço*. São Paulo: Annablume, 2005.

\_\_\_\_\_. *The limits to capital*. London: Verso, 2006.

PEREIRA, Alvaro. *A montagem de enclaves financeiros numa metrópole periférica: verso e reverso do planejamento urbano*. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2011.

ROYER, Luciana. *Financeirização da política habitacional: limites e perspectivas*. Tese (Doutorado) - Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009.

UQBAR. Relatório. *Anuário Securitização e Financiamento Imobiliário 2011*. Disponível em <[http://www.uqbar.com.br/download/Uqbar\\_Anuario\\_Imobiliario\\_2011.pdf](http://www.uqbar.com.br/download/Uqbar_Anuario_Imobiliario_2011.pdf)>, acessado em 15 de outubro de 2011

VAN ORDER, Robert. *Public Policy and Secondary Mortgage Markets*. Washington: Banco Mundial (Curso "Housing Finance in Emerging Markets: Policy and Regulatory Challenges), mar. 2003.

VEDROSSI, Alessandro Olzon. *A securitização de Recebíveis Imobiliários: Uma Alternativa de Aporte de Capitais para Empreendimentos Residenciais no Brasil*. 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 Iorque: Oxford University Press, 2002.