

3º Prêmio Abecip de Monografia em Crédito Imobiliário e Poupança

ALTERNATIVAS DE *FUNDING*
PARA O CRÉDITO IMOBILIÁRIO



3º PRÊMIO ABECIP DE MONOGRAFIA
EM CRÉDITO IMOBILIÁRIO E POUPANÇA

3º PRÊMIO ABECIP DE MONOGRAFIA EM CRÉDITO IMOBILIÁRIO E POUPANÇA

VOLUME 2

**Alternativas de *funding*
para o crédito imobiliário**



ABECIP

SUMÁRIO

Apresentação	7
--------------	---

CATEGORIA PROFISSIONAL

1º colocado

A busca do equilíbrio do desenvolvimento do setor imobiliário através do <i>funding</i> sustentável (Fundo Popular Imobiliário – FPI)	11
<i>William Jugeick Bussi</i>	

2º colocado

<i>Covered bond</i> : alternativa de <i>funding</i> para o mercado imobiliário brasileiro?	61
<i>Isabella Fonte Boa Rosa Silva</i>	

APRESENTAÇÃO

A terceira edição do Prêmio Abecip de Monografia em Crédito Imobiliário e Poupança, realizada em 2010, destacou dois temas centrais do crédito imobiliário no Brasil. Um dos assuntos remete ao passado e suas influências sobre o presente: *Os sistemas de amortização e o conceito de capitalização de juros nos financiamentos imobiliários – a experiência brasileira e o modelo internacional*, tema do volume 1 desta obra.

O tema deste volume 2 é: *Alternativas de funding para o crédito imobiliário* e diz respeito ao presente, em que o assunto dominante da conjuntura do crédito imobiliário é a discussão sobre as novas possibilidades de *funding*, de maneira a assegurar que o setor possa manter, nos próximos anos, o vigor destes últimos. Para que se tenha uma ideia do que isso significa, entre o início da década passada e o início desta década, o montante nominal dos financiamentos aumentou mais de 40 vezes, graças aos avanços macroeconômicos, ao emprego e renda e, em especial, à introdução das figuras jurídicas da alienação fiduciária de bem imóvel, da securitização de recebíveis imobiliários e do patrimônio de afetação.

A rigor, ao tratar do presente e do futuro do crédito imobiliário, confirma-se o enorme interesse dos agentes financeiros na concessão maciça de crédito, com os recursos das cadernetas de poupança e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS).

A questão, agora, é o risco de exaustão dessas modalidades tradicionais de *funding*. E, para conjurar esse risco, a Abecip tem proposto como alternativa adequada a introdução no direito brasileiro da figura dos *covered bonds*, já chamados de “CDBs imobiliários”, lastreados em garantias reais e consagrados no exterior, onde são amplamente utilizados. Vários *papers* sobre os *covered bonds*

foram submetidos à Comissão Julgadora do 3º Prêmio Abecip de Monografia e, alguns, julgados favoravelmente, receberam láureas e premiações.

O Prêmio Abecip de Monografia insere-se nas atividades de ponta da entidade voltadas para a formação de mão de obra qualificada para responder aos desafios do crédito imobiliário, que, conforme as projeções da Abecip, deverão passar de uma relação com o produto interno bruto (PIB) da ordem de 4%, em 2010, para 11%, até 2014. Mantido o ritmo, o crédito imobiliário poderá financiar, em média, mais de um milhão de moradias/ano nesta década, quase duplicando o número médio de unidades financiadas nas quatro décadas anteriores.

LUIZ ANTONIO NOGUEIRA DE FRANÇA

Presidente da Abecip

CATEGORIA **PROFISSIONAL**

**A BUSCA DO EQUILÍBRIO
DO DESENVOLVIMENTO DO SETOR
IMOBILIÁRIO ATRAVÉS DO *FUNDING*
SUSTENTÁVEL (FUNDO POPULAR
IMOBILIÁRIO – FPI)**

WILLIAM JUGEICK BUSSI

Graduado em Administração de Empresas pelo Unifieo

INTRODUÇÃO

Os mecanismos de financiamento de habitação social no Brasil devem se constituir num dos vetores de crescimento da indústria da construção civil nos próximos anos. Com base nessa constatação, monografias vencedoras do 2º Prêmio Abecip de Monografia em Crédito Imobiliário e Poupança versaram sobre o tema *Alternativas e soluções para o financiamento de imóveis de interesse social* e apresentaram propostas de melhoria em microrregiões e habitações precárias, e de construção de habitações populares com títulos para tributos federais.

É certo que o Brasil atual passa por um período de transformação. Também é certo que o desenvolvimento da sociedade está estritamente ligado ao desenvolvimento habitacional (total correlação). Contudo, não há maneiras de se pensar em crescimento e desenvolvimento sem pensar simultaneamente na sociedade e em seu desenvolvimento. Não haverá o crescimento sustentável de um setor se o País todo não crescer na mesma proporção. A ideia é desenvolver sem criar expectativas especulativas; devemos evitar as “bolhas” de desenvolvimento.

Dessa maneira, o foco do projeto foi desenvolver um modelo financeiramente viável, mas socialmente aceito. Um formato que pudesse suprir a demanda projetada do crescimento econômico brasileiro, que tende a causar problemas de *funding* imobiliário, pois os atuais instrumentos já dão prova de iminente esgotamento e descasamento de prazos, pois as fontes atuais possuem liquidez imediata, enquanto o financiamento imobiliário tende a ser de longo prazo.

A sociedade, como um todo, busca o crescimento econômico, da base da pirâmide social até o topo. Contudo, para que isso aconteça, devem ser estabelecidos os parâmetros corretos para que esse crescimento se dê de maneira conjunta a atender aos interesses de todas as classes sociais.

Não adianta pensar em soluções para a aquisição de imóveis se não houver políticas adequadas. Apesar do crescimento constante, é necessário garantir lastros e condições para que a demanda continue aquecida.

As pessoas procuram adquirir imóveis por diferentes motivos. Há quem queira realizar o sonho da casa própria, há quem procure uma segunda fonte de renda ou garantia, e há quem busque uma nova forma de investimento. Atender com eficiência a essa demanda por imóveis é o grande desafio; sugerir formas de financiar essa alta demanda é o que pretende esta monografia.

A alternativa proposta neste estudo tem como pontos centrais a liquidez imobiliária e o problema social do déficit habitacional brasileiro. Ela tem como objetivo desenvolver uma alternativa inovadora e sustentável que possa impulsionar a economia regional e a nacional.

A metodologia adotada na elaboração deste trabalho consiste em referências bibliográficas de fontes diversas, principalmente de órgãos ligados diretamente ao mercado imobiliário.

A monografia é composta por quatro capítulos. O primeiro e o segundo fornecem embasamento teórico; o primeiro é composto por fatos relevantes e situação geral; o segundo, por ferramentas atuais disponíveis para *funding* no setor imobiliário. O terceiro capítulo apresenta o modelo sugerido, com suas aplicações, prós e contras. O quarto capítulo traz as conclusões e as considerações finais.

Os imóveis podem ser divididos basicamente em residenciais e comerciais, e subdivididos em escritórios, hotéis, *shoppings*, centros de distribuição e logística, entre outros.

Em outras palavras, podemos afirmar que o mercado imobiliário é bem extenso. Para desenvolver uma solução de *funding*, foi necessário focar um dos setores. É importante avaliar que fatores externos influenciam diretamente esse segmento de mercado, sensível a mudanças de leis, a mudanças de infraestrutura (como a criação de avenidas, estradas), podendo desvalorizar ou valorizar em um prazo diferenciado.

Sem dúvida, o setor de maior demanda é o residencial, portanto, o que mais consome o *funding* e o que mais utiliza os recursos escassos da poupança e do FGTS. O mercado está “a todo vapor”. O setor financeiro terá de acompanhar esse crescimento.

Residencial próximo à Wobben Windpower Ind. e Com. Ltda. (fabricante de turbinas eólicas), construído após a chegada da fábrica (à direita).



Fonte: O autor.

Rodovia Raposo Tavares, km 101 (Sorocaba). Duplicação de rodovia promove o desenvolvimento da região e a valorização de imóveis nas redondezas (residenciais, hotéis, hipermercados, produtos e serviços).



Fonte: O autor.

Destaques:

- Potencial crescimento de demanda por imóveis, principalmente nas classes mais baixas, devido ao crescimento das classes sociais.
- GAP – Investimentos para pessoas físicas de todas as classes em imóveis e produtos relacionados ao mercado imobiliário.
- Cenário favorável: estudos indicam que a economia brasileira deve crescer em torno de 7,5% a.a. em 2010 e 4,5% em 2011.

FATOS RELEVANTES, SITUAÇÃO ATUAL

Neste capítulo será apresentada uma análise detalhada da situação atual do setor imobiliário no Brasil.

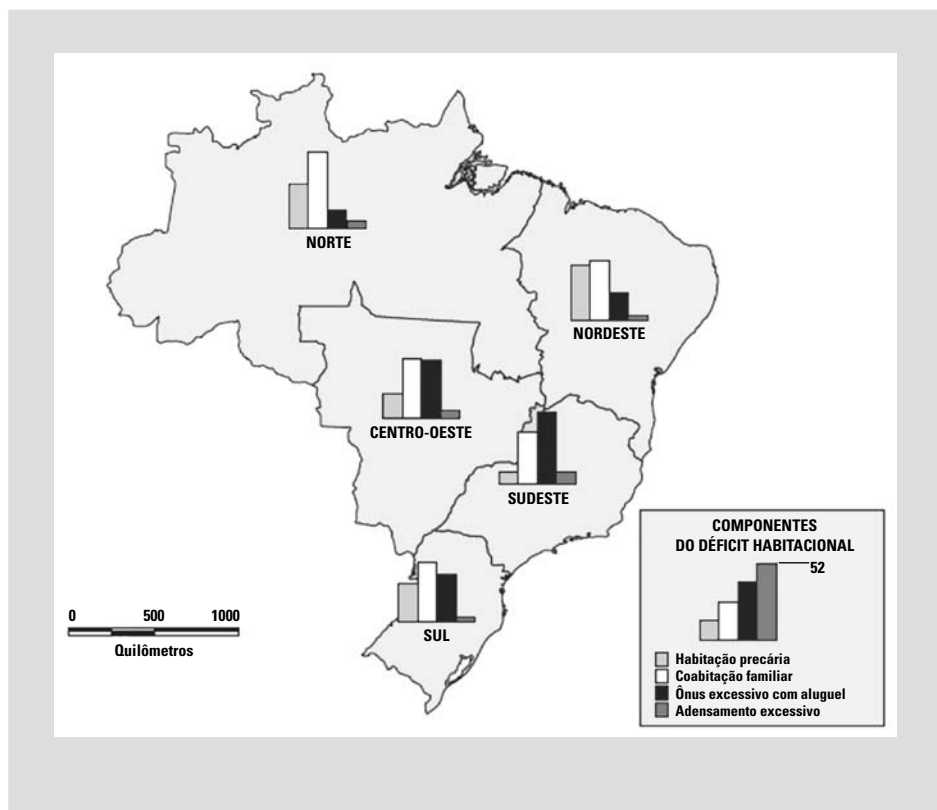
1.1 A SOCIEDADE BRASILEIRA

1.1.1 *Histórico habitacional brasileiro*

O Brasil passa por um grande problema social, o chamado déficit habitacional. De acordo com o Ministério das Cidades, o déficit atual é superior a 8 milhões de moradias. Já um estudo realizado recentemente (2008) pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) informa que o número é próximo a 5,5 milhões de moradias. Independentemente da metodologia empregada ou da fonte de pesquisa, o importante é salientar que os números são otimistas, pois ambos mostram evolução em torno de 30%, o que demonstra que o setor está em crescimento constante e com boas perspectivas futuras.

Na elaboração do cálculo, não são consideradas apenas “casas a construir”, são consideradas também moradias em condições precárias, como favelas, cortiços (sem acabamento ou infraestrutura) e coabitação familiar, em que diversas famílias dividem o mesmo imóvel de forma improvisada. Outro fator considerado no cálculo é o ônus com aluguel: famílias com renda de até três salários mínimos, com comprometimento de mais de 30% em despesas com aluguel (exemplo hipotético: renda: R\$ 1.530,00 – três salários mínimos, comprometimento superior a R\$ 459,00).

Gráfico 1.1 Distribuição dos componentes do déficit habitacional, segundo regiões geográficas. Brasil 2007.



Fonte: IBGE.

Em reportagem divulgada no portal *Exame*, em 5 de fevereiro de 2008, um estudo realizado pela FGV prevê o fim das favelas brasileiras em 22 anos (2030), caso seja mantido o nível atual de investimentos em habitação. Nesse estudo, realizado em parceria com a consultoria Ernest & Young, projetam-se investimentos de R\$ 446,7 bilhões na área até 2030, e a construção de 37 milhões de novas residências, com expectativa de crédito para financiamentos na ordem de R\$ 290,4 bilhões no período.

Contudo, não podemos fechar os olhos e imaginar que o fato isolado de os números estarem progredindo significa que está tudo bem, pois não está. Projetos como urbanização de favelas e programas de habitação caminham a passos lentos, desproporcionais em relação à expectativa de crescimento da economia brasileira. Não há incentivos no setor imobiliário. Além disso, a receita da poupança e o FGTS ficarão escassos em curto prazo.

Figura 1.1 Rodovia Castelo Branco, km 27, Barueri-SP. A imagem ilustra o crescimento desordenado da região, sem infraestrutura.



Fonte: O autor.

A dificuldade na compra de um imóvel, causada pela burocracia, e as más condições de renda são fatores que agravam ainda mais o déficit habitacional. Mesmo considerando o aumento no número de postos de trabalhos nos últimos anos no País, resultado do recente crescimento econômico, é relevante considerar que o trabalho informal ainda possui importante participação na renda familiar brasileira, correspondente a 46,8% para homens e 51,2% para mulheres (dados de 2009 – IBGE).

Portanto, a realização do sonho da casa própria chega a ser utópica para uma grande parcela da população brasileira, caso não ocorra uma grande intervenção governamental a fim de amenizar a situação – ainda mais se considerarmos que o problema infringe a Constituição brasileira de 1988, que garante em seu art. 6º, o direito a moradia:

Art. 6º São direitos sociais a educação, a saúde, a alimentação, o trabalho, a moradia, o lazer, a segurança, a previdência social, a proteção à maternidade e à infância, a assistência aos desamparados, na forma desta Constituição.

Enquanto este problema não for solucionado, muitas pessoas viverão nas ruas, por não se adequarem à realidade.

1.1.2 Projetos em andamento

Os atuais projetos de financiamento de imóveis não alcançam totalmente as classes mais baixas, o que demonstra que, ao mesmo tempo em que há a explicação para a principal causa do problema habitacional brasileiro, existe um grande nicho a ser explorado, principalmente por grandes bancos de varejo. Contudo, há um grande *gap*: faltam ferramentas para explorá-lo.

Em consequência disso, surgem movimentos sociais nas grandes cidades, que lutam contra este problema, como o Movimento dos Sem-Teto do Centro (MSTC), Movimento Jardim Ipanema (MJI), Movimento Terra da Nossa Gente e Fórum de Moradia e Meio Ambiente do Estado de São Paulo (Fommaesp). Esses grupos se localizam em prédios abandonados e neles alocam famílias sem-teto, por algum período, até a polícia providenciar a reintegração de posse.

Muitos projetos paralelos e municipais estão em andamento, em busca de solucionar ou mesmo amenizar o problema do déficit habitacional. De alguma forma, há melhoria na qualidade de vida das pessoas que conseguem participar desses projetos, o que favorece a sociedade de maneira geral, impulsionando o poder de compra das classes de cima da pirâmide, elevando a pirâmide como um todo, e aumentando a demanda por bens, no caso, imóveis.

1.1.2.1 Programa Minha Casa, Minha Vida

Lançado pelo Governo Federal em 2009, o Programa Minha Casa, Minha Vida tem como principal objetivo fornecer subsídios às famílias de classes mais baixas para que possam adquirir imóveis. Com prestação mínima de R\$ 50,00 e valor máximo de 10% do orçamento em um prazo de dez anos.

Um problema deste programa é sua limitação de recursos: de R\$ 16 bilhões de aporte da União para pagamento entre 0 e 3 salários mínimos, com 400 mil unidades; de R\$ 15 bilhões do Fundo na Caixa Econômica Federal e R\$ 1 bilhão em habitação rural e urbana em parceria com associações e cooperativas. Para quem possui remuneração entre 3 e 6 salários mínimos, foi destinado um aporte de R\$ 10 bilhões (R\$ 2,5 bilhões da União e R\$ 7,5 bilhões do FGTS), para também 400 mil unidades. Para os que possuem remuneração entre 6 e 10 salários mínimos, foram destinadas 200 mil casas.

O projeto é inédito e tem um lado social muito benéfico. Fomenta o mercado imobiliário das classes mais baixas, o que faz que a demanda aumente, necessitando de mais capital para fazer investimentos.

Para tentar suprir a demanda do primeiro projeto, foi criado o Programa Minha Casa, Minha Vida 2, que prevê 2 milhões de moradias até 2014. O projeto terá subsídios governamentais de 71,7 bilhões de reais. Desse montante, 62,2 bilhões de reais sairão do Orçamento Geral da União e 9,5 bilhões de reais sob a forma de financiamentos.

Além disso, o programa prevê 176 bilhões de reais em financiamentos com recursos da poupança para a compra dos imóveis.

1.1.2.2 CDHU

No governo do Estado de São Paulo, a Companhia de Desenvolvimento Habitacional e Urbano do Estado de São Paulo (CDHU) – empresa do governo estadual, vinculada à Secretaria da Habitação, fundada em 1949, é o agente promotor de moradia popular. A CDHU tem por objetivo realizar programas habitacionais em todo o Estado, voltados para o atendimento exclusivo da população de baixa renda – atende a famílias com renda na faixa de 1 a 10 salários mínimos.

A intervenção do Governo do Estado na habitação popular começou efetivamente em 1967, quando a Companhia Estadual de Casas Populares (Cecap) iniciou a produção de habitações para a população de baixa renda. De lá para cá, foram comercializadas milhares de unidades habitacionais em quase todas as cidades do Estado de São Paulo. Segundo o governo de São Paulo, esse número cresce a cada mês.

Figura 1.2 Prédios CDHU, no km 19 da Rodovia Castelo Branco, próximo ao acesso a Osasco-SP.



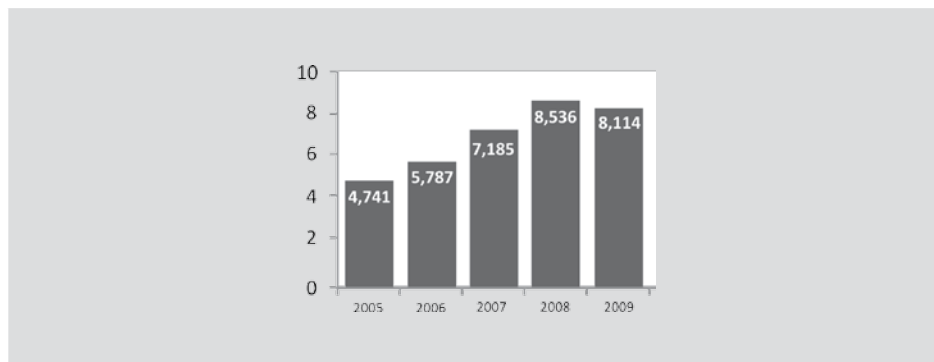
Fonte: autoria do autor.

1.2 AS CLASSES SOCIAIS: SITUAÇÃO PRESENTE E PERSPECTIVAS FUTURAS

O poder de compra do brasileiro aumentou e continuará aumentando nos próximos anos. Independentemente de partido político, governante ou “política” adotada, o brasileiro percebe atualmente o seu real poder de compra e consome cada vez mais.

Pela forma mais tradicional de medição de desempenho econômico de um país – o PIB dividido pela população, identificando a renda per capita –, de acordo com dados do Banco Mundial, nota-se crescimento econômico constante nos últimos anos. Houve uma pequena queda em razão da crise mundial de 2008 – o que, afinal de contas, não é ruim, se considerarmos que outros países “sentiram” muito mais essa crise – e no final uma retomada do crescimento, com aparente perspectiva de curva de alta (Gráfico 1.2).

Gráfico 1.2 GDP per capita (current US\$).



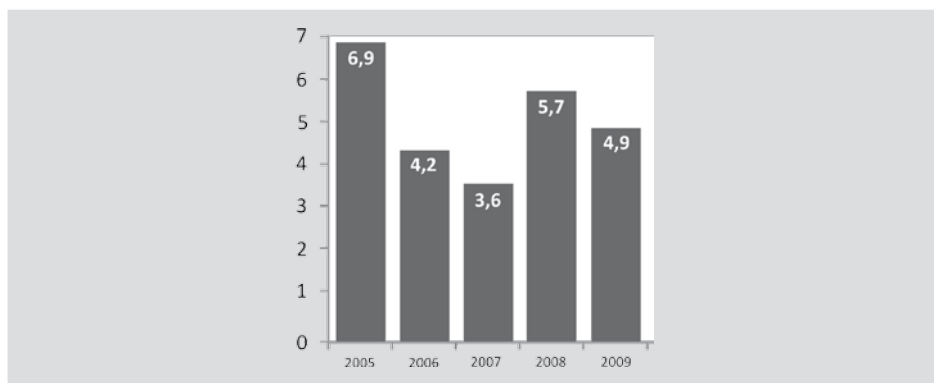
Fonte: Ipeadata.

Outra análise importante é a de índice de inflação (Gráfico 1.3), que vinha em crescente queda até a crise, e aparentemente está retomando a curva de crescimento, segundo dados do Banco Mundial.

Os índices utilizados para analisar a distribuição/ desigualdade de renda são *Coefficiente de Gini* (Gráfico 1.4) e *Índice de Theil* (Gráfico 1.5), que medem o grau de desigualdade na distribuição da renda domiciliar per capita entre os indivíduos, no Brasil, calculados pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea).

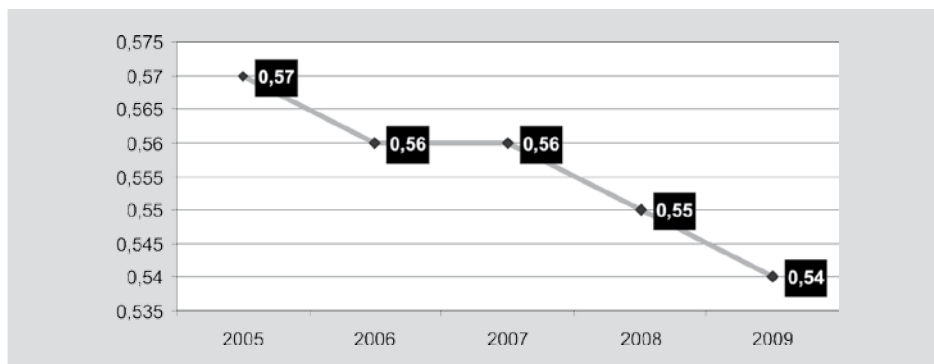
Quanto mais próximo de zero, menor a desigualdade; o Coeficiente de Gini regrediu 0,02 pontos em 5 anos (de 2005 a 2009), enquanto o índice de Theil regrediu 0,06 pontos no mesmo período, ou seja, em ambos os índices a distribuição de renda está mais equânime.

Gráfico 1.3 Inflação, preços ao consumidor (anual %).



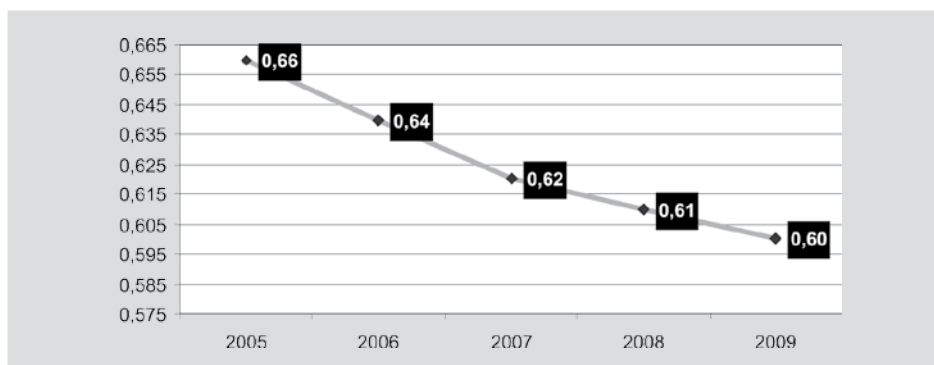
Fonte: Ipeadata.

Gráfico 1.4 Coeficiente de Gini.



Fonte: Ipeadata.

Gráfico 1.5 Índice de Theil.



Fonte: Ipeadata.

Segundo reportagem da Agência Estado, de 22 de setembro de 2010, no Brasil, a renda dos 10% mais pobres cresce em ritmo chinês, onde se notou que o ritmo de crescimento da renda dos 10% mais pobres da população brasileira foi sete vezes maior que o dos 10% mais ricos, entre 2001 e 2007. O crescimento da renda dos mais pobres foi equivalente ao da taxa de crescimento do produto interno bruto (PIB) per capita anual chinês, de acordo com estudos realizados pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea).

Segundo o levantamento do Ipea, de 2001 a 2007 a renda dos 10% mais pobres experimentou uma alta anual média em torno de 7%, enquanto, no mesmo período, a renda dos 10% mais ricos cresceu 1,1%.

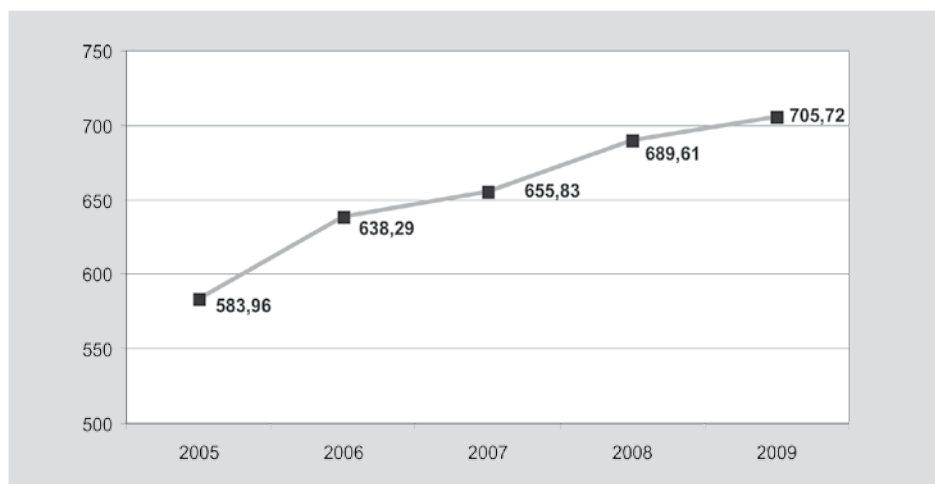
É importante destacar que, embora o cenário esteja mais favorável agora do que em 2001, ainda há muito o que fazer para diminuir o cenário de desigualdade no País.

O levantamento do Ipea também mostra que, de 2001 para 2007, 13,8 milhões de pessoas subiram de faixa social. Nessa escalada social, a grande maioria vem da base da pirâmide: 10,2 milhões saltaram da camada de baixa renda (entre R\$ 0 e R\$ 545,66 de ganho mensal por família) para a de renda média (entre R\$ 545,66 e R\$ 1.350,92). O restante, 3,6 milhões de pessoas, subiram da faixa de renda média para a de alta renda (acima de R\$ 1.350,82).

Em outros índices publicados pelo Ipea, é possível observar o aumento de 20,85% na renda domiciliar per capita – média, de 2005 para 2009, com um crescimento de R\$ 121,76 per capita (dados de outubro de 2010). O cálculo considera a renda média mensal da população, a série é calculada a partir das respostas à Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (Pnad/IBGE). Enquanto isso, o número de alfabetizados subiu quase 14% de 1991 a 2000; esse número deve ser considerado com reservas, porém, tendo em vista a população brasileira ter crescido 15% no mesmo período, com destaque (no número de alfabetizados) para o Maranhão (15,69%), Alagoas (15,61%) e Piauí (14,03%). Dos 12 Estados que sofreram retrocesso, o destaque é o Distrito Federal, que diminuiu em 11,73% seus alfabetizados.

O Gráfico 1.6, a seguir, mostra maior igualdade na distribuição de renda e queda do desemprego no Brasil. Esses fatores levarão cada vez mais brasileiros de todas as camadas sociais a buscarem estabilidade financeira por meio da aquisição de casa própria, e como consequência, o crédito imobiliário.

Gráfico 1.6 Renda domiciliar per capita – média.



Fonte: Ipeadata.

1.3 PERSPECTIVAS FUTURAS – SETOR IMOBILIÁRIO NO BRASIL

De acordo com o vice-presidente da Moody's, Mauro Loes, em entrevista concedida à Agência Estado em 5-10-2010, o Brasil não corre o risco de estar vivendo uma bolha no mercado imobiliário atual e nem estaria entrando em uma nos próximos dois anos. Em seu entendimento, o preço dos imóveis cresceu agressivamente em algumas capitais do País, como São Paulo, e os 4% concedidos de crédito no Brasil, para o setor imobiliário, são bem inferiores aos atuais padrões internacionais. Destacou que na China é provável que esteja em processo a criação de uma bolha, porém não saberia dizer se ou quando ela irá “estourar”.

De acordo com Luiz Antonio Nogueira de França, presidente da Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip), e Fernando Blanco, presidente do Instituto para o Desenvolvimento da Cultura do Crédito (IDCC), em entrevista concedida ao *Jornal da Tarde* em 5-10-2010, no Brasil faltará verba para o crédito imobiliário entre 2012 e 2013.

“Vai faltar dinheiro”; “O Brasil precisa investir no pré-sal, na infraestrutura, precisa fazer Copa do Mundo e Olimpíada. Onde vamos encontrar recurso para tudo isso?”, indaga Blanco, que durante anos trabalhou em comitês de crédito de grandes bancos.

O Brasil possui apenas duas fontes para empréstimos ao setor: caderneta de poupança e FGTS; estima-se que ambas as fontes “secarão” em 2012. A partir daí, serão necessárias alternativas para o desenvolvimento do setor.

Segundo França, uma alternativa viável seria a securitização; ele defende também os *covered bonds*, papel que permitiria um melhor “casamento” dos prazos das operações.

A caderneta de poupança, atualmente, é uma aplicação de curto prazo que “financia” transações a longo prazo (empréstimos imobiliários), o que aumenta o risco para os bancos. Segundo França, o governo tem se mostrado sensível às demandas do setor de crédito imobiliário.

O Brasil, um país em desenvolvimento, vivencia hoje uma crescente retomada do crescimento da demanda por imóveis, demanda essa acentuada por uma população jovem e consumidora. Países europeus, com população estável, tendem a investir menos neste segmento.

ATUAIS FERRAMENTAS DISPONÍVEIS PARA *FUNDING*

Neste capítulo serão descritas e analisadas as atuais fontes de *funding* utilizadas no mercado imobiliário brasileiro.

2.1 CARACTERÍSTICAS

De acordo com a Lei n. 9.514, de 20 de novembro de 1997, poderão operar no Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) as caixas econômicas, os bancos comerciais, os bancos de investimento, os bancos com carteira de crédito imobiliário, as sociedades de crédito imobiliário, as associações de poupança e empréstimo, as companhias hipotecárias e, a critério do Conselho Monetário Nacional (CMN), outras entidades.

A primeira lei que regeu a habitação brasileira foi a Lei n. 4.380, de 21 de agosto de 1964. Em seus primeiros dois artigos estabeleceu:

Art. 1º O Governo Federal, através do Ministro de Planejamento, formulará a política nacional de habitação e de planejamento territorial, coordenando a ação dos órgãos públicos e orientando a iniciativa privada no sentido de estimular a construção de habitações de interesse social e o financiamento da aquisição da casa própria, especialmente pelas classes da população de menor renda.

Art. 2º O Governo Federal intervirá no setor habitacional por intermédio:

I – do Banco Nacional da Habitação;

II – do Serviço Federal de Habitação e Urbanismo;

III – das Caixas Econômicas Federais, Ipase, das Caixas Militares, dos órgãos federais de desenvolvimento regional e das sociedades de economia mista.

O Banco Nacional de Habitação (BNH) foi extinto em 1986, através do Decreto-Lei n. 2.291, de 21-11-1986, e foi incorporado pela Caixa Econômica Federal; era um banco público voltado ao financiamento e à produção de empreendimentos imobiliários. Nessa época se popularizou a hipoteca, até então o único ativo imobiliário.

Em 1990, com as medidas do então presidente da República Fernando Collor de Mello, a liquidez do mercado imobiliário foi cortada, visto que as poupanças foram “congeladas” e o valor deixado para resgate era insuficiente para aplicação em algum imóvel. Essa medida tinha como objetivo controlar a superinflação que ocorria na época. Porém, por força de lei, os bancos eram obrigados a destinar 30% de seus créditos para imóveis, o que fez que, mesmo assim, nesse período, o orçamento de crédito fosse alto para imóveis, segundo o Bacen.

As companhias securitizadoras de créditos imobiliários, instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, terão por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de certificados de recebíveis imobiliários, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com suas atividades.

2.2 SECURITIZAÇÃO

A atual securitização no Brasil sofre uma grande mudança de visão. O que na década de 1970 era utilizado por empresas para tomar empréstimos no mercado financeiro, através do lastreamento de seus imóveis, passa a ter um caráter estratégico.

Segundo a Uqbar, securitização é uma forma de transformar ativos individuais relativamente ilíquidos em títulos mobiliários líquidos, transferindo os riscos associados a esses ativos para os investidores que comprem estes títulos. Securitização, então, transmite a ideia de utilizar ou criar valores mobiliários. É o termo utilizado para descrever o processo pelo qual empresas, que normalmente tomavam empréstimos do sistema bancário, passaram a levantar recursos no mercado de capitais por meio de emissões de valores mobiliários. Essas empresas “securitizaram” suas dívidas, ou seja, seus passivos passaram a consistir de valores mobiliários (*securities*) emitidos no mercado, e não mais de empréstimos.

A criação do SFI foi um passo importante para permitir a construtoras, incorporadoras e instituições financeiras originadoras de financiamentos imobiliários acesso ao mercado de capitais.

No mercado brasileiro, as operações de securitização com lastro em carteiras de créditos imobiliários alcançarão uma importância fundamental. Nos EUA,

o volume de emissões de títulos de securitização com lastro em créditos imobiliários é superior a 60% do PIB; naquele país o mercado secundário pode ser comparado, em termos de liquidez, ao mercado de títulos soberanos. Esse *know-how*, de âmbito internacional, sinaliza para o Brasil a securitização como uma saída para o déficit habitacional.

A securitização de créditos imobiliários é regida pela Lei n. 9.514, de 20 de novembro 1997:

Seção V

Da securitização de créditos imobiliários

Art. 8º 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, do qual constarão os seguintes elementos:

I – a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a individuação do imóvel a que esteja vinculado e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula, bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido; (Redação dada pela Lei n. 10.931, de 2004)

II – a identificação dos títulos emitidos;

III – a constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, se for o caso.

Parágrafo único. Será permitida a securitização de créditos oriundos da alienação de unidades em edificação sob regime de incorporação nos moldes da Lei n. 4.591, de 16 de dezembro de 1964.

2.3 CRIs (CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS)

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) são títulos de renda fixa lastreados em créditos imobiliários e possuem seus recebimentos em fluxos de pagamentos de aquisição de bens imóveis, ou de aluguéis. Eles são emitidos por sociedades securitizadoras.

O CRI é regido pela lei n. 9.514, de 20 de novembro 1997, na seção IV.

Do Certificado de Recebíveis Imobiliários

Art. 6º O Certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI – é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro.

Parágrafo único. O CRI é de emissão exclusiva das companhias securitizadoras.

Art. 7º O CRI terá as seguintes características:

I – nome da companhia emitente;

II – número de ordem, local e data de emissão;

III – denominação “Certificado de Recebíveis Imobiliários”;

IV – forma escritural;

V – nome do titular;

VI – valor nominal;

VII – data de pagamento ou, se emitido para pagamento parcelado, discriminação dos valores e das datas de pagamento das diversas parcelas;

VIII – taxa de juros, fixa ou flutuante, e datas de sua exigibilidade, admitida a capitalização;

IX – cláusula de reajuste, observada a legislação pertinente;

X – lugar de pagamento;

XI – identificação do Termo de Securitização de Créditos que lhe tenha dado origem.

§ 1º O registro e a negociação do CRI far-se-ão por meio de sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados.

§ 2º O CRI poderá ter, conforme dispuser o Termo de Securitização de Créditos, garantia flutuante, que lhe assegurará privilégio geral sobre o ativo da companhia securitizadora, mas não impedirá a negociação dos bens que compõem esse ativo.

Podem ser emitidos nas formas simples ou com regime fiduciário; esta implica em constituição de patrimônio separado, administrado pela companhia securitizadora e composto pela totalidade dos créditos submetidos ao regime fiduciário que lastreiem a emissão, além da nomeação de agente fiduciário, o qual tem como função zelar pela proteção dos direitos e interesses dos investidores.

Os CRIs são isentos de imposto de renda sobre a remuneração e taxa de administração para pessoas físicas.

Pontos positivos:

- São registrados na Câmara de Custódia e Liquidação (Cetip), o que proporciona maior transparência e segurança aos investidores;
- Têm alta rentabilidade;

Pontos negativos:

- Uma parte significativa dos CRIs permite a aplicação somente para investidores qualificados, ou seja, com possibilidade de investir acima de R\$ 300 mil;
- Risco de crédito da empresa locatária e o da própria securitizadora.

2.4 LETRAS DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO (LCI) E LETRAS HIPOTECÁRIAS (LHs)

As Letras de Crédito Imobiliário (LCIs) são papéis de renda fixa lastreados em créditos imobiliários garantidos por hipotecas ou por alienação fiduciária de um bem imóvel, que dão a seus tomadores direito de crédito pelo valor nominal, juros e atualização monetária.

São emitidas por bancos comerciais, múltiplos, pela Caixa Econômica Federal e devem ser, obrigatoriamente, registradas na Câmara Cetip. Os bancos utilizam seus recursos, oriundos de créditos imobiliários, como lastro para “empacotá-los” e oferecê-los a seus clientes.

As LCIs podem ser garantidas por um ou por vários créditos imobiliários.

O prazo é “amarrado” com o lastro, ou seja, o último pagamento tem de, necessariamente, coincidir com o prazo da LCI, o mais longo. Essa aplicação, assim como todas as outras do segmento imobiliário, ganhou isenção de imposto de renda em 2004 para investidores pessoas físicas. Para pessoas jurídicas, utiliza-se a tabela regressiva de IR. Além disso, não há taxa de administração.

Pode ser utilizado contrato de *swap* (permuta) na contratação do ativo, para a troca de fluxos, troca de indexador a receber.

A aplicação mínima é de R\$ 50 mil; este mínimo de investimento desestimula os investidores de menor poder aquisitivo e não permite a ampla utilização desse produto.

As Letras Hipotecárias (LHs) são títulos garantidos pela caução de créditos imobiliários, ou seja, são papéis emitidos por bancos lastreados em financiamentos habitacionais. As diferenças entre elas são a natureza do lastro e o prazo mínimo para o resgate dos recursos aplicados.

Pontos positivos:

- Baixo risco (seria necessária a “quebra” dos bancos);
- O lastro hipotecário é o segundo menor risco do mercado financeiro, atrás apenas das aplicações atreladas a títulos da dívida pública;

Pontos negativos:

- Aporte mínimo elevado (mínimo de R\$ 50 mil);
- Os títulos possuem pouca liquidez, pois têm vencimento mínimo de dois meses, no caso da LCI, e de seis meses, no caso da LH, sem possibilidade de resgate da aplicação antes desse período.

2.5 O ATUAL MERCADO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (FII)

O atual mercado de fundos imobiliários, de acordo com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), é formado por 92 fundos; destes, 42 fundos estão listados na BMF&Bovespa. O valor atual de mercado, com base em 30-9-2010, é de R\$ 6.332.171.507,96.

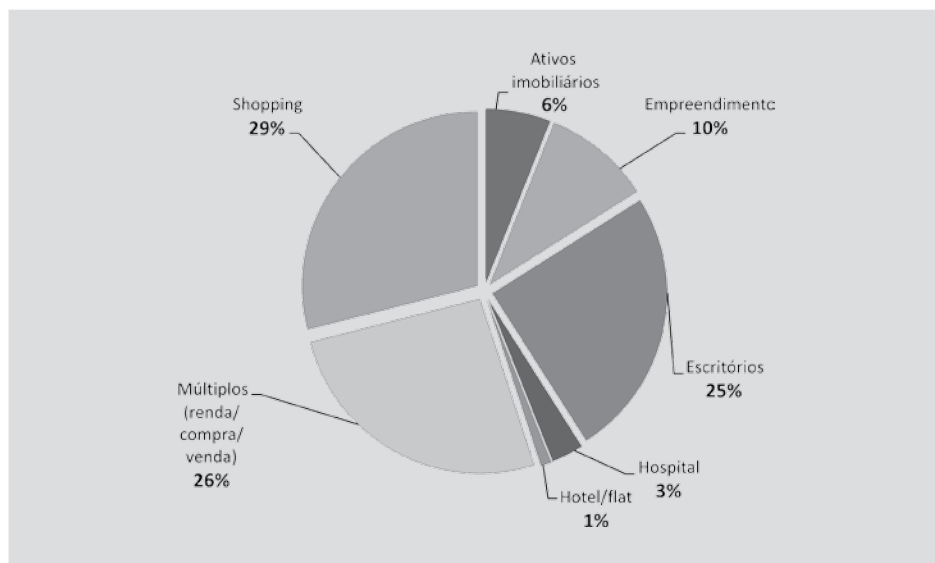
Somente 31% da indústria de fundos estão listados na Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), representante das instituições que atuam nos mercados financeiro e de capitais. Isto faz que a indústria não seja mensurada da mesma maneira que outros segmentos de fundos, os chamados “409”. Os fundos de investimento imobiliário são regulados pela Instrução CVM n. 472, de 31 de outubro de 2008.

A distribuição da indústria está concentrada em imóveis de escritórios, *shoppings* e múltiplos (fundos de renda, compra, venda), sendo estes três segmentos responsáveis por mais de 80% da indústria total. Esta distribuição foi feita através de metodologia própria, onde foram abertos todos os regulamentos dos fundos e nestes identificados os imóveis, através da política de investimentos. O Gráfico 2.1 ilustra a indústria de fundos imobiliários.

O fundo imobiliário pode ser considerado atraente para o mercado, pois possui isenção de IR para as pessoas físicas que investirem em FIIs que possuam, no mínimo, 50 cotistas, com cotas negociadas em Bolsa e que não detenham mais do que 10% do PL do fundo.

Visto assim, torna-se uma importante ferramenta para captação de recursos para a construção civil e a compra de imóveis. Porém, o ponto negativo do mercado de fundos imobiliários é sua liquidez. Em razão de esses fundos serem negociados somente na Bolsa de Valores (BMF&Bovespa), através de seus sistemas de balcão e balcão organizado (SOMAFix), e devido à ausência de divulgação do produto, não há negócios suficientes para grandes movimentos no mercado. Os FIIs não aceitam resgates em suas origens; para se “desfazer” das cotas, o cotista deve vendê-las no mercado secundário. Em análise efetuada de 16-8-2010 a 26-10-2010, constatou-se que o volume do mercado de fundos imobiliários ainda é muito baixo, principalmente se comparado a outros instrumentos do mercado.

Gráfico 2.1 Distribuição por segmento: imobiliário.



Fonte: CVM.

O ganho de capital, ou seja, a valorização do patrimônio do fundo pela valorização física real do imóvel, não está isenta do pagamento de impostos; nesse sentido, é cobrado 20% na fonte.

Clientes estrangeiros pagarão IOF na carência de um ano de resgate, ou seja, para não serem “penalizados” por este imposto, devem manter seus investimentos por no mínimo 360 dias.

O volume total de operações de fundos imobiliários na Bolsa em setembro de 2010 foi de aproximadamente R\$ 24 milhões, com média de R\$ 1 milhão por dia; nos últimos três meses foi de R\$ 1.463.923,39.

Se compararmos com renda fixa, no mesmo período o volume de operações em títulos pré, como LTN e NTN-F, foi de R\$ 119 milhões; em títulos do IPCA, NTN-B, foi de R\$ 38 milhões.

Em renda variável, o mercado emitiu no mesmo período R\$ 144 bilhões; a proporção do volume no mercado imobiliário foi de 0,02% para este mercado.

Tabela 2.1 Índice no trimestre.

Mês	Média	Total
Agosto	2.697.888,78	32.374.665,33
Setembro	1.125.644,36	23.638.531,51
Outubro	1.010.763,13	17.182.973,15
Últimos três meses	1.463.923,40	73.196.169,99

(*) Agosto considerado a partir de 16-8-2010 e outubro até 26-10-2010.

Fonte: AE Broadcast.

Pontos positivos:

- Baixo risco;
- No investimento de longo prazo, possui boa rentabilidade histórica.

Pontos negativos:

- Baixa Liquidez por ser negociado no mercado de ações, o produto é bom, mas é negociado na câmara errada.

2.6 COVERED BONDS

São títulos emitidos por instituições de crédito, regulamentados especificamente e sujeitos a supervisão de órgãos públicos e/ou independentes.

Quem aplica em *covered bonds* (investidores) tem direito sobre uma *covered pool*, uma carteira preferencial sobre os outros credores da empresa, que contém créditos. Cabe às instituições manter ativos suficientes nessa *covered pool* para garantir liquidez imediata dos investidores. O emissor realiza os pagamentos de principal e juros da emissão de *covered bond*. No Brasil, esses títulos não são negociados.

A Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip) realizou em São Paulo, em 27 de setembro de 2010, o Seminário Internacional “Experiência na Captação de Recursos de Longo Prazo – *Covered bonds*”. Analisarem-se vários pontos sobre a viabilidade dos títulos, foram feitas sugestões de alterações jurídicas (inexistência de legislação específica), adequação de leis, por parte das entidades participantes. Houve pedido para uma boa equação de liquidez e rentabilidade. Para Jayme Bartling, da Agência de Rating Fitch, a letra financeira, os CDBs e as letras de crédito imobiliário poderiam servir de modelos de *covered bonds* no Brasil.

Tabela 2.2 Estoque – *covered bonds* 2008 (em € milhões).

Price				
Países	Setor público	Imobiliário	Outros	Total
Alemanha	578.974,00	217.367,00	9.282,00	805.623,00
Dinamarca	154,00	365.886,00	7.051,00	373.091,00
Espanha	17.030,00	315.055,00	—	332.085,00
França	64.756,00	119.092,00	80.631,00	264.479,00
Reino Unido	—	187.470,00	—	187.470,00
Total	772.999,00	1.514.958,00	96.964,00	2.384.921,00

Fonte: 2009 ECBC European Covered Bond FACT BOOK.

Pontos positivos:

- Baixo risco (limitado ao *pool*);
- Liquidez imediata.

Pontos negativos:

- Não existe lei específica no Brasil, seria necessária uma adaptação.

2.7 POUPANÇA

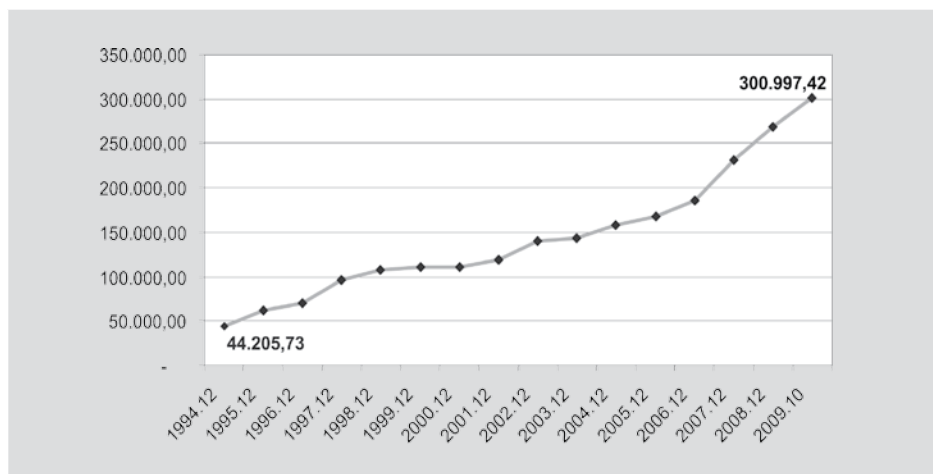
A poupança ou caderneta de poupança, outrora utilizada para guardar excedentes de caixa de empresas ou pessoas, para uso e garantia futura, tornou-se um investimento atraente nos últimos anos, com as quedas nas taxas de juros e isenções fiscais.

Em 2009, o governo impôs a poupanças acima de R\$ 50 mil a obrigação de pagamento de imposto, para evitar que ela se transformasse num instrumento de especulação. A poupança teve média de crescimento de depósitos nos últimos cinco anos, superior a 1% a.m. Um aumento de 625,35% desde setembro de 1994.

De acordo com dados do Banco Central, em reportagem da Agência Estado de 6-10-2010, a poupança teve captação líquida (depósito – saques) de R\$ 4,846 bilhões em setembro de 2010.

Os dados divulgados mostram que o resultado do mês de setembro foi 166,4% superior ao registrado em agosto, quando a captação líquida das cadernetas ficou em R\$ 1,819 bilhão. Na comparação com setembro de 2009, o resultado foi 38,1% maior. Em 30 de setembro, o saldo de todas as contas de poupança somava R\$ 360,104 bilhões.

Gráfico 2.2 Depósitos de poupança – média – R\$ (milhões).



Fonte: Ipeadata.

De acordo com o BC, durante o mês, houve depósitos acumulados na ordem de R\$ 99,467 bilhões. O valor foi mais que suficiente para cobrir todas as retiradas, que atingiram R\$ 94,620 bilhões no decorrer de setembro. Além de terminar o mês com captação líquida de R\$ 4,846 bilhões, as contas existentes registraram rendimento de R\$ 1,935 bilhão durante o mês anterior.

Setembro de 2010 foi o 17º mês seguido em que as cadernetas de poupança apresentaram captação líquida positiva de recursos. No acumulado do período, os depósitos superaram os saques em R\$ 57,684 bilhões. Apenas nos nove primeiros meses de 2010, o resultado positivo soma R\$ 25,745 bilhões.

Em uma análise dos últimos dez anos, a poupança subiu mais de 7% em depósitos em relação ao PIB. Esse fato demonstra que, com o crescimento do País, as pessoas conseguem poupar mais; significa, também, a existência de potenciais recursos para investimentos (Gráfico 2.3):

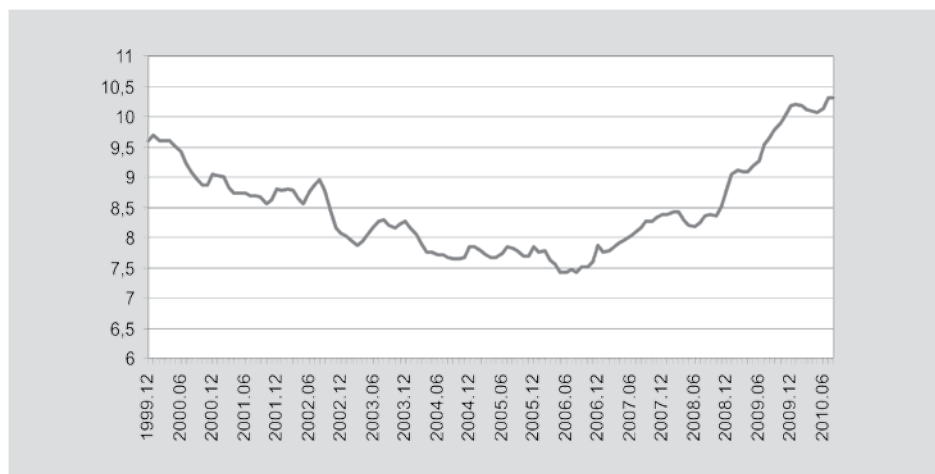
Pontos positivos:

- Baixo risco;
- Liquidez imediata;
- Isenção de IR;

Pontos negativos:

- Rentabilidade baixa (apesar da queda da Taxa Selic).

Gráfico 2.3 M2 – depósitos em poupança – fim período – novo conceito – (% PIB).



Fonte: Ipeadata.

2.8 FGTS

O Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) é regido pela Lei n. 8.036, de 11 de maio de 1990. O fundo é constituído pelos saldos das contas vinculadas da lei e outros recursos a ele incorporados, atualizado com correção monetária e juros. A receita do fundo vem basicamente dos resultados das aplicações dos recursos dos trabalhadores, as chamadas contas vinculadas, absolutamente impenhoráveis.

Foi criado na década de 1960 para proteger o trabalhador demitido sem justa causa. Cabe ao empregador, no início de cada mês, depositar, em contas abertas na Caixa, em nome de seus empregados e vinculadas ao contrato de trabalho, o valor correspondente a 8% dos salários.

Com o fundo, o trabalhador tem a chance de formar um patrimônio, bem como adquirir sua casa própria, com os recursos da conta vinculada. Além de favorecer os trabalhadores, o FGTS financia programas de habitação popular, saneamento básico e infraestrutura urbana, que beneficiam a sociedade.

O FGTS é regido por normas e diretrizes estabelecidas por um Conselho Curador, composto por representantes de trabalhadores, empregadores e órgãos e entidades governamentais, na forma estabelecida pelo Poder Executivo: Ministério do Trabalho; Ministério do Planejamento e Orçamento; Ministério da Fazenda; Ministério da Indústria, do Comércio e do Turismo; Caixa Econômica

Federal; Banco Central do Brasil. A Presidência do Conselho Curador é exercida pelo representante do Ministério do Trabalho e da Previdência Social.

A Lei n. 8.036/90 estabelece em seu art. 9º que:

§ 1º A rentabilidade média das aplicações deverá ser suficiente à cobertura de todos os custos incorridos pelo Fundo e ainda à formação de reserva técnica para o atendimento de gastos eventuais não previstos, sendo da Caixa Econômica Federal o risco de crédito.

§ 2º Os recursos do FGTS deverão ser aplicados em habitação, saneamento básico e infraestrutura urbana. As disponibilidades financeiras devem ser mantidas em volume que satisfaça as condições de liquidez e remuneração mínima necessária à preservação do poder aquisitivo da moeda.

§ 3º O programa de aplicações deverá destinar, no mínimo, 60 (sessenta) por cento para investimentos em habitação popular.

§ 4º Os projetos de saneamento básico e infraestrutura urbana, financiados com recursos do FGTS, deverão ser complementares aos programas habitacionais.

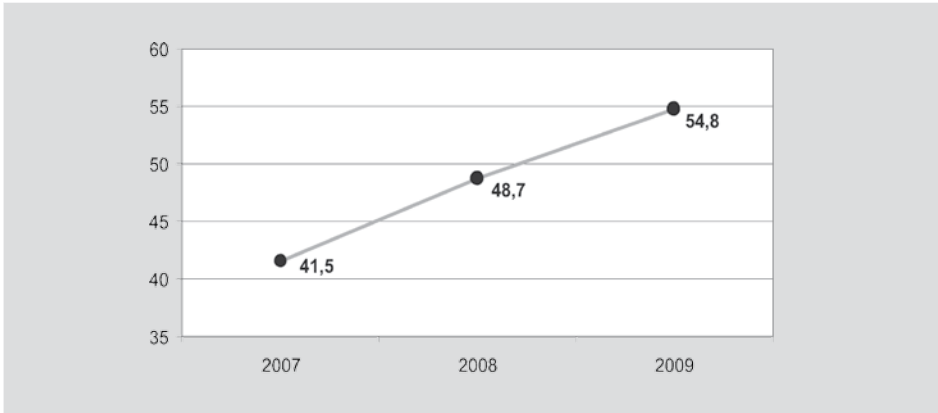
§ 5º As garantias, nas diversas modalidades discriminadas no inciso I do *caput* deste artigo, serão admitidas singular ou supletivamente, considerada a suficiência de cobertura para os empréstimos e financiamentos concedidos. (Redação dada pela Lei n. 9.467, de 1997)

§ 6º Mantida a rentabilidade média de que trata o § 1º, as aplicações em habitação popular poderão contemplar sistemática de desconto, direcionada em função da renda familiar do beneficiário, onde o valor do benefício seja concedido mediante redução no valor das prestações a serem pagas pelo mutuário ou pagamento de parte da aquisição ou construção de imóvel, dentre outras, a critério do Conselho Curador do FGTS. (Incluído pela Medida Provisória n. 2.197-43, de 2001)

Segundo a Caixa Econômica Federal, o fundo vem batendo recordes de arrecadação: no final de 2009, a arrecadação bruta somou R\$ 54,8 bilhões, com alta de 12,4%, os saques somaram R\$ 47,8 bilhões, com saldo de R\$ 6,95 bilhões. O fundo já havia subido 15% em relação a 2008. Em 2010, um novo recorde: R\$ 29,779 bilhões só no primeiro semestre. A Caixa atribuiu a alta à redução do desemprego.

A arrecadação do FGTS subiu consideravelmente nos últimos três anos, devido ao aumento de empregos formais e registrados em CLT (Gráfico 2.4).

Gráfico 2.4 Comparativo entre a arrecadação do FGTS de 2007-2008-2009.



Fonte: Caixa Econômica Federal (CEF).

2.9 BANCOS

A Caixa Econômica Federal (CEF) é o banco que oferece as melhores taxas ao mercado nacional, justamente devido ao fato de um dos focos da CEF ser o financiamento, a concessão de créditos. A CEF é a responsável pela distribuição do Programa Minha Casa, Minha Vida.

Em pesquisa no portal Terra, realizou-se uma comparação para a aquisição de imóveis de acordo com o financiamento dos principais bancos atuantes no Brasil. A seguir, simulação para imóveis de até R\$ 150 mil (Tabela 2.3).

Tabela 2.3 Simulação de imóvel de até R\$ 150 mil.

	Banco do Brasil	Bradesco	Caixa Econômica ⁽¹⁾	HSBC	Itaú	Santander
Taxa pós-fixada	8,9% + TR	8,9% + TR	5% = TR ⁽²⁾ 6% = TR ⁽³⁾ 8,16% = TR ⁽⁴⁾	8,9% a 10,54% + TR	11% + TR	10,50% = TR
Taxa pré-fixada	12,54%	13,12%	—	—	—	13%
Porcentual máx. financiado	90%	80%	100%	80%	80%	80%

⁽¹⁾ Imóvel até R\$ 130 mil.

⁽²⁾ 5% + TR (renda de R\$ 465 a R\$ 2.325).

⁽³⁾ 6% + TR (renda de R\$ 2.325,01 a R\$ 2.790).

⁽⁴⁾ 8,16% + TR (renda de R\$ 2.790,01 a R\$ 4.900).

Fonte: portal Terra.

Devido ao fato de as isenções de fundos imobiliários aplicarem-se somente às pessoas físicas, as instituições de maior poder de compra, através de seus fundos, optam pelos Certificados de Recibo Imobiliário (CRIs), pois sua aplicação inicial é de R\$ 300 mil. Esse mercado, porém, não possui liquidez, por se tratar de papéis de prazo muito longo. Em vez de adquirirem CRIs, os gestores optam por papéis mais líquidos, como debêntures, que possuem rendimentos semelhantes e vencimentos mais curtos; além disso, fundos de investimento, por sua própria natureza, já são isentos de impostos. A poupança é atraente em razão da isenção de impostos e da rápida liquidez. É necessário avaliar os prós e contras de cada investimento para identificar onde podem ser feitas melhorias.

MODELO SUGERIDO

Neste capítulo será descrito o modelo sugerido como alternativa para *funding* no setor imobiliário brasileiro.

O público-alvo identificado para compra, seja por motivos de crescimento econômico/social e pensamento sustentável, seja pela ideia de projeção de sucesso a longo prazo, é o das classes médias (média e média alta), analisado no desenvolvimento deste capítulo.

As constantes mudanças pelas quais o mercado imobiliário tem passado nos últimos anos, juntamente com as mudanças políticas, moldaram um novo perfil de investidor em imóveis.

Os modelos analisados a seguir baseiam-se em históricos do mercado e em perspectivas futuras.

3.1 PROJETO – FUNDO POPULAR IMOBILIÁRIO (FPI)

3.1.1 A proposta

Glossário:

- *Investidor* – pessoa que busca rentabilidade através de aplicação no fundo FPI, ou seja, cede seu dinheiro em busca de retornos futuros.
- *Entidade financeira* – bancos comerciais, múltiplos e de investimento, *asset managements*, corretoras, distribuidoras de valores mobiliários, empresas financeiras que proporcionam ao cliente o crédito através de recursos de investidores. Essas empresas obtêm seus ganhos através de taxas de administração/gestão.
- *Cliente* – pessoa que busca adquirir um imóvel por meio de crédito cedido por entidades financeiras.

Como alternativa para a obtenção de *funding* para o crédito imobiliário, surge uma forma que utiliza recursos apenas de pessoas físicas.

A captação seria feita através de entidades financeiras, por intermédio de seus distribuidores para chegar à rede, com o objetivo de atingir o varejo. Grandes bancos de varejo, por possuírem carteiras de clientes mais abrangentes nacionalmente, podem levar vantagem, levando este tipo de crédito a todos os cantos do País.

O fundo é voltado somente para pessoas físicas com renda de, no máximo, 15 salários mínimos e a aplicação não pode exceder a R\$ 150 mil (valor de face). Tais restrições se fazem necessárias, visto que pode haver “canibalismo” com o outro instrumento de *funding*, a poupança, o que não seria interessante economicamente. Além disso, um produto com tantos benefícios poderia provocar prejuízos a outros produtos semelhantes do mercado financeiro, como fundos, CDBs etc. Há que se considerar, contudo, que o investidor atuará com maior exposição a risco, mesmo pequeno, pois existem controversas pesquisas que afirmam que a classe baixa é a melhor pagadora, o investidor procurado é do tipo “moderado”. O investidor terá de manter o investimento por um ano; isto se faz necessário para garantir o fluxo de caixa que manterá o fundo; isto é chamado de carência para resgate.

O interessante desta alternativa é justamente o fato de o governo atuar como subsidiário, ou seja, reduzindo seu percentual de captação de imposto de renda em contrapartida de um benefício. Um investidor de FPI tem como objetivo rentabilidade acima do CDI, acrescido do incentivo fiscal de abater 7% de seu imposto de renda total, por exercício. É um tipo de produto que reúne vantagens adquiridas de outros produtos, mas que não existe no mercado.

3.1.1.1 Vantagens do Projeto

3.1.1.1.1 Para o Investidor

Para o investidor, a vantagem está na rentabilidade que se consegue com um fundo deste perfil, pois ele aplica o dinheiro em um fundo diferenciado, que busca rentabilidade mensal alvo de 90% do CDI, além do benefício fiscal.

A rentabilidade alvo é semelhante à praticada no mercado financeiro para os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), regulados pela CVM 356, em que a cota sênior possui rentabilidade mínima estimada. O cálculo utilizado para o caso de o FPI atingir esta rentabilidade é bem simples, e encontra-se descrito nos fluxos a seguir.

Fluxo de rentabilidade:

Exemplo em números:

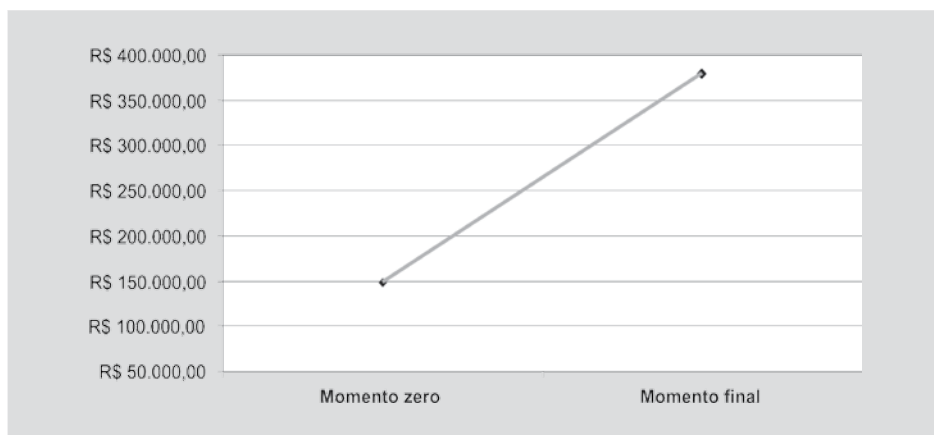
Investidor:

Do ponto de vista do investidor, no momento zero, ele aplica R\$ 150 mil e, de acordo com as estimativas e caso não haja resgate antes do período, dentro de dez anos ele resgata o valor R\$ 378.177,25. Rentabilidade garantida de 90% do CDI ou 152% nominal. Em média 0,77% a.m.

IR = R\$ 0,00 / Isenção de 7% sobre o saldo do IR do ano base.

Momento	Valor
Zero	150.000,00
Final	378.177,25

Gráfico 3.1 Rentabilidade ao investidor.



Fonte: elaborado pelo autor.

Cliente:

Do ponto de vista do cliente, no momento zero, ele recebe um crédito de R\$ 150 mil e adquire um imóvel (pressupõe-se que este seja o valor à vista do imóvel acrescido de desembolsos de impostos, registros).

Dentro de dez anos o valor da dívida vai diminuindo e, se levado do início ao fim, o valor será pago da seguinte maneira: (Amortização + Juros).

Por exemplo, um cliente que desejasse abater R\$ 500,00 por mês de parcela fixa + juros. Os juros, na realidade de hoje, serão de 0,8% a.m ou 10% a.a.

A dívida começa em R\$ 1.700,00, sendo 71% para juros e 29% para prestação. (Cálculo sem considerar aporte inicial, FGTS, o que faria com que a dívida caísse ainda mais; além disso, o cliente pode fazer aportes a qualquer momento, o que sempre fará os juros caírem.) A dívida, em seu 15º ano, estaria em 50% para prestação e juros (considerando ainda que o imóvel esteja sendo financiado em 100%). Conforme Tabela 3.1:

Tabela 3.1 Dados bancários, pagamento e saldos.

Banco				Parcela fixa				R\$ 500,00		
Dados bancários				Pagamento				Saldos		
Ano	Mês fim ref.	Taxa juros	Juros corresp. (em reais)	Saldo anterior (em reais)	Parcela Fixa (em reais)	Juros (em reais)	Total – pago (em reais)	Novo saldo (em reais)	% Div.	% pago
1	Jan.	0,80	—	—	500,00	—	—	150.000,00	100,00	0,00
1	Fev.	0,80	1.200,00	150.000,00	500,00	1.200,00	1.700,00	149.500,00	99,67	0,33
1	Mar.	0,80	1.196,00	149.500,00	500,00	1.196,00	1.696,00	149.000,00	99,33	0,67
1	Abr.	0,80	1.192,00	149.000,00	500,00	1.192,00	1.692,00	148.500,00	99,00	1,00
1	Mai	0,80	1.188,00	148.500,00	500,00	1.188,00	1.688,00	148.000,00	98,67	1,33
1	Jun.	0,80	1.184,00	148.000,00	500,00	1.184,00	1.684,00	147.500,00	98,33	1,67
1	Jul.	0,80	1.180,00	147.500,00	500,00	1.180,00	1.680,00	147.000,00	98,00	2,00
1	Ago.	0,80	1.176,00	147.000,00	500,00	1.176,00	1.676,00	146.500,00	97,67	2,33
1	Set.	0,80	1.172,00	146.500,00	500,00	1.172,00	1.672,00	146.000,00	97,33	2,67
1	Out.	0,80	1.168,00	146.000,00	500,00	1.168,00	1.668,00	145.500,00	97,00	3,00
1	Nov.	0,80	1.164,00	145.500,00	500,00	1.164,00	1.664,00	145.000,00	96,67	3,33
1	Dez.	0,80	1.160,00	145.000,00	500,00	1.160,00	1.660,00	144.500,00	96,33	3,67
25	Jan.	0,80	52,00	6.500,00	500,00	52,00	552,00	6.000,00	4,00	96,00
25	Fev.	0,80	48,00	6.000,00	500,00	48,00	548,00	5.500,00	3,67	96,33
25	Mar.	0,80	44,00	5.500,00	500,00	44,00	544,00	5.000,00	3,33	96,67
25	Abr.	0,80	40,00	5.000,00	500,00	40,00	540,00	4.500,00	3,00	97,00
25	Mai	0,80	36,00	4.500,00	500,00	36,00	536,00	4.000,00	2,67	97,33
25	Jun.	0,80	32,00	4.000,00	500,00	32,00	532,00	3.500,00	2,33	97,67
25	Jul.	0,80	28,00	3.500,00	500,00	28,00	528,00	3.000,00	2,00	98,00
25	Ago.	0,80	24,00	3.000,00	500,00	24,00	524,00	2.500,00	1,67	98,33
25	Set.	0,80	20,00	2.500,00	500,00	20,00	520,00	2.000,00	1,33	98,67
25	Out.	0,80	16,00	2.000,00	500,00	16,00	516,00	1.500,00	1,00	99,00
25	Nov.	0,80	12,00	1.500,00	500,00	12,00	512,00	1.000,00	0,67	99,33
25	Dez.	0,80	8,00	1.000,00	500,00	8,00	508,00	500,00	0,33	99,67
26	Jan.	0,80	4,00	500,00	500,00	4,00	504,00	—	0,00	100,00

Fonte: elaborada pelo autor.

Para a entidade financeira:

Esta será responsável por administrar o fundo, e ficará com a diferença entre o recebido através do investidor e o cobrado do cliente.

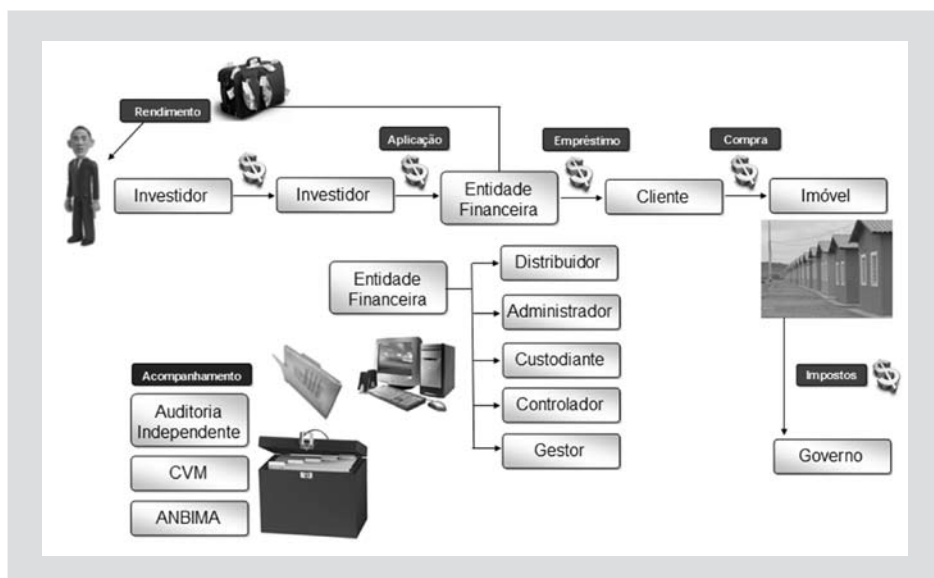
(Amortização + Rentabilidade + Taxa adm + Despesas fundo + seguro/PDD)

Ou

(90% CDI + 0,05% PL base fundo + Despesas fundo + seguro/PDD)

A entidade financeira receberá cerca de 0,02641% dessa operação, o que corresponde a aproximadamente R\$ 3 mil, neste exemplo, num volume total de R\$ 150 mil, no primeiro fluxo mensal.

Figura 3.1 Fluxo do processo.



Fonte: elaborada pelo autor.

Já o incentivo fiscal é semelhante ao praticado no mercado financeiro para o Fundo de Investimento na Indústria Cinematográfica Brasileira (Funcine), fundo regulado pela CVM 398, em que pessoas físicas que declaram o IR por meio do modelo completo têm o direito de adquirir cotas de Funcine, a cada exercício fiscal, e deduzir até 6% do valor a ser pago de IR; por conta desta aplicação, ou seja, se, por exemplo, o cliente no final do exercício do imposto de renda tiver que pagar R\$ 10.000,00, a aplicação no fundo lhe dará um desconto de R\$ 600,00.

A entidade financeira, que poderá ser mais de uma (é interessante por motivos de ética e *Chinese Wall*), terá cinco papéis fundamentais: distribuidor, administrador, custodiante, controlador e gestor.

O distribuidor fará com que as cotas do fundo cheguem ao consumidor ou cotista; este poderá ser representado por um banco comercial; o administrador é responsável pela parte legal do negócio, como registros do fundo em órgãos legais, livros de atas, demonstrativos, relatórios de auditoria, manter disponíveis em sua sede e agência(s) e nas instituições que coloquem cotas desse, o valor do patrimônio líquido do Fundo, o valor da cota, as rentabilidades acumuladas no mês e no ano civil, fornecer anualmente aos condôminos documento contendo informações sobre os rendimentos auferidos no ano civil e, com base nos dados relativos ao último dia do mês de dezembro, sobre o número de cotas de sua propriedade e respectivo valor. O custodiante é responsável pela guarda dos títulos e pela garantia de verificação de existência de lastros em câmaras de liquidação, além de liquidação de operações. O controlador, por sua vez, é responsável por controlar a carteira dos fundos, calcular a cota. Cabe ao gestor definir onde o fundo investirá seus recursos; no caso deste tipo de fundo, o gestor exerce o papel de controlar o caixa do fundo, garantindo liquidez, além de aplicar o excedente, garantindo o maior retorno possível ao investidor.

3.1.1.1.2 Na “concorrência” com outras ferramentas:

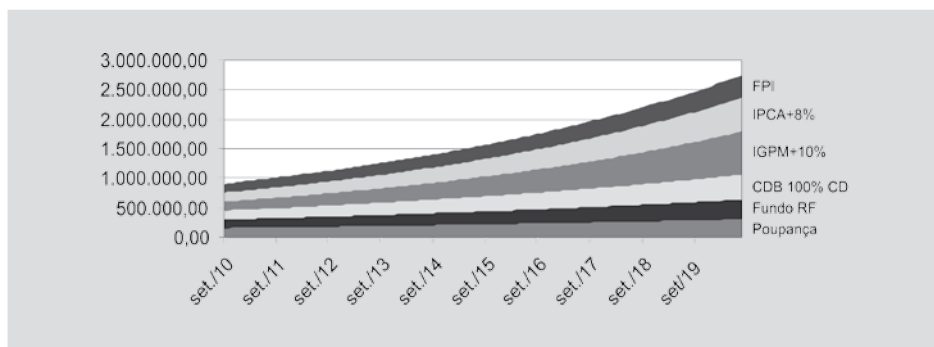
Em um comparativo com as principais fontes de rentabilidade no mercado de renda fixa, um fundo de renda fixa, um CDB 100% CDI, e CRIs indexadas e IGPM+10% e IPCA+8%, podemos tirar algumas conclusões.

Tabela 3.2 Principais fontes de rentabilidade.

Ref. 1	Ref.	Mês	Poupança	Fundo RF	CDB 100% CDI	IGPM+10%	IPCA+8%	FPI
Início	1	set./10	150.000,00	150.000,00	150.000,00	150.000,00	150.000,00	150.000,00
Fim	120	ago./20	300.490,65	336.938,48	420.949,17	734.951,66	574.074,97	378.177,25
		IR	0%	15%	15%	0%	0%	0%
		Ganho	300.490,65	286.397,71	357.806,80	734.951,66	574.074,97	378.177,25
		Rent.	100,33%	90,93%	138,54%	389,97%	282,72%	152,12%

Fonte: elaborada pelo autor.

Gráfico 3.2 Estudo – Fontes de rentabilidade.



Fonte: elaborado pelo autor.

Observações:

- Os valores e taxas são hipotéticos, podendo ser maiores ou menores, de acordo com a instituição com a qual se negocia;
- O fundo de renda fixa é uma amostra de fundo disponível no mercado, no segmento Renda Fixa; sua aplicação inicial gira em torno de R\$ 5 mil e sua rentabilidade procura, de maneira ponderada, descontar os impostos pagos semestralmente no período, os chamados “come-cotas”;
- Não se considera aumento de capital;
- Não se consideram aplicações ou resgates no período.

É possível concluir, após a experimentação dos dados, que as CRIs são os produtos teoricamente mais rentáveis, visto que, no mínimo, rendem um *spread* e acompanham a inflação do período. Contudo, por necessitarem de maior caixa inicial de aporte e escassez de liquidez, não são atrativos.

O fundo de renda fixa, com a taxa Selic em baixa, demonstrou menor rentabilidade, devido à tributação de imposto de renda no final do período. A poupança dobrou o volume, com rentabilidade de 100,33% em dez anos.

O FPI apresentou um bom desempenho, rentabilidade nominal de 152% no período de dez anos. Rentabilidade boa a longo prazo, pois, a médio prazo (60 meses), a rentabilidade foi de 60% nominal. Isento de imposto de renda, rendeu 50% acima da poupança.

3.1.1.1.3 Para o cliente:

Para o cliente, a vantagem é adquirir um imóvel com taxa inferior às praticadas no mercado, pagando valor um pouco superior ao de valorização da poupança ($0,5 + TR$), além de a dívida ser corrigida por metodologia de amortização por tabela SAC (Sistema de Amortização Constante).

Metodologia de correção de dívida:

Neste sistema o valor da amortização é fixo. O saldo devedor (valor principal originalmente financiado) é corrigido mensalmente; a redução do saldo devedor é mais notória já no segundo mês de pagamento.

O valor dos juros é atualizado mensalmente pelo mesmo índice (TR) aplicado aos saldos dos depósitos de poupança.

Comparação com metodologias utilizadas pelo mercado:

De acordo com o portal de finanças pessoais IGF (Intelect Gerenciamento Financeiro), as principais metodologias utilizadas pelo mercado para conceder crédito ao consumidor, são Price, SAC e SACRE, onde:

Tabela Price

A Tabela Price é a metodologia mais conhecida, ela estabelece um valor fixo de prestação, composto por abatimento de dívida, mais juros. Acaba sendo a mais cara ao consumidor.

Por causa do valor fixo da parcela, o valor a ser abatido do saldo devedor é baixo no começo do pagamento, já que os juros representam a maior parte do valor pago; com o tempo, o valor proporcional dos juros sobre a dívida cai.

Embora o financiamento feito por meio desta modalidade seja bem mais caro para o consumidor, muitas pessoas ainda a utilizam, pois suas prestações são fixas e menores que as dos sistemas SAC e Sacre.

Veja-se o seguinte exemplo:

Valor do financiamento: R\$ 150.000,00 Número de parcelas: 120
 Juros mensal: 1,00% Valor da parcela: R\$ 2.152,07⁽¹⁾

Parcela	Valor juros (em reais)	Valor amortização (em reais) ⁽²⁾	Saldo devedor (em reais)	Valor próx. mês (em reais) ⁽³⁾
0			150.000,00	151.500,00
1	1.500,00	652,07	149.347,93	150.841,41
2	1.493,48	658,59	148.689,34	150.176,23
3	1.486,89	665,18	148.024,16	149.504,40
4	1.480,24	671,83	147.352,33	148.825,86
116	104,44	2.047,63	8.396,03	8.479,99
117	83,96	2.068,11	6.327,92	6.391,20
118	63,28	2.088,79	4.239,13	4.281,52
119	42,39	2.109,68	2.129,45	2.150,74
120	21,29	2.130,78	(1,33)	(1,34)

Total juros (em reais)	108.247,07
Total pago (em reais)	258.249,73
Variação (em %)	72,17 ⁽⁴⁾

⁽¹⁾ O valor da parcela é fixo.

⁽²⁾ Valor efetivamente abatido do saldo devedor.

⁽³⁾ O saldo devedor é corrigido mensalmente.

⁽⁴⁾ Diferença entre o valor financiado e o valor total pago.

Tabela SAC

A Tabela SAC (Sistema de Amortização Constante) é caracterizada pela amortização constante do saldo devedor e também pelo valor decrescente da parcela. Embora seja uma alternativa melhor que a Tabela Price, ela é menos utilizada devido ao fato de suas prestações serem maiores no começo.

Para poder abater com mais facilidade o saldo devedor, o cliente precisará desembolsar mais no começo. O valor da primeira parcela é bem superior ao da Tabela Price.

Veja-se o seguinte exemplo:

Valor do financiamento: R\$ 150.000,00 Número de parcelas: 120
Juros mensal: 1,00% Valor da parcela: R\$ 1.250,00⁽¹⁾

Parcela	Valor juros (em reais)	Valor parcela (em reais) ⁽²⁾	Saldo devedor (em reais)	Valor próx. mês (em reais) ⁽³⁾
0			150.000,00	151.500,00
1	1.500,00	2.750,00	148.750,00	150.237,50
2	1.487,50	2.737,50	147.500,00	148.975,00
3	1.475,00	2.725,00	146.250,00	147.712,50
4	1.462,50	2.712,50	145.000,00	146.450,00
115	75,00	1.325,00	6.250,00	6.312,50
116	62,50	1.312,50	5.000,00	5.050,00
117	50,00	1.300,00	3.750,00	3.787,50
118	37,50	1.287,50	2.500,00	2.525,00
119	25,00	1.275,00	1.250,00	1.262,50
120	12,50	1.262,50	0,00	0,00

Total juros (em reais)	90.750,00
Total pago (em reais)	240.750,00
Variação (em %)	60,50 ⁽⁴⁾
Economia Price (em reais)	17.499,73 ⁽⁵⁾
Economia Price (em %)	7,27 ⁽⁶⁾

⁽¹⁾ O valor da amortização é fixo. Esse valor sempre será deduzido de seu saldo devedor.

⁽²⁾ Valor dos juros + valor da amortização.

⁽³⁾ O saldo devedor é corrigido mensalmente.

⁽⁴⁾ Diferença entre o valor financiado e o valor pago.

⁽⁵⁾ Valor economizado em relação ao financiamento pela Tabela Price.

⁽⁶⁾ Percentual de economia em relação ao financiamento pela Tabela Price.

Tabela Sacre

É uma variação da Tabela SAC, utilizada pela Caixa Econômica Federal. A Tabela Sacre utiliza um Sistema de Amortização Crescente.

Neste sistema, o valor da parcela é mantido fixo durante 12 meses. Devido ao fato de que a cada mês o saldo devedor diminui um pouco (isso acontece em qualquer uma das tabelas), ao se manter o valor fixo aumenta-se o valor utilizado para quitar o saldo devedor.

É bem parecido com o funcionamento da Price, mas o melhor ocorre a cada 12 meses. Todo ano, o saldo devedor é recalculado e dividido pelos meses restantes do financiamento, fazendo que o valor da parcela abaixe.

Esta modalidade é ainda mais interessante que a Tabela SAC, mas é disponibilizada apenas pela CEF.

Veja-se o seguinte exemplo:

Valor do financiamento: R\$ 150.000,00 Número de parcelas: 120
Juros mensal: 1,00%

Parcela	Valor juros (em reais)	Valor parcela (em reais) ⁽¹⁾	Saldo devedor (em reais) ⁽³⁾	Valor próx. mês (em reais)	Amortização ⁽²⁾
0			150.000,00	151.500,00	
1	1.500,00	2.777,50 ⁽³⁾	148.722,50	150.209,73	1.277,50
2	1.487,23	2.777,50	147.432,23	148.906,55	1.290,27
3	1.474,32	2.777,50	146.129,05	147.590,34	1.303,18
4	1.461,29	2.777,50	144.812,84	146.260,97	1.316,21
116	47,69	1.146,36	3.670,05	3.706,76	1.098,67
117	36,70	1.146,36	2.560,40	2.586,00	1.109,66
118	25,60	1.146,36	1.439,65	1.454,04	1.120,75
119	14,40	1.146,36	307,68	310,76	1.131,96
120	3,08	1.146,36	(835,60)	(843,95)	1.143,28

Total juros (em reais)	87.286,63
Total pago (em reais)	238.122,23
Variação (em %)	58,75 ⁽⁴⁾
Economia Price (em reais)	20.127,50 ⁽⁵⁾
Economia Price (em %)	8,45 ⁽⁶⁾
Economia SAC (em reais)	2.627,77 ⁽⁷⁾
Economia SAC (em %)	1,10 ⁽⁸⁾

⁽¹⁾ O valor da parcela é fixo durante 12 meses.
⁽²⁾ Valor da amortização.
⁽³⁾ O saldo devedor é corrigido todo mês.
⁽⁴⁾ Diferença entre o valor financiado e o valor pago.
⁽⁵⁾ Valor economizado em relação ao financiamento pela Tabela Price.
⁽⁶⁾ Porcentual de economia em relação ao financiamento pela Tabela Price.
⁽⁷⁾ Valor economizado em relação ao financiamento pela Tabela SAC
⁽⁸⁾ Porcentual de economia em relação ao financiamento pela Tabela SAC.

3.1.1.1.4 Para o Governo:

Para o governo, a vantagem consiste na qualidade de vida que está proporcionando à população. Por outro lado, ao mesmo tempo em que reduz a captação de imposto de renda, o Governo Federal investe em habitação um valor que nunca fora investido. À medida que as pessoas adquirem seus próprios imóveis, elas também passam a pagar os impostos devidos, aumentando assim a captação governamental. Se olharmos para a esfera econômica, diminuirão as despesas com imóveis (aluguéis), aumentando o consumo, ou poupança, o que fará a economia girar com maior volume.

Com o aumento do volume de construção de imóveis, cresce a demanda por materiais de construção, e consequentemente a arrecadação em impostos, como: Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), Imposto sobre Operações Relativas à Circulação de Mercadorias e sobre Prestações de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação (ICMS), Programa de Integração Social (PIS/Pasep), Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins).

O processo como um todo fará com que aumentem os empregos diretos e indiretos, contribuindo para a arrecadação de Imposto de Renda (IR), Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e Instituto Nacional de Seguridade Social (INSS).

Além disso, aumentará o consumo de combustíveis para transporte, que contém ICMS, PIS/Cofins e Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide), aumentará o volume de construções, que acarretará em mais Imposto Predial e Territorial Urbano (IPTU), sem contar muitas outras áreas que serão envolvidas.

3.1.1.2 Captação:

A captação do fundo realizar-se-á por meio de bancos e corretoras, por intermédio de suas redes de atendimento.

No curto prazo, o objetivo é realizar a distribuição dos fundos também a partir dos corretores de imóveis, mediante comissão, pois estes estão diretamente ligados ao mercado imobiliário e podem chegar com mais acessibilidade aos potenciais investidores do fundo, que possuem “apetite” por negócios imobiliários. Está é uma das diferenças dos atuais fundos imobiliários, que são produtos bons, mas estão no mercado errado. Bolsa de valores é para quem aceita o risco, mercado imobiliário é para um perfil conservador.

A longo prazo, como um fator diferenciador destes fundos é a possibilidade de adquiri-los em casas lotéricas; seria o primeiro fundo de investimento distribuído assim. A casa lotérica venderia o produto (sem custo) independentemente do gestor, o que seria mais uma contribuição governamental, visto que as casas lotéricas são da Caixa Econômica Federal. Além disso, a difusão e a projeção nacional que as casas lotéricas possuem, farão que o produto tenha alto poder de venda. A curto prazo as casas lotéricas seriam utilizadas apenas para publicidade da indústria de fundos (sem custo).

3.1.1.3 Liquidez:

Diferentemente dos atuais fundos imobiliários, estes fundos possuem garantia de recompra, ou a chamada liquidez diária. Isso torna o produto mais atraente, visto que os atuais fundos imobiliários são negociados no mercado secundário apenas através da BM&FBovespa.

3.1.1.4 Desvantagens do projeto:

As desvantagens do projeto estão ligadas estritamente aos fatores de risco em que ele pode incorrer.

Antes de tomar qualquer decisão a respeito de aplicação em fundos de investimento, é necessário que o potencial investidor esteja consciente dos possíveis riscos em que o fundo pode incorrer. Os negócios, situação financeira e resultados do fundo podem ser adversos ou afetados por algum dos riscos descritos a seguir, além de eventuais riscos não apurados no momento da aplicação.

3.1.1.4.1 Riscos macroeconômicos:

O Governo Federal, através de suas intervenções na economia brasileira, causa impactos em diversos setores, com o objetivo de controlar a inflação, o câmbio, entre outros. Essas mudanças podem de maneira direta interferir no cenário em que o fundo atua, ou mesmo nas vantagens financeiras que este pode auferir. Essas mudanças podem causar volatilidade no mercado brasileiro, pois trazem aos investidores estrangeiros a incerteza sobre a condição econômica no Brasil. Tais mudanças podem interferir nos seguintes aspectos: inflação, política monetária, cambial e taxas de juros, instabilidade social, liquidez de mercado, política fiscal, políticas governamentais ligadas ao setor imobiliário, entre outros.

3.1.1.4.2 Riscos do setor imobiliário:

O setor imobiliário pode ser afetado por diversos riscos, como escassez de recursos, encarecimento de recursos, causados por oligopólios, diminuição de demanda por imóveis próprios, aumento de demanda por imóveis de terceiros (aluguel), êxito em conclusão de obras, seja de construção ou reformas em geral.

3.1.1.4.3 Riscos de inadimplência:

Os números mostram que os níveis de inadimplência têm diminuído nos últimos anos, porém, é uma incerteza a que o investidor de FPI tem de estar atento.

A inadimplência existe e deve ser prevista como um risco. O não pagamento de parcelas faz que o fundo fique sem liquidez, causando menor rentabilidade, rentabilidade negativa ou, na pior das hipóteses, o fechamento do fundo. Para amenizar esse risco, análises de crédito se fazem necessárias na captação dos recursos dos compradores de imóveis; além disso, faz-se necessário o serviço de uma empresa de auditoria independente, para avaliar periodicamente a saúde do fundo, eventuais PDDs.

3.1.1.4.4 Riscos do fundo:

O fundo também corre riscos, inclusive antes mesmo de iniciar. Existe a possibilidade de o fundo não ser constituído, por não atingir o mínimo de subscrição em suas cotas de emissão, ou mesmo, caso a CVM não autorize seu funcionamento, não lhe dando o alvará. Para casos como estes, o administrador é responsável pela devolução do valor aos investidores.

3.1.1.4.5 Risco decorrente da ausência de garantia do capital investido:

As aplicações realizadas no FPI não contam com garantia da administradora, do escriturador ou do Fundo Garantidor de Créditos (FGC), podendo ocorrer perda total do capital investido pelos cotistas.

3.1.2 Mudanças necessárias para a implementação do produto no mercado

A mudança na tributação atual é o maior diferencial que pode ser realizado para fomentar o mercado de fundos imobiliários. Por um lado, o governo cederia ao

arrecadar menos impostos; em contrapartida, teria de haver menos investimentos diretos no setor, visto que o próprio mercado movimentaria e seria responsável por gerar as rendas, gerar o esperado *funding*.

Os fundos de investimento no setor imobiliário e os títulos do setor possuem incentivo fiscal do governo, assim como acontece em várias partes do mundo. Porém, não é suficientemente bom para fomentar este setor, que cresce e poderia crescer em escalas ainda maiores.

Nos fundos imobiliários, por exemplo, impostos como PIS, Cofins e IR são isentos (para IR são isentos dos ativos imóveis dentro das carteiras; todos os outros ativos recebem tributação normal de fundo).

De acordo com a Lei n. 11.033, de 21 de dezembro de 2004:

Art. 3º Ficam isentos do imposto de renda:

(...)

I – os ganhos líquidos auferidos por pessoa física em operações no mercado à vista de ações nas bolsas de valores e em operações com ouro ativo financeiro cujo valor das alienações, realizadas em cada mês, seja igual ou inferior a R\$ 20.000,00 (vinte mil reais), para o conjunto de ações e para o ouro ativo financeiro respectivamente;

II – na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, a remuneração produzida por letras hipotecárias, certificados de recebíveis imobiliários e letras de crédito imobiliário.

III – na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, os rendimentos distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliários cujas quotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado. (Incluído pela Lei n. 11.196, de 2005)

Parágrafo único. O benefício disposto no inciso III do *caput* deste artigo: (Incluído pela Lei n. 11.196, de 2005)

I – será concedido somente nos casos em que o Fundo de Investimento Imobiliário possua, no mínimo, 50 (cinquenta) quotistas; (Incluído pela Lei n. 11.196, de 2005)

II – 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. (Incluído pela Lei n. 11.196, de 2005)

Art. 4º Não se aplica o disposto nos arts. 1º e 2º desta Lei às pessoas jurídicas de que trata o art. 77, inciso I, da Lei n. 8.981, de 20 de janeiro de 1995, aos investidores estrangeiros referidos no art. 16 da Medida Provisória n. 2.189-49, de 23 de agosto de 2001, e às entidades ou fundos optantes pelo regime especial de que trata o art. 2º da Medida Provisória n. 2.222, de 4 de setembro de 2001, que permanecem sujeitos às normas previstas na legislação vigente.

Art. 5º Na transferência de titularidade de ações negociadas fora de bolsa, sem intermediação, a entidade encarregada de seu registro deverá exigir o documento de arrecadação de receitas federais que comprove o pagamento do imposto de renda sobre o ganho de capital incidente na alienação ou declaração do alienante sobre a inexistência de imposto devido, observadas as normas estabelecidas pela Secretaria da Receita Federal. (Vigência)

§ 1º Quando a transferência for efetuada antes do vencimento do prazo legal para pagamento do imposto devido, a comprovação de que trata o *caput* deste artigo deverá ocorrer em até 15 (quinze) dias após o vencimento do referido prazo, ao final do qual, caso não tenha sido realizada, a entidade deverá comunicar o fato à Secretaria da Receita Federal na forma e prazo por ela regulamentados.

§ 2º O descumprimento do disposto neste artigo sujeita a entidade à multa de 30% (trinta por cento) do valor do imposto devido.

Pela legislação vigente no Brasil, os cotistas pessoas físicas podem possuir no máximo 10% das cotas do FII; o FII necessita de, no mínimo, 50 cotistas; além disso, as cotas devem ser negociadas obrigatoriamente em Bolsa ou Bolsa Organizada (SOMAFix).

CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi identificar e discutir políticas de desenvolvimento, ferramentas e o atual cenário de expansão do setor imobiliário no Brasil.

4.1 OS NOVOS “OLHOS” DO INVESTIDOR

A recente valorização de imóveis somada à queda das taxa de juros fez com que novamente o setor imobiliário se tornasse um atraente campo de investimento, seja ele feito por meio de “fundo de aposentadoria” – a compra de imóveis para renda através de aluguel –, ou mesmo para “especulação” – o imóvel é comprado em fase de “gestação” e, após a conclusão da obra, vendido com retornos ainda mais atraentes.

Isso fez que o mercado de capitais, conservador, antes voltado a investimentos basicamente em CDI, olhasse para os atraentes retornos imobiliários, até como uma alternativa para se destacar da concorrência. O processo de securitização torna-se algo extremamente forte em nosso País.

4.2 CONSIDERAÇÕES

Aos investidores, fica a mensagem de que é possível aliar rentabilidade, benefício fiscal e baixo risco num mesmo investimento.

Aos governantes, fica a mensagem de que é possível desenvolver novos instrumentos com o objetivo de “fomentar” o promissor mercado de imóveis brasileiro.

Aos cidadãos, fica a mensagem de que é possível desenvolver estruturas para a melhoria da qualidade de vida da população brasileira, e de que é possível, sim, realizar o sonho da casa própria.

REFERÊNCIAS

Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/Ccivil_03/_Ato2004-2006/2004/Lei/L11033.htm>. Acesso em: 27 set. 2010.

Disponível em: <<http://premioabecip3.blogspot.com/2010/02/da-monografia.html>>. Acesso em: 27 set. 2010.

Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/geral,minha-casa-minha-vida-2-preve-2-milhoes-de-moradias-ate-2014,530846,0.htm>>. Acesso em: 28 set. 2010.

Disponível em: <<http://www.fjp.gov.br/index.php/servicos/81-servicos-cei/70-deficit-habitacional-no-brasil>>. Acesso em: 28 set. 2010.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/Credito_imobiliario/pdf/3%20-%20Apresenta%C3%A7%C3%A3o%20O%20CR%C3%89DITO%20IMOBILI%C3%81RIO%20NO%20BRASIL%20Sr%20Iorio.pdf>. Acesso em: 28 set. 2010.

Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?18542625>>. Acesso em: 28 set. 2010.

Disponível em: <<http://www.oeconomista.com.br/poupanca-de-ater-50-mil-continua-isenta-de-imposto-de-renda>>. Acesso em: 1 out. 2010.

Disponível em: <<http://www.zap.com.br/revista/imoveis/tag/covered-bonds/>>. Acesso em: 1 out. 2010.

Disponível em: <http://www.igf.com.br/aprende/dicas/dicasResp.aspx?dica_Id=5526>. Acesso em: 1 out. 2010.

Disponível em: <http://www.estadao.com.br/economia/not_eco246181,0.htm>. Acesso em: 2 out. 2010.

Disponível em: <http://www.anbima.com.br/imprensa/noticias/20101011_boletins.asp>. Acesso em: 3 out. 2010.

Disponível em: <<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD>>. Acesso em: 3 out. 2010.

Disponível em: <<http://data.worldbank.org/indicator/FPCPI.TOTL.ZG>>. Acesso em: 9 out. 2010.

Disponível em: <http://www.cnf.org.br/noticias1.asp?id_noticia=909>. Acesso em: 9 out. 2010.

Disponível em:
<http://200.218.208.104/pre/evento/arquivos/2010_3_21/2010_3_18_Painel_IV_Juan_De_Mollein.pdf>. Acesso em: 9 out. 2010.

Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8036consol.htm>. Acesso em: 9 out. 2010.

Disponível em: <<http://www.caixa.gov.br/Voce/fgts/index.asp>>. Acesso em: 9 out. 2010.

Disponível em: <<http://tnonline.com.br/noticias/economia/34,34443,22,07,fgts-tem-arrecadacao-recorde-no-1o.-semestre.shtml>>. Acesso em: 10 out. 2010.

Disponível em: <http://g1.globo.com/Noticias/Economia_Negocios/0,,MUL1447062-9356,00-FG

TS+ENCERRA+COM+ARRECADACAO+RECORDE+INFORMA+CAIXA.html>. Acesso em: 10 out. 2010.

Disponível em: <http://downloads.caixa.gov.br/_arquivos/fgts/relatoriogestao/Relatorio_de_Gestao_do_FGTS_2009.pdf>. Acesso em: 10 out. 2010.

Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=635110&path=/suasfinancas/investimentos/fundos/>>. Acesso em: 12 out. 2010.

Disponível em: <http://www.crecipr.gov.br/creci/index.php?option=com_content&view=article&id=261:papeis-imobiliarios-para-diversificar&catid=1:latest-news&Itemid=60>. Acesso em: 12 out. 2010.

Disponível em: <<http://www.acionista.com.br/mercado/rendafixa.htm>>. Acesso em: 12 out. 2010.

Disponível em: <<http://www.jusbrasil.com.br/legislacao/104295/lei-4380-64>>. Acesso em: 24 out. 2010.

COVERED BOND:
ALTERNATIVA DE *FUNDING* PARA
O MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO?

ISABELLA FONTE BOA ROSA SILVA

Mestre em Economia
pela Universidade de Brasília – UnB

INTRODUÇÃO

O objetivo deste trabalho é apresentar alternativas de *funding* a longo prazo para o desenvolvimento do mercado brasileiro, analisando as principais características dos títulos conhecidos como *covered bonds*. Esses títulos têm longa história no continente Europeu, contando com mais de 200 anos de existência. A primeira emissão ocorreu em 1770, na Prússia. Posteriormente, em 1797, na Dinamarca; em 1825, na Polônia; e em 1852, na França. Inicialmente, esses títulos foram usados para financiar a agricultura e, posteriormente, utilizados como fonte de recursos para financiamentos imobiliários residenciais e comerciais. Tornaram-se amplamente conhecidos em vários países europeus durante os séculos 19 e 20.

Em meados do século 20, os mercados interbancários, juntamente com o crescimento dos depósitos bancários, destacaram-se como principais fontes de recursos para os financiamentos imobiliários, resultando em menor importância dos *covered bonds* como forma de captação para essas operações. Essa situação alterou-se em 1995, quando foi emitido o primeiro *Jumbo Covered Bond (German Pfandbrief in benchmark format)* pela Alemanha, de forma a atender à demanda de investidores por títulos mais líquidos. Desde então, o mercado de *covered bonds* na Europa tem crescido de forma sustentável.

Adicionalmente, este trabalho analisa também as características do mercado imobiliário americano, com o objetivo de permitir uma comparação entre diferentes modelos. O desenvolvimento do mercado americano baseou-se no modelo “originar para distribuir” (*originate to distribute model*), incentivando fortemente a indústria de securitização. Isso ocorreu, em grande parte, devido à existência de empresas patrocinadas pelo governo, denominadas *government-sponsored enterprises – GSEs*. Destaca-se também o papel dos bancos federais de financiamentos

imobiliários (*Federal Home Loan Banks*), que atuam como provedores de recursos para grandes instituições que oferecem suas carteiras de crédito imobiliário como garantia. A emissão de *covered bonds*, por sua vez, é relativamente recente no mercado americano, datando a primeira emissão de setembro de 2006.

Além da Introdução, este estudo está organizado em cinco capítulos. O Capítulo 1 é dedicado à descrição do mercado europeu, com destaque para as características dos países com maior participação no estoque de *covered bonds*. O Capítulo 2 descreve o mercado americano, abordando aspectos relacionados à securitização. O Capítulo 3 apresenta uma breve análise comparativa entre os *covered bonds* e os *asset-backed securities*. O Capítulo 4 é destinado ao mercado brasileiro e, por fim, o Capítulo 5 conclui o trabalho.

OS COVERED BONDS E O MERCADO EUROPEU

Os *covered bonds* são instrumentos de dívida, garantidos por financiamentos imobiliários residenciais ou comerciais (com garantia real dos imóveis), empréstimos ao setor público ou financiamentos garantidos por navios. Esse conjunto de ativos utilizados como garantia dos títulos é denominado *cover pool*¹, referenciado neste trabalho como *pool de ativos*. Os investidores dos *covered bonds* possuem preferência em relação aos ativos do *cover pool*, em caso de insolvência da instituição emissora. Na perspectiva do emissor, o *covered bond* é qualificado como dívida e em grande parte é considerado instrumento financeiro de captação de longo prazo.

A maioria dos países europeus adotou os *covered bonds* em seus sistemas financeiros. Dependendo da região, a emissão de *covered bonds* possui legislação específica, conhecida como *legislation framework*, ou eles são regidos por contratos, denominados *structured framework*. Geralmente, em países com mercados mais maduros na emissão de *covered bonds*, existem legislações específicas, enquanto nos mercados mais novos as emissões são estruturadas por contratos.

Atualmente, há mais de 20 países com mercado ativo de *covered bonds* na Europa, com expectativa de crescimento à medida que novos países adotarem legislações específicas. Muitos países aprimoraram legislações já existentes, de forma a garantir maior segurança jurídica ao instrumento e consequentemente aumentar a base de investidores. A Figura 1.1, a seguir, mostra o mapa europeu com visão geral do ano da introdução ou da última alteração na legislação vigente específica para *covered bonds* em cada país, atualizado em julho de 2010.

¹ Em alguns países, como a França, o *cover pool* pode ser formado por um *mix* de ativos, previsto na legislação. Todavia, a característica mais comum é o *pool* de ativos apresentar ativos homogêneos. Na Alemanha, existem *covered bonds* com lastro em financiamentos garantidos por aeronaves.

Figura 1.1 Visão geral da legislação de *covered bonds* na Europa – julho de 2010.



Fonte: 2010 ECBC European Covered Bond Fact Book.

Os aprimoramentos regulatórios nas legislações vigentes e a introdução de novas legislações sobre *covered bonds* têm contribuído para o fortalecimento dos *covered bonds* no mercado europeu.

O marco regulatório no continente europeu que apresenta as características dos *covered bonds* é a diretiva conhecida como *Directive Collective Investments in Transferable Securities* (UCITS)². Essa regulação, contudo, não menciona a expressão *covered bond*; todavia, estabelece os critérios mais antigos que representam os requisitos essenciais para a emissão de títulos lastreados por ativos, que são os *covered bonds*.

O emissor deve ser instituição de crédito com sede em um Estado-membro europeu, sujeita por lei à supervisão especial com objetivo de proteger os investidores. O *pool* de ativos contém ativos elegíveis determinados por lei. Os ativos do *pool* devem ser suficientes para pagar os investidores dos *covered bonds* durante todo o período de sua maturidade. Além disso, em caso de insolvência do emissor, os investidores têm direitos de forma prioritária sobre o *pool* de ativos em relação aos demais credores da instituição.

² As características dos *covered bonds* foram estabelecidas no artigo 52(4) da Diretiva n. 2009/65/EC, do Parlamento Europeu, de 13 de julho de 2009. Essa diretiva irá substituir a Diretiva n. 85/611/EEC, legislação em vigor, em julho de 2011. A parte da legislação relacionada com os requisitos essenciais dos *covered bonds* não sofreu nenhuma alteração com essa substituição legislativa.

Os *covered bonds* emitidos em conformidade com a Diretiva UCITS contam com limites prudenciais diferenciados para investimento em títulos de um mesmo emissor. No caso dos fundos de investimento, sua emissão é permitida até o limite de 25% de um mesmo emissor. Para companhias seguradoras, esse limite passa a ser de 40%.

Normalmente, os *covered bonds* são emitidos por instituição de crédito, tendo o investidor direito a pagamento integral, denominado na legislação como *full recourse right*. Isso significa que o investidor em *covered bonds* tem garantia dual, contando tanto com o fluxo de caixa da instituição de crédito emissora quanto com os recursos provenientes do *pool* de ativos. Nas estruturas em que os *covered bonds* são emitidos por entidade de propósito específico (SPE), o direito ao pagamento integral dá-se de forma indireta.

Esse direito (*full recourse right*) se destaca como importante diferença entre os títulos securitizados e os *covered bonds* na Europa. Na securitização, os investidores têm apenas como fonte de pagamento o fluxo de caixa dos ativos securitizados. Usualmente, a instituição de crédito que originou os ativos não garante o desempenho da securitização.

Os ativos do *pool* devem observar padrões mínimos de qualidade estabelecidos em lei específica ou, diante de sua ausência, nos contratos sob os quais os *covered bonds* foram emitidos.

Além de claramente definidos, os ativos relativos a um *covered bond* são blindados, garantindo que, em evento de insolvência da instituição de crédito emissora, os ativos do *pool* sejam utilizados para pagar os detentores dos bônus antes dos demais credores da instituição. Há basicamente três formas diferentes de blindar esses ativos, variável em função da especificidade de cada país. No primeiro caso, a própria lei específica sobre *covered bond* exclui o *pool* de ativos da massa falida ou estabelece a ordem de preferência para os investidores dos *covered bonds*. Na segunda forma, o *pool* de ativos é transferido para uma SPE, que garante as obrigações da instituição referente aos *covered bonds*. A terceira maneira é a transposição³ da diretiva europeia sobre garantias⁴, que estabelece regras para penhorar o *pool* de ativos em caso de insolvência do emissor.

A instituição de crédito emissora tem a obrigação de garantir que o valor do *pool* de ativos, observados os padrões mínimos de qualidade, seja igual

³ Na Europa, o Parlamento e o Conselho Europeu emitem diretivas sobre diversos assuntos, mas cada país é responsável pela transposição dessas diretivas para sua própria legislação.

⁴ Essa diretiva é denominada *European Collateral Directive* (2002/47/EC).

ou maior que o valor de face dos *covered bonds* durante todo o tempo de sua maturidade. Para isso, pode ser requerido adicionar mais ativos ao *pool* para compensar os vencidos e os inadimplentes. Nas securitizações europeias, os ativos, depois de transferidos para o portfólio securitizado, geralmente não são repostos. Nesse caso, o risco de inadimplência é transferido integralmente para o investidor.

O monitoramento do *pool* de ativos visa a preservar os direitos dos investidores em *covered bonds*, sendo variável em cada país. Um monitoramento padrão estabelece a escolha de monitor externo e independente com qualificação apropriada. Em alguns países, o supervisor das instituições financeiras realiza supervisão especial sobre o emissor e os *covered bonds*. Uma típica supervisão inclui: (a) auditoria periódica do *pool* pelo monitor; (b) gerenciamento contínuo e manutenção do *pool* de forma a garantir pagamentos pontuais aos detentores dos *covered bonds*. Em alguns casos, pode ser requerido que o emissor obtenha permissão especial para emissão de *covered bonds*.

Além dos requisitos essenciais estabelecidos na UCITS, a Diretiva de Requerimento de Capital⁵ da União Europeia (CRD) define as características dos *covered bonds* de forma a ter ponderação de risco de crédito diferenciada. Destacam-se os critérios de elegibilidade e de qualidade a que os ativos do *cover pool* devem atender. Para os *covered bonds* lastreados em financiamentos imobiliários, os valores de *loan-to-value* (LTV)⁶ são estabelecidos na legislação de cada país. Usualmente, o LTV é de 80% para os financiamentos imobiliários residenciais e de 60% para os financiamentos imobiliários comerciais.

Considerando o papel importante do *covered bond* no mercado financeiro europeu, a União Europeia decidiu introduzir tratamento privilegiado no requerimento de capital, beneficiando os investidores desses papéis. Para contar com esse tratamento privilegiado, entretanto, os *covered bonds* devem atender a todos os requisitos comentados anteriormente. A ponderação a ser atribuída ao *covered bond* varia em função da abordagem de risco de crédito adotada pelo investidor. No caso da abordagem padronizada, a ponderação de risco será de 10% ou 20% dependendo da escolha de cada regulador. Na abordagem IRB, baseada na estimativa interna da probabilidade de *default* (PD) e da perda dado

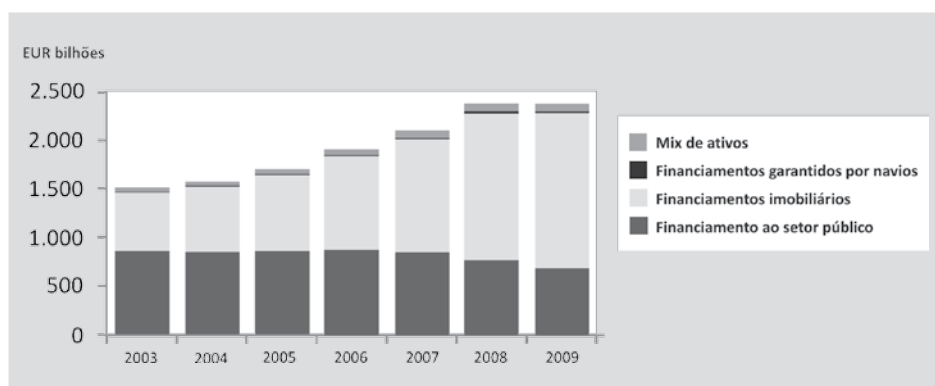
⁵ Essa diretiva é denominada *Capital Requirements Directive* (CRD).

⁶ No Brasil, esse termo foi livremente traduzido como *cota de financiamento*. Esse indicador representa a razão entre o valor do financiamento e o valor de avaliação do imóvel dado em garantia ao financiamento no momento da contratação da operação.

o *default* (LGD), a ponderação situa-se entre 4% e 11%, dependendo da abordagem adotada pelo investidor – básica ou avançada – e da classificação de risco (*rating*) do emissor.

O *covered bond* destaca-se como um dos componentes principais do mercado de capitais europeu. Publicação do European Covered Bond Council (ECBC) afirma que o estoque dos *covered bonds* lastreados em financiamentos imobiliários corresponde a cerca de 20% dos financiamentos imobiliários originados na União Europeia. O Gráfico 1.1 mostra a evolução do estoque de *covered bonds* desde 2003.

Gráfico 1.1 *Covered bonds* – Estoque emitido.



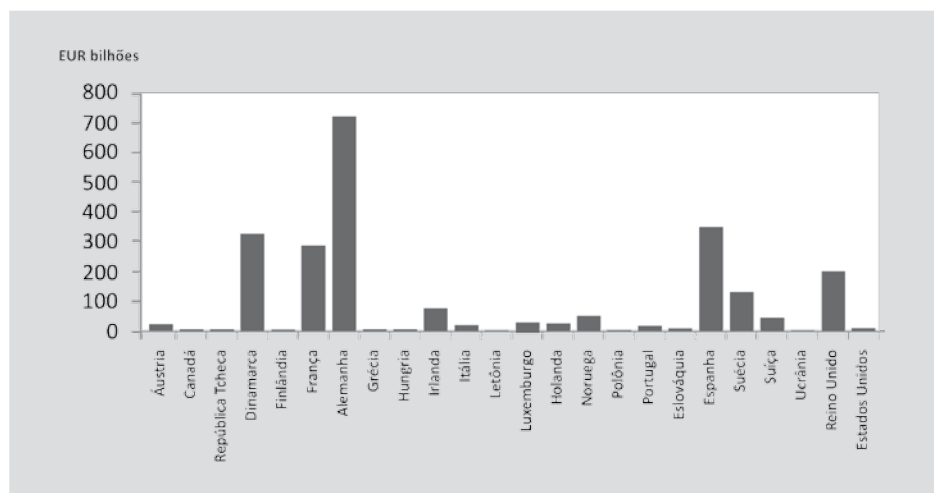
Fonte: 2010 ECBC European Covered Bond Fact Book.

No final do ano de 2009, o estoque total de *covered bonds* atingiu o montante de 2,4 trilhões de euros, representando crescimento de 5% em relação ao ano anterior. Em 2009, a participação dos *covered bonds* lastreados em financiamentos imobiliários foi de 67%, enquanto os *covered bonds* lastreados em financiamentos ao setor público corresponderam a 29% do total emitido.

Apesar dos efeitos da crise financeira internacional, em 2009, foram emitidos cerca de 500 bilhões de euros em *covered bonds*. Os cinco principais países com maior volume de emissores foram: Dinamarca, Alemanha, França, Suécia e Espanha, respectivamente.

Quando se analisa o estoque emitido, os países com maior participação são: Alemanha (30%), Espanha (15%), Dinamarca (14%), França (12%), Reino Unido (9%) e Suécia (6%). O Gráfico 1.2 mostra o estoque de *covered bonds* emitido por país, em dezembro de 2009.

Gráfico 1.2 *Covered bonds* – Estoque emitido por país – Posição: dez. 2009.



Fonte: 2010 ECBC European Covered Bond Fact Book.

Considerando sua relevância no mercado europeu de *covered bond*, destacamos a seguir as principais características desses bônus nos países selecionados: Alemanha, Dinamarca, Espanha, França e Reino Unido.

1.1 ALEMANHA

A base legal para a emissão de *covered bond* na Alemanha é dada, atualmente, pela *German Pfandbriefgesetz*, de 22 de maio de 2005. Por razões históricas, há ainda três outras leis – *DZ-Bank Covered Bonds*, *Postbank Covered Bonds* e *Landwirtschaftliche Retenbank Covered Bonds* – para a emissão desse bônus. Em março de 2009, uma proposta de emenda ao *German Pfandbriefgesetz* entrou em vigor, introduzindo nova categoria na lista de ativos aceitos para compor o *pool* de ativos: financiamentos garantidos por aeronaves. Além disso, a legislação visou a garantir maior segurança para os investidores de *covered bonds*.

Desde 2005, não é mais requerido que o emissor de *covered bond* seja um banco especializado. Entretanto, é necessária a concessão de licença especial para sua emissão, cujos requerimentos mínimos para sua obtenção e manutenção são: (a) capital mínimo de 25 milhões de euros; (b) obtenção de licença bancária que permita ao emissor manter carteira de empréstimos; (c) manutenção de adequados procedimentos de gerenciamento de risco; e (d) apresentação de plano de negócios que garanta estrutura organizacional adequada. A legislação alemã requer

que os emissores gerenciem seus próprios riscos e que as decisões relacionadas com a concessão de crédito sejam internas, não passíveis de terceirização.

Os ativos que lastreiam os *covered bonds* são mantidos no balanço do emissor. Esses ativos podem ser financiamentos imobiliários, empréstimos ao setor público, financiamentos garantidos por navios ou financiamentos garantidos por aeronaves, não sendo elegíveis os *asset-backed securities* (ABS) ou *mortgage-backed securities* (MBS). Até 10% do valor nominal da exposição em *covered bond* deve ser mantido em depósito em moeda no Banco Central Europeu, bancos centrais da União Europeia ou instituição de crédito reconhecida. Derivativos são elegíveis em determinadas condições, sendo limitados a 12% dos ativos quando calculados com base no valor presente líquido.

Tanto para os imóveis comerciais quanto para os residenciais, o LTV é limitado a 60% do valor do imóvel. Entretanto, quando o financiamento excede esse limite, a parte do financiamento limitada a 60% do valor do imóvel permanece elegível. O imóvel deve ser avaliado de acordo com critérios estabelecidos em lei específica, não se confundindo com o valor de mercado. O monitoramento segue os requerimentos da Diretiva Europeia de Requerimento de Capital (CRD), quais sejam: (a) anualmente para os financiamentos comerciais e (b) a cada três anos para os financiamentos residenciais. Adicionalmente, é necessária a revisão dos pressupostos quando o mercado sofre redução substancial. A reavaliação do imóvel é requerida no caso de inadimplência do financiamento.

A legislação específica que, durante toda a sua maturidade, o valor total dos *covered bonds* deve ser coberto por ativos com, no mínimo, o mesmo valor. Dessa forma, o valor nominal dos ativos será permanentemente maior que o respectivo valor dos *covered bonds*. Além disso, os bônus devem ser cobertos considerando o valor presente líquido mesmo em caso de severa alteração de taxas de juros e taxas de câmbio. Exige-se ainda que o *pool* de ativos apresente excesso de garantias⁷ de 2% após a realização de teste de estresse, que deve ser conduzido trimestralmente.

O pré-pagamento dos financiamentos hipotecários durante período de taxa fixa é permitido somente no caso de legítimo interesse do tomador ou depois de um período de dez anos. Se a hipoteca for pré-paga, o tomador tem de compensar o prejuízo causado ao prestador.

⁷ O termo utilizado em inglês é *overcollateralization*.

Um monitor, designado pela autoridade supervisora (BaFin)⁸, supervisiona o *pool* de ativos. Esse monitor tem de assegurar que a garantia existe e que os ativos estão corretamente registrados⁹, conforme regulamentação específica. Além disso, a BaFin mantém supervisão especial sobre os bancos emissores e monitoramento sobre o *pool* de ativos a cada dois anos.

Enquanto solvente o emissor, os ativos que lastreiam os *covered bonds* fazem parte do balanço da instituição. Num processo de liquidação, os ativos registrados são excluídos da massa falida, ou seja, esses ativos não são afetados pela falência, e automaticamente formam uma figura legal distinta. Entretanto, os detentores dos *covered bonds* também participam no processo de liquidação com relação aos demais ativos do emissor. Para a administração do *pool*, uma entidade independente é designada.

No caso de insolvência do emissor, os *covered bonds* não têm seu vencimento automaticamente antecipado, e seu pagamento mantém-se conforme contratado. A insolvência do *pool* de ativos é a única razão que pode provocar a antecipação do vencimento dos *covered bonds*.

Os *covered bonds* alemães atendem aos requerimentos das Diretivas UCITS e CRD, habilitando-se, dessa forma, à ponderação de risco de crédito diferenciada.

1.2 DINAMARCA

A legislação específica sobre *covered bond* foi reformulada em meados de 2007. O *Danish Covered Bond Act*, em vigor desde julho de 2007, contemplou a Diretiva Europeia de Requerimento de Capital e possibilitou a emissão de *covered bonds* pelos bancos comerciais e bancos hipotecários (*Danish mortgage banks*). Essas instituições são reguladas detalhadamente pelo *Danish Financial Business Act* enquanto os bancos hipotecários também estão sujeitos à legislação específica (*Danish Mortgage-Credit Loans* e *Mortgage-Credit Bonds Act*). Requisitos específicos acerca de procedimentos de insolvência são previstos nas legislações que regulam os emissores. A nova legislação permitiu a criação de fundos,

⁸ A entidade supervisora alemã é denominada *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin).

⁹ Os *covered bonds* são registrados no *Deckungsregister*, o que permite sua identificação. Em caso de insolvência do emissor, por determinação legal, os ativos registrados não fazem parte da massa falida.

denominados *joint funding*, de duas ou mais instituições para que seja possível emitir *covered bonds* de maior valor individual.

A autoridade supervisora¹⁰ (FSA) licencia os bancos hipotecários, os bancos comerciais e os bancos especializados em financiamentos de navios (*ship financing institutions*) a emitir *covered bonds*. Somente com a nova legislação, os bancos comerciais foram autorizados a emitir *covered bonds*, todavia a exclusividade para emissão de *covered mortgage bonds* continua sendo dos bancos hipotecários. A Tabela 1.1 apresenta um resumo das principais características dos *covered bonds*:

Tabela 1.1 Características dos *covered bonds* emitidos na Dinamarca.

Tipo do bônus (nome)	<i>Covered Bond – SDO (særligt Dækkede Obligationer)</i>	<i>Covered MortgageBond – SDRØ (Særligt Dækkede Realkreditobligationer)</i>	<i>Mortgage Bond – RO (Realkreditobligationer)</i>
Emissor	Bancos comerciais ou hipotecários	Bancos hipotecários	Bancos hipotecários
Tipos de ativos (cover assets)	Financiamentos com lastro em propriedade	Financiamentos com lastro em propriedade	Financiamentos com lastro em propriedade
	Empréstimos a entidades públicas	Empréstimos a entidades públicas	Empréstimos a entidades públicas
	Empréstimos a instituições de crédito (máximo de 15%)		
	Financiamentos com garantias em navios (exceto para bancos hipotecários)		
Loan-to-value	Residencial: 80% ou 75% Comercial: 60%	Residencial: 80% ou 75% Comercial: 60%	Residencial: 80% Comercial: 60%
Critérios legais para aplicação de ponderação de risco de crédito	UCITS e CRD	UCITS e CRD	UCITS

Fonte: elaborada pela autora com base na publicação: 2010 ECBC *European Covered Bond Fact Book*.

Os imóveis que servem de garantia para os financiamentos imobiliários devem constar no registro geral de imóveis (*Danish land register*), mantido por entidade distrital (*Danish district courts*).

¹⁰ A entidade supervisora dinamarquesa é conhecida como *Danish Financial Supervisory Authority* (FSA).

1.3 ESPANHA

Os *covered bonds* espanhóis, denominados cédulas hipotecárias (CH), têm sua base legal na Lei n. 2, de 25 de março de 1981, alterada pela Lei n. 41, de 7 de dezembro de 2007, que regulamenta o mercado hipotecário. Adicionalmente, o Decreto Real n. 716, de 24 de abril de 2009, esclarece certos aspectos da Lei n. 2 e estabelece novas regras para o mercado imobiliário e financeiro.

Os emissores de CH atuam como instituição de crédito, no mercado imobiliário, e consistem basicamente em: bancos comerciais, bancos de poupança e bancos cooperativos.

As CH, além de serem obrigações diretas e incondicionais do emissor, compreendem direito de crédito privilegiado do detentor contra o emissor, ou contra os ativos substitutos que lastreiam as CH e ainda pelo fluxo de caixa gerado pelo instrumento financeiro atrelado a cada emissão. Esse direito é garantido por todos os financiamentos imobiliários registrados a favor do emissor. A efetividade desse direito é também garantida pela exigência de excesso de garantias (*overcollateralization*).

O modelo denominado *CDO structure* consiste no agrupamento de emissões de CH de várias instituições em um título conhecido como cédula multicedente (CM). Essa estrutura assemelha-se ao modelo adotado na securitização, uma vez que a CM é garantida pelo fluxo de caixa gerado pelas cédulas que lhe servem de lastro e é emitida por um fundo separado sem personalidade jurídica, amparado pela lei espanhola. Os detentores de cada série emitida pelo fundo carregam o risco de inadimplência das respectivas cédulas que lastreiam o título.

A Lei n. 2, de 1981, estabelece os requerimentos para que os financiamentos possam constituir o *pool* de ativos. O volume de cédulas hipotecárias de um emissor não pode exceder 80% do total dos créditos ou financiamentos imobiliários de sua carteira que atendam a todos os seguintes critérios: (a) o financiamento ou o crédito deve ter como objeto financiamento para construção, reforma ou aquisição de imóvel residencial, obras¹¹ e equipamentos sociais, construção de imóvel para agricultura, turismo, indústria e comércio; (b) a hipoteca deve ser de primeiro grau; (c) o LTV máximo é 60%, exceto para financiamentos para construção, reforma ou aquisição de imóvel residencial cujo LTV pode alcançar 80%; e (d) o bem hipotecado deve ser segurado contra danos físicos.

Os financiamentos imobiliários que lastreiam os *covered bonds* são mantidos no balanço do emissor, que mantém registro contábil especial para todos os ativos

¹¹ Tradução livre de *zoning works*.

que servem de lastro para suas emissões. Esse registro garante legalmente os direitos dos detentores das cédulas no caso de insolvência do emissor espanhol. O *pool* de ativos é dinâmico, não sendo permitida a inclusão de *asset-backed securities* (ABS) ou *mortgage-backed securities* (MBS) no *pool*.

Para garantir a transparência, os emissores devem fornecer, mensalmente, relatório sobre o *pool* de ativos ao Banco de Espanha. A legislação espanhola não estabelece a necessidade de um monitor especial para o *pool*. Todavia, a supervisão prudencial é conduzida continuamente pelo Banco de Espanha. A supervisão especial requerida na Diretiva UCITS é conduzida pela Comissão Nacional do Mercado de Valores (CNVM), que também monitora e supervisiona a aderência aos requerimentos e aos limites de emissão.

O mercado espanhol conta ainda com outra categoria de *covered bonds*, chamados cédulas territoriais (CT), com os mesmos privilégios que as CH. Nessas cédulas, o *pool* de ativos consiste de empréstimos ao governo espanhol, às suas comunidades autônomas e às autoridades locais, bem como às suas entidades públicas e às entidades de mesma natureza da União Europeia.

1.4 FRANÇA

Na França, coexistem três modelos para emissão de *covered bonds*. Dois modelos são baseados em legislação específica que, em 2007, foram complementadas pela Diretiva Europeia de Requerimento de Capital (CRD). Participam desse modelo duas instituições especializadas: *Sociétés de Crédit Foncier* e *Caisse de Refinancement de l'Habitat*, que emitem respectivamente *obligations foncières* e *CRH bonds*. Apesar de se apoiarem no mesmo marco legal, os modelos apresentam estruturas diferentes. O terceiro modelo, denominado emissão estruturada de *covered bonds* (*structured covered bonds*), é regulado pela legislação geral francesa e é resultado da implementação da Diretiva Europeia de Garantias, de 2002¹². Os modelos são apresentados a seguir, separadamente.

1.4.1 *Obligations Foncières*

Obligations foncières, *covered bonds* franceses, são emitidos pelas sociedades de crédito imobiliário (*sociétés de crédit foncier*), instituições de crédito especializadas que possuem propósito específico de conceder ou adquirir ativos elegíveis,

¹² European Collateral Directive 2002/47/EC.

definidos em lei, obtendo financiamento por meio da emissão de *obligations foncières*, que tem benefício especial legal denominado *privilege*. Podem ainda emitir outros tipos de títulos que se beneficiem ou não dessa cláusula de privilégio. Essa cláusula está prevista na legislação geral de falência francesa e dá ao credor dos títulos preferência no rol de credores e direito de receber sua totalidade antes dos demais credores. Em caso de falência de instituições do mesmo grupo, essas instituições contam com certa blindagem, pois o processo de falência não pode ser estendido às sociedades de crédito imobiliário.

Essas instituições são fiscalizadas pelo regulador bancário francês¹³ e estão sujeitas a regras especiais, além da regulação bancária ordinária. Elas contam com *status* especial na legislação geral e possuem lei de falência diferenciada. Somente os ativos especificados na legislação podem constar no balanço dessas instituições e todos os ativos de seu balanço fazem parte do *pool* de ativos. O valor total dos ativos deve ser maior que o valor do passivo, o que garante que essa razão¹⁴ seja sempre maior que um. Do ponto de vista regulatório, essa razão é calculada aplicando-se pesos diferentes para as diversas classes de ativos. A sociedade de crédito imobiliário tem de apontar um auditor independente para monitorar o *pool* de ativos, aprovado pelo supervisor francês, denominado *specific controller*, obrigado a realizar verificações específicas em bases trimestrais ou sempre que a emissão for superior a 500 milhões de euros.

As sociedades de crédito imobiliário que emitem *Jumbo Obligations Foncières* firmaram acordo com 23 bancos para definir padrões específicos de formadores de preços, denominados *market-makers*, que se transformou em um acordo nacional. *Obligations foncières* atendem aos requisitos da UCTIS e da CRD para ponderação de risco mais favorável no âmbito da União Europeia (10%).

1.4.2 Bônus emitidos pela Caisse de Refinancement de L'habitat (CRH)

A CRH é uma instituição de crédito especializada, cuja única função é prover fundos aos bancos franceses para a concessão de financiamentos imobiliários a indivíduos. Seus principais acionistas são os bancos franceses: *Crédit Agricole*

¹³ Atualmente, a entidade supervisora das instituições financeiras francesas é a *Autorité de Contrôle Prudentiel*, formada pela união da *Commission Bancaire* e da *Comité des Etablissements de Credit et des Entreprises d'Investissement*.

¹⁴ Essa razão entre ativos e passivos é denominada *coverage ratio*, que também representa o percentual de excesso de garantias do *pool* de ativos em relação ao valor dos *covered bonds*.

SA – *Crédit Lyonnais*, *Crédit Mutuel*, *Société Générale*, *BNP Paribas* e *Banque Fédérale des Banques Populaires*. A CRH emite bônus e empresta recursos aos bancos com as mesmas condições de taxa de juros e maturidade. Os financiamentos aos bancos formalizam-se por meio de notas promissórias emitidas pelos bancos que permanecem no balanço da CRH. Essas notas possuem como garantia os financiamentos imobiliários concedidos aos indivíduos. Em caso de insolvência dos bancos, a CRH torna-se proprietária da carteira de financiamentos imobiliários dos bancos sem nenhuma formalidade. Os ativos elegíveis para compor o *pool* de ativos são definidos em lei: financiamentos imobiliários de primeira linha ou financiamentos garantidos, denominados *guaranteed housing loans*. Esses financiamentos garantidos são operações de financiamento imobiliário garantido por instituição de crédito ou seguradora, podendo compor no máximo 35% do *pool* de ativos. *Residential mortgage-backed securities* (RMBS) e outros ativos não são elegíveis para compor o *pool* de ativos. O total dos financiamentos imobiliários deverá exceder 125% do total das notas promissórias em poder da CRH, que devem, por sua vez, exceder 125% dos bônus emitidos pela CRH. O LTV máximo dos financiamentos é 80%. O monitoramento do *pool* de ativos é executado pela CRH, que pode solicitar aos bancos o aumento do *pool* de ativos, em caso de não pagamento de alguns financiamentos. A CRH é supervisionada pelo regulador bancário francês.

Os CRH bônus são estritamente regulados como forma de garantir ativos de alta qualidade para seus detentores. Além disso, possuem cláusula legal de preferência, conhecida como *privilege*, o que garante seu recebimento prioritariamente em relação aos demais credores.

Os CRH bônus atendem aos requisitos da UCITS e da CRD para ponderação de risco mais favorável no âmbito da União Europeia (10%).

1.4.3 Covered bonds estruturados

Os primeiros *covered bonds* estruturados foram emitidos em 2006 pelo *BNP Paribas* com o objetivo de usar as garantias de forma mais eficiente que aquelas estabelecidas pela legislação francesa. A dificuldade estava no limite de 20% (recentemente, em maio de 2007, aumentado para 35%) de financiamentos imobiliários garantidos¹⁵ como forma de compor o *pool* de ativos.

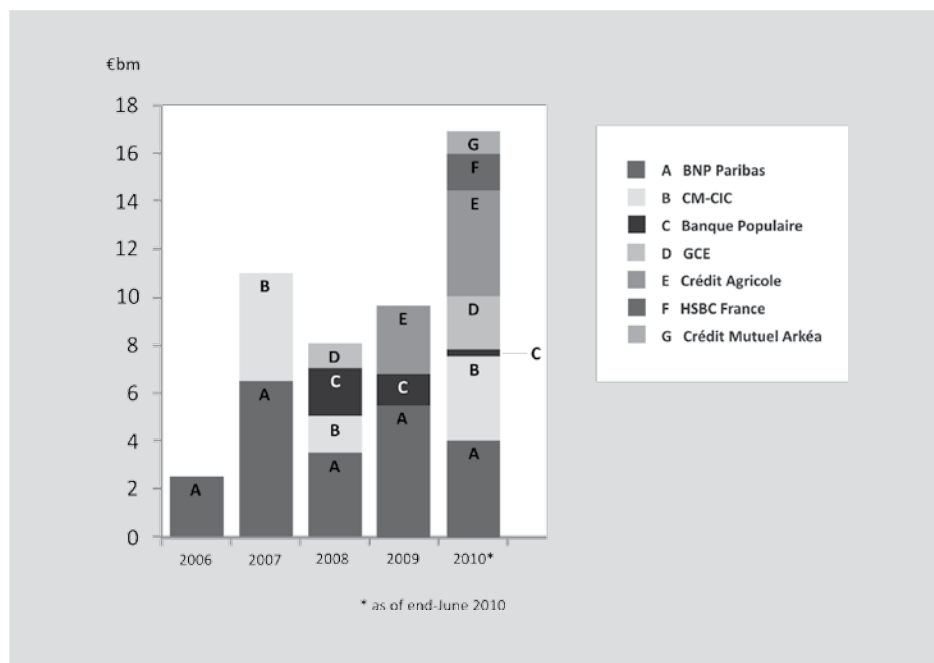
Além das técnicas de finanças estruturadas, os *covered bonds* fazem uso da Diretiva Europeia de Garantias, de 2002, que permite a segregação de ativos sem

¹⁵ Denominados *guaranteed housing loans*.

necessidade de sua transferência do balanço do emissor. Os principais aspectos da estruturação das emissões, princípios administrativos, ativos elegíveis são acordados de forma contratual, notadamente quanto ao nível de excesso de garantias, de 8,21%, definido na legislação comum.

Todos os emissores são instituições de crédito supervisionadas pelo regulador bancário francês. As instituições especializadas têm propósito específico e são geralmente filiadas aos bancos líderes de seus grupos, denominados *sponsor banks*. Os bancos líderes são responsáveis pelo monitoramento do *pool* de ativos mensalmente, enquanto o teste de verificação de cobertura¹⁶ do *pool* de ativos é de responsabilidade de entidade independente. A instituição emissora é protegida, não sendo afetada em caso de falência do grupo a qual pertencem. O Gráfico 1.3 mostra a evolução das emissões estruturadas ocorridas na França, desde 2006.

Gráfico 1.3 Emissões dos programas estruturados de *covered bonds* na França.



Fonte: 2010 ECBC European Covered Bond Fact Book.

¹⁶ Esse teste de verificação de cobertura é denominado *asset coverage test*.

Os ativos do *pool* consistem em financiamentos imobiliários ou financiamentos garantidos por instituição financeira, concedidos na França. Alguns programas estruturados admitem a inclusão de financiamentos de propriedades de outros países europeus. O LTV máximo é 80%. As avaliações das propriedades seguem as práticas do mercado imobiliário francês, podendo ter seu valor indexado a índices de preços¹⁷ em bases trimestrais.

Os *covered bonds* estruturados apresentam ponderação de risco de 20%, conforme definido na abordagem padrão do CRD.

1.4.4 *Obligations à l'habitat*

Atualmente, encontra-se em discussão no Parlamento Francês modificações e aprimoramentos na legislação relativa às *obligations foncières*. Nesse contexto, surge nova instituição emissora, *les sociétés de financement de l'habitat*, emitindo novo título denominado *obligations à l'habitat*, cujo principal objetivo é estabelecer marco regulatório para os atuais programas de emissão de *covered bonds* estruturados e que serão substituídos quando a legislação estiver em vigor, prevista para o final de 2010.

1.5 REINO UNIDO

A legislação específica sobre *covered bonds* no Reino Unido, intitulada como *The Regulations*, foi estabelecida em março de 2008. Conforme essa legislação, os emissores podem, apesar de não ser obrigatoriamente requerido, submeter seus programas de *covered bond* ao supervisor bancário inglês¹⁸ para reconhecimento. As emissões que atenderem aos requisitos da legislação receberão o *status* de *covered bond* regulados, denominados *regulated covered bonds*, e serão registrados no sistema de *covered bonds* mantido pela FSA. A legislação só é aplicável aos *covered bonds* regulados, submetidos à supervisão especial por parte da FSA. Em junho de 2010, nove emissores tinham seus programas de *covered bonds* registrados na FSA. Esses bônus atendem aos critérios para ponderação de risco em conformidade com os requisitos da UCITS e do CRD da União Europeia.

¹⁷ French INSEE (Institut National de la Statistique ET des Etudes Economiques) ou PERVAL (Les références immobilières du notariat).

¹⁸ A supervisão bancária no Reino Unido é conduzida pela Financial Service Authority (FSA).

Os elementos essenciais dos *covered bonds* regulados são estabelecidos em bases contratuais. O *pool* de ativos é blindado, em caso de insolvência do emissor, por meio de venda definitiva¹⁹ para entidade de propósito específico. Além disso, o *pool* é sujeito a diversos testes de forma a garantir os termos do programa. Entretanto, existem algumas diferenças em relação aos *covered bonds* estruturados emitidos antes da entrada em vigor da legislação específica. A FSA tem poder de veto sobre qualquer item dos contratos e tem poderes amplos para exigir alterações aos programas.

O emissor deve ser instituição financeira autorizada no Reino Unido com atividades reguladas. Deve ainda possuir escritório registrado no Reino Unido e atender a algumas exigências adicionais estabelecidas pela FSA, que praticamente incluem registros e notificações junto à FSA de forma a garantir que o emissor cumpra os requisitos de emissor conforme legislação de *covered bonds*.

Os *covered bonds* são obrigações diretas e incondicionais do emissor, garantindo aos investidores prioridade em relação ao *pool* de ativos em caso de insolvência ou falência do emissor. A legislação determina que os ativos constantes do *pool* sejam segregados do estado de insolvência do emissor, para que possam ser vendidos para entidade de propósito específico, que atuará como garantidora das operações do emissor. Todas as emissões de *covered bond* até o momento utilizaram entidade denominada *limited liability partnership* (LLP). A transferência dos ativos para a LLP dá-se de forma tácita (*silent assignment*), mas os mutuários devem ser notificados dessa operação. Caso isso não aconteça, pode ocorrer o rebaixamento da classificação de risco do emissor para classe abaixo de grau de investimento.

Na legislação específica de *covered bonds*, os ativos aceitos no *pool* são os mesmos listados na Diretiva de Requerimento de Capital Europeia (CRD) com restrições de alguns ativos, tais como: (a) depósitos e empréstimos a instituições de crédito cujo grau de classificação de risco seja inferior à qualidade de crédito nível 1 não são permitidas; e (b) *mortgage-backed securities* (MBS) residenciais ou comerciais não são aceitos a não ser que o originador do crédito seja o emissor ou instituição afiliada seja registrada no Reino Unido e com grau de classificação de risco triplo A.

A legislação britânica ainda permite alguns ativos não listados na legislação da União Europeia, como os financiamentos a proprietários sociais registrados, conhecidos como *social landlords*, ou empréstimos a parcerias público-privadas.

¹⁹ Tradução livre da expressão inglesa *true sale*, que representa a transferência dos ativos sem possibilidade de retorno para os ativos do emissor em caso de sua insolvência.

A FSA pode ainda rejeitar certos ativos caso entenda que não atendam aos padrões de qualidade especificados na legislação de forma a não prejudicar a reputação dos *covered bonds* regulados.

Para que possa fazer parte do *pool* dos ativos, os imóveis devem se localizar na União Europeia, Suíça, Estados Unidos, Japão, Canadá, Austrália, Nova Zelândia e ilhas próximas ao Reino Unido²⁰. Entretanto, atualmente somente financiamentos cujo lastro seja imóveis localizados no Reino Unido fazem parte do *pool* de ativos dos *covered bonds* emitidos. Os imóveis são avaliados utilizando-se as práticas de mercado. O valor dos imóveis residenciais é indexado a índice de preços dos imóveis em bases mensais. A redução de preços é totalmente refletida em reavaliações, enquanto o aumento de preços está sujeito a cortes da ordem de 15% nas reavaliações. O LTV é variável em função de cada emissão, mas geralmente é inferior a 80%.

A legislação não determina o valor do excesso de garantia, mas requer que o *pool* de ativos seja capaz de cobrir os bônus em todos os momentos relevantes. O nível mínimo desse excesso será determinado pela FSA em cada caso. A FSA tem, ainda, o poder de determinar a adição de ativos ao *pool* de ativos, caso julgue que os atuais ativos são insuficientes. Os emissores devem submeter o *pool* de ativos a teste de cobertura (*asset coverage test* – ACT) em bases mensais de forma a garantir que os níveis de excesso de garantias sejam atendidos. Caso ocorra alguma falha no teste, o emissor deve transferir novos ativos para a LLP na próxima data base do teste. Caso isso não ocorra, a LLP é chamada a pagar (*notice to pay*) principal e juros dos *covered bonds*, acordados originalmente. O emissor pode ainda ser obrigado a tomar alguma ação pela FSA. Testes de pagamento de principal (*amortization tests*) são efetuados sempre que a LLP seja chamada a pagar de forma que se verifique se a LLP será capaz de efetuar os pagamentos conforme estipulado nos bônus. Casos esses testes falhem, os *covered bonds* vencem antecipadamente. Esses testes são verificados por auditores independentes. A FSA deve ser informada em qualquer falha no teste de cobertura e pode solicitar informações adicionais ao emissor caso julgue necessário. As agências de classificação de risco são amplamente envolvidas nas emissões de *covered bonds*, confirmando sua classificação como condição para a emissão. Elas também monitoram o nível de excesso de garantias de forma a manter a classificação de risco como triplo A.

²⁰ Essas ilhas são: Channel Islands e Isle of Man.

MERCADO HIPOTECÁRIO AMERICANO

Nos Estados Unidos, historicamente, as instituições financeiras têm utilizado diversas formas de captação para as operações de financiamentos imobiliários residenciais, tanto para venda em mercado como para manter em seus balanços. A fonte de captação de recursos inclui a transferência de seus financiamentos diretamente para investidores, para *Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)*, *Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)* ou *Government National Mortgage Association (Ginnie Mae)* e para a utilização em instrumentos próprios de securitização, conhecidos como *private-label securitization*. Para os financiamentos mantidos em seu balanço, a fonte de captação inclui os depósitos, os instrumentos de dívida não garantidos e os financiamentos nos bancos federais de financiamentos imobiliários (*Federal Home Loan Banks*) em que os financiamentos aos mutuários são dados em garantia.

A recente crise do mercado financeiro americano acarretou dificuldades na utilização dos instrumentos próprios de securitização. Além disso, instituições como *Fannie Mae* e *Freddie Mac* estão em processo de reestruturação como consequência da crise. Nesse novo contexto, os *covered bonds* apresentam-se como fonte de financiamento para prover recursos para novas operações no mercado imobiliário, uma vez que as emissões desse instrumento são relativamente recentes, datando a primeira emissão de setembro de 2006¹.

As seções, a seguir, apresentam o modelo de securitização adotado nos Estados Unidos e as discussões recentes sobre os *covered bonds* naquele país.

¹ Atualmente, existem apenas dois emissores: Washington Mutual (atual JP Morgan Chase Bank) e Bank of America. O estoque desses títulos era de cerca de 13 milhões de euros em dezembro de 2009.

2.1 SECURITIZAÇÃO NO MERCADO AMERICANO

O mercado hipotecário americano representa o maior mercado de dívida do mundo, estimado em cerca de 12 trilhões de dólares americanos no final de 2008².

Nos Estados Unidos, os financiamentos concedidos são raramente mantidos pelo credor original até seu vencimento. De forma resumida, os credores originais, chamados de originadores, cedem seus financiamentos para terceiros, que, por sua vez, agregam diversos financiamentos adquiridos e vendem os direitos de recebimento de pagamentos a investidores. Alguns desses investidores podem usar esses direitos para lastrear papéis de sua emissão. Esse processo, que pode resultar em inúmeras etapas entre o investidor final e o mutuário do financiamento imobiliário, é chamado de securitização. A principal função da securitização³ é converter financiamentos em títulos negociados no mercado financeiro, como os *asset-backed securities* (ABS) e os *mortgage-backed securities* (MBS).

Os ABS são instrumentos de dívida lastreados por ativos, tais como: faturas de cartão de crédito, financiamentos a estudantes, financiamento de automóveis, dentre outros. Os ABS cujo ativo-lastro são financiamentos imobiliários são denominados MBS. A maior parte dos instrumentos de dívida negociados no mercado americano são MBS que podem apresentar diversas estruturas. No final de 2008, o estoque de MBS era de cerca de 9 trilhões de dólares.

Os MBS são instrumentos de dívida, ou títulos de crédito, cujos pagamentos são baseados nos pagamentos de um *pool* de financiamentos imobiliários individuais. Na verdade, os MBS transferem ao investidor os direitos sobre o fluxo de caixa de um *pool* de financiamentos imobiliários, usualmente imóveis residenciais.

O emissor de MBS pode ser a *Ginnie Mae*, agência governamental americana, ligada ao *Department of Housing and Urban Development* (HUD); a *Fannie Mae* ou a *Freddie Mac*, entidades privadas patrocinadas pelo Governo (*government-sponsored entities* – *GSEs*)⁴, com ações negociadas na Bolsa de Nova Iorque; ou ainda instituições financeiras privadas.

A *Ginnie Mae* emite MBS com lastro em financiamentos habitacionais que contam com seguro federal ou garantia fornecida por agências do governo federal americano, como *Federal Housing Administration* (FHA) ou *U.S. Department of*

² Dado publicado pela Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA).

³ O processo de securitização também representa desintermediação financeira.

⁴ No contexto da crise americana, Fannie Mae e Freddie Mac passaram a contar com participação direta do governo americano, que detém cerca de 80% do capital dessas empresas.

Veteran Affairs (VA) e garante aos investidores desses títulos o pagamento tempestivo de juros e principal dos financiamentos imobiliários do *pool* que lastreia a emissão de seus MBS.

A Tabela 2.1 apresenta o montante emitido de MBS por tipo de emissor, contemplando as GSEs (*Ginnie Mae*, *Fannie Mae* e *Freddie Mac*) e as emissões privadas. Observa-se maior participação das emissões privadas, especialmente nos anos de 2005 e 2006, quando esse percentual atingiu mais de 40% do total.

Tabela 2.1 Emissões de MBS por tipo de emissor (USD bilhões).

Ano	GSEs	Privadas	Total
1996	440,7	51,9	492,6
1997	535,0	69,4	604,4
1998	952,0	191,9	1.143,9
1999	884,9	140,5	1.025,4
2000	582,3	101,7	684,0
2001	1.454,8	218,8	1.673,6
2002	1.985,3	288,5	2.273,8
2003	2.725,8	440,6	3.166,4
2004	1.375,2	532,7	1.907,9
2005	1.321,0	901,2	2.222,2
2006	1.214,7	917,4	2.132,1
2007	1.372,2	773,9	2.146,1
2008	1.299,2	45,0	1.344,2
2009	1.925,0	31,9	1.956,9

Fonte: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA).

Historicamente, a *Fannie Mae* e o *Freddie Mac* sempre foram responsáveis pela maior parte dos MBS emitidos pelas GSEs. Eles adquirem o que é chamado de *conforming loans* dos originadores, ou seja, aqueles financiamentos que atendem a certas características de qualidade mínima dos mutuários e taxas máximas de LTV e, além disso, têm valor de financiamento inferior a um limite máximo que, em 2010, era de US\$ 417 mil. Essas agências emitem MBS com lastro nesses financiamentos e, adicionalmente, garantem o pagamento de principal e juros dos financiamentos do *pool*. Apesar de não contar com a garantia integral do governo americano, as GSEs contam com certas garantias e com autorização especial para tomar empréstimos do Tesouro Americano.

Os títulos emitidos pela *Fannie Mae* (inicialmente estatal e depois privada, atual estatal) e pelo *Freddie Mac* (privada, atual estatal) eram percebidos pelo

mercado, antes da crise, com garantia implícita do governo americano. Isso se concretizou quando o governo americano anunciou medidas para injeção de recursos nessas empresas de forma a impedir sua falência e causar problemas sistêmicos no mercado financeiro americano, já bastante combalido após o episódio *Lehman Brothers*.

As emissões privadas, por não contarem com a garantia implícita do governo americano, ofereciam ao investidor maior rentabilidade. Isso porque, muitos desses MBS foram lastreados nos chamados *subprime loans*, financiamentos concedidos a mutuários com histórico de crédito (*credit score*) abaixo de determinado limite estabelecido para os *conforming loans* e por isso eram classificados como mutuários *subprime* (*subprime borrowers*).

Os MBS possuem variedade de estruturas. Nos certificados *pass-through* mais básicos, cada título de uma emissão de MBS tem a mesma taxa de juros e as mesmas características e, principalmente, igual participação no *pool* de pagamentos. Cada detentor de um MBS tem uma participação indivisível num *pool* de financiamentos imobiliários. Os MBS são estruturados de forma que os pagamentos de juros dos financiamentos imobiliários do *pool* são, no mínimo, suficientes para cobrir os pagamentos de juros dos MBS emitidos. Os pagamentos de principal, inclusive as amortizações extraordinárias, chamadas de pré-pagamentos, são diretamente canalizados para abater o principal dos MBS.

Em geral, a estrutura típica de uma emissão de MBS é mais complicada, dada a necessidade de alocar com mais precisão os riscos do *pool* de financiamentos imobiliários entre os investidores. São três os principais riscos incorridos pelo investidor numa emissão de MBS.

O risco de taxa de juros (risco de mercado), comum a todos os investidores, é o primeiro risco. Se as taxas de juros praticadas no mercado mudam, o valor dos MBS muda na direção oposta.

O risco de pré-pagamento, decorrente do fato de que, nos Estados Unidos, muitos financiamentos imobiliários podem ser amortizados antecipadamente sem nenhuma penalidade, o que traz ao investidor uma incerteza sobre o período ao longo do qual ele receberá juros sobre o seu investimento. Esse risco tende a ser maior em períodos de queda nas taxas de juros, exatamente quando os investidores prefeririam receber os juros previamente acordados. Sem a devida proteção, o reinvestimento do principal pelos investidores pode ocorrer em um cenário relativamente menos atrativo que o original.

O risco de crédito, também chamado de risco de *default*, é o risco de não pagamento dos financiamentos imobiliários por parte dos mutuários. Esse risco não existe nos MBS emitidos pela *Ginnie Mae*, pela *Fannie Mae* e pelo *Freddie Mac*.

Nas emissões privadas, pode haver a contratação de seguro contra esse risco, mas em geral são adotadas estruturas de emissão que alocam o risco de crédito para os investidores mais propensos a esse tipo de risco.

Como forma de mitigar o risco de crédito e de pré-pagamento, pode-se citar a subordinação, o excesso de garantias (*overcollateralization*) e o excesso de *spread*.

A subordinação ocorre quando a emissão de MBS tem múltiplas classes que se diferenciam pela prioridade de recebimento dos pagamentos de principal e juros e pela maior exposição ao risco de crédito dos mutuários. As MBS apresentam classes com diferentes graus de subordinação, como, por exemplo: *senior*, *mezzanine* e *junior*. A classe *senior* apresenta o menor risco de *default*, ou seja, à medida que eventos de risco de crédito ocorrem na carteira que lastreia a emissão, as classes *junior* e *mezzanine* são afetadas antes da *senior* nessa ordem. As primeiras perdas devidas ao descumprimento pelo pagamento pelos mutuários são absorvidas pela última classe subordinada da emissão, chamada de *junior*, e, à medida que mais eventos passem a ocorrer e se esgote a capacidade das classes mais subordinadas, as classes menos subordinadas começam a ser afetadas. Todas as prioridades de recebimento e pagamento são detalhadas no prospecto de cada emissão, inclusive aquelas relacionadas ao risco de pré-pagamento. A maioria das emissões americanas apresenta estrutura de subordinação.

O excesso de garantias é a diferença positiva entre o saldo dos financiamentos e o saldo dos MBS; o excesso de *spread* é a diferença positiva entre o fluxo de pagamentos dos mutuários (deduzidos das taxas de administração dos contratos de financiamento) e o fluxo de pagamentos aos investidores.

A principal utilidade do excesso de *spread* é a cobertura de perdas por *default* de mutuários. Em média, o percentual de excesso de *spread* nos MBS emitidos em 2006 com lastro em financiamentos *subprime* foi de 2,5%. Nesse mesmo ano, 61% dos MBS emitidos por instituições privadas utilizaram o excesso de garantias em suas estruturas.

Em geral, a subordinação é mais utilizada nos MBS lastreados em financiamentos *prime*, enquanto os MBS com lastro em financiamentos *subprime* apresentavam, com mais frequência, o excesso de *spread*.

Os MBS podem também ser estruturados para alocar o prazo de amortização do principal, apresentando múltiplas classes que se diferenciam pela ordem em que são pagas. Por exemplo, todos os pagamentos de principal do *pool* de financiamentos podem ser inicialmente alocados para a classe A da emissão, durante o seu prazo de resgate, quando então passam a ser utilizados para resgate da classe B da emissão, cujo prazo de resgate se inicia quando termina o da

classe A, e assim sucessivamente. Esse tipo de MBS é chamado de *collateralized mortgage obligations* (CMO).

Os MBS, incluindo os CMO, podem, por sua vez, ser também securitizados. Os papéis lastreados nesses papéis e em outros ABS são chamados de *collateralized debt obligations* (CDO). Nos anos recentes, foram emitidos também CDO com lastro em MBS e em outros CDO, denominados de CDO2. Os emissores de CDO foram os maiores compradores de classes intermediárias (classes B) dos MBS emitidos em 2006 com lastro em financiamentos *subprime*. A sofisticação da estruturação desses títulos mostrou-se como obstáculo aos reguladores americanos para identificar o tamanho do impacto dos efeitos da recente crise financeira.

2.2 COVERED BONDS NO MERCADO AMERICANO

No contexto da crise financeira e com vistas a estimular o desenvolvimento do mercado de *covered bonds* americano, em 2008, o Tesouro Americano divulgou documento intitulado *Best Practices for Residential Covered Bond* de forma a padronizar e a estimular as emissões desse instrumento. O documento contém diretrizes com as melhores práticas para o mercado de *covered bonds* residenciais, tendo como principal objetivo servir de ponto inicial e definir as principais características desse mercado de forma clara e homogênea, possibilitando a emissão de bônus que utilizem estrutura comum e simplificada cujas garantias sejam de boa qualidade, uma vez que nos Estados Unidos ainda não existe legislação específica para emissão de *covered bonds*⁵.

Nesse documento, as características essenciais dos *covered bonds* são apresentadas de forma a guiar o desenvolvimento desse mercado nos Estados Unidos. Assim, o *covered bond* é definido como instrumento de dívida garantido por específico *pool* de ativos. O *covered bond* é instrumento de captação no qual a instituição emissora dos bônus mantém os financiamentos imobiliários em seu balanço. Os cupons dos bônus são pagos com recursos da própria instituição emissora, enquanto o *pool* de ativos atua como garantidor dos bônus. O *pool* de ativos é composto por financiamentos imobiliários residenciais que atendam a determinados critérios e são administrados pelo emissor de forma a possuir certas características. Se os financiamentos do *pool* não são pagos pelos devedores, eles deverão ser substituídos pela instituição emissora. Além disso, o *pool* de ativos deve ter

⁵ Em julho de 2010, foi aprovado o *United States Covered Bond Act of 2010*, na Câmara dos Deputados (*House of Representatives*), que, uma vez em vigor, será o marco regulatório do mercado de *covered bonds* americano.

valor maior que o valor dos bônus emitidos durante toda sua maturidade, o que é denominado excesso de garantias (*overcollateralization*). São admitidas emissões múltiplas que podem utilizar *pool* comum de ativos.

Em caso de insolvência da instituição emissora, os detentores dos *covered bonds* têm prioridade para acessar o *pool* de ativos. Em caso de insuficiência do *pool*, eles ainda têm direitos sobre os outros ativos do emissor juntamente com os outros credores da instituição. Assim, pode-se concluir que os *covered bonds* têm dupla garantia, o *pool* de ativos e os ativos propriamente ditos do emissor. Além disso, o *pool* de ativos mitiga o risco de os investidores receberem menos que o valor de face dos bônus em caso de insolvência do emissor.

De acordo com as melhores práticas estabelecidas pelo Tesouro Americano, os *covered bonds* devem possuir características específicas durante toda a maturidade dos bônus não somente no momento da emissão.

O emissor pode ser instituição financeira ou subsidiária cujo controle seja de instituição financeira, denominado *direct issuance structure*. Nessa estrutura, os emissores indicam a composição do *pool* de ativos que permanece em seus balanços. Os *covered bonds* podem ainda ser emitidos pela recém-criada *bankruptcy-remote SPV*, denominado *SPV structure*. Nessa estrutura, os ativos primários devem ser bônus imobiliários (*mortgage bonds*) garantidos pelo *pool* de ativos de financiamentos imobiliários residenciais. Em ambas as estruturas, o *pool* de ativos deve pertencer à instituição financeira que garanta acesso prioritário aos detentores dos *covered bonds* aos ativos do *pool*. A maturidade dos *covered bonds* deve ser maior que um ano e menor que 30 anos⁶.

Os ativos que fazem parte do *pool* de ativos devem possuir algumas características durante todo o tempo, tais como: financiamentos imobiliários de imóveis de uma a quatro famílias, com taxas pré-definidas (*fully-indexed rate*)⁷, com apresentação de comprovação de renda, hipotecas de primeiro grau. O LTV máximo deve ser de 80%. Os financiamentos devem seguir os critérios de originação estabelecidos no *supervisory guidance governing underwriting of residential mortgages*.

Moeda e títulos do Tesouro ou de agências governamentais podem substituir ativos do *pool*, como medida prudencial em sua administração. Os financiamentos com mais de 60 dias de atraso devem ser substituídos. Os investidores devem ser informados caso haja substituição no *pool* de ativos de mais de 10% em um mês ou de 20% em um trimestre. O *pool* não pode conter mais de 20% de

⁶ Nos Estados Unidos, a maioria das emissões tem maturidade entre um e dez anos.

⁷ Essa taxa é igual à maior taxa de juros a que o tomador do crédito possa estar sujeito, de forma a garantir que ele tenha capacidade de pagamento do financiamento.

financiamentos cujos imóveis sejam da mesma região, denominada como *metro statistical area*. Além disso, financiamentos com amortização negativa não podem fazer parte do *pool*.

Os emissores devem manter no mínimo 5% de excesso de garantias com o objetivo de garantir o valor do principal dos bônus. Informações acerca do *pool* de ativos devem ser divulgadas na emissão dos bônus e posteriormente em bases mensais. Os ativos constantes do *pool* devem ser submetidos a testes em bases mensais de forma a assegurar sua qualidade e seu nível de excesso de garantias. O emissor deve designar responsável independente pelo monitoramento do *pool* de ativos, denominado *asset monitor*. O emissor deve, ainda, designar um responsável independente, que, entre outras responsabilidades, represente os interesses dos detentores dos bônus, denominados *trustee*.

Os *covered bonds* podem ser emitidos em qualquer moeda. Caso o bônus seja emitido em moeda diferente do *pool* de ativos, o emissor deve mitigar sua exposição por meio de operações de *hedge* cambial. Os *covered bonds* podem oferecer taxas de juros fixas ou flutuantes.

Os emissores devem, ainda, receber autorização de seu regulador primário para emissão de *covered bonds*, que não podem representar mais de 4% de seu passivo após a emissão⁸.

Em caso de insolvência do emissor, o *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), atuando como responsável ou recebedor da instituição financeira insolvente, terá três opções para as emissões estruturadas de *covered bonds*: (a) continuar os pagamentos dos bônus; (b) efetuar a liquidação antecipada dos bônus pelo valor do *pool* de garantias; ou (c) permitir a liquidação do *pool* de garantias para o pagamento dos bônus.

Como se pode observar, o documento publicado pelo Tesouro Americano buscou incluir as principais características dos *covered bonds* europeus de forma a fomentar o mercado americano. Todavia, o pleno desenvolvimento desse instrumento no mercado americano depende da aprovação de legislação específica que se encontra em discussão no Congresso.

O próximo capítulo deste estudo apresenta análise comparativa entre os principais títulos cujo ativo-lastro são financiamentos imobiliários amplamente utilizados no mercado europeu e americano.

⁸ Esse limite foi questionado pelos potenciais emissores quando da audiência pública desse documento de melhores práticas. Entretanto, o Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) argumentou que esse limite poderá ser flexibilizado na medida do desenvolvimento do mercado americano de *covered bonds*.

ANÁLISE COMPARATIVA: COVERED BONDS E ASSET-BACKED SECURITIES

A natureza dual da proteção oferecida pelos *covered bonds* é a principal característica que os diferem dos instrumentos de dívida não garantidos, dos ABS e dos MBS. O fato de ser garantido pelo *pool* de ativos juntamente com o risco de crédito do emissor faz que os *covered bonds* tenham *rating* superior quando comparados a outros tipos de bônus emitidos por bancos. Com isso, os investidores contam com proteção adicional quando comparados aos ABS e MBS.

Apesar de ambos os instrumentos serem fontes de captação a longo prazo para os financiamentos imobiliários, existem diferenças entre eles que os fazem atrativos para diferentes tipos de investidores.

Os financiamentos que servem de garantia para a emissão dos *covered bonds* permanecem no balanço dos emissores. Nos ABS ou nos MBS os financiamentos são transferidos para as securitizadoras, que os transformam em títulos que serão vendidos para os investidores.

O fluxo de caixa dos financiamentos é a única fonte de recursos para o pagamento de principal e juros dos ABS aos investidores, exceção para os títulos emitidos pelas GSEs (*Ginnie Mae*, *Fannie Mae* ou *Freddie Mac*), que contam com garantia do emissor. Nos *covered bonds*, além do fluxo de caixa do emissor, os investidores contam com a garantia do *pool* de financiamentos imobiliários, em caso de insolvência do emissor.

O *pool* de ativos dos *covered bonds* tende a ser dinâmico, uma vez que os ativos são repostos pelo emissor à medida que perdem qualidade ou são liquidados antecipadamente. Nos ABS ou nos MBS, de forma geral, o *pool* é estático e permanece vinculado aos bônus até o vencimento¹.

¹ Em alguns casos, na emissão de ABS ou MBS é prevista a reposição dos ativos.

Os *covered bonds* são estruturados de forma a evitar pré-pagamentos antes do vencimento dos bônus, mesmo em caso de insolvência do emissor. Caso ocorram pré-pagamentos dos *covered bonds* antes de seu vencimento, não sendo os recursos suficientes para cobrir principal e juros, os investidores ainda contam com o fluxo de caixa dos demais ativos do emissor. Os investidores dos ABS ou dos MBS não contam com nenhuma garantia adicional caso o evento de pré-pagamento não seja capaz de cobrir principal e juros.

Do ponto de vista do emissor, os *covered bonds* não representam alívio no requerimento de capital, ao passo que a transferência dos financiamentos para a securitização permite redução no capital requerido para fins de regulamentação prudencial.

Outro ponto a ser destacado, do ponto de vista regulatório, refere-se aos incentivos para boas práticas de originação. Isso é particularmente importante na emissão de *covered bonds*, uma vez que os financiamentos permanecem no balanço do emissor. No modelo “originar para distribuir”, amplamente utilizado na securitização, os incentivos para a boa originação podem ficar em segundo plano, gerando efeitos perversos para os investidores.

A Tabela 3.1 apresenta, de forma resumida, as principais diferenças entre os dois instrumentos de captação.

Tabela 3.1 Comparativo entre *covered bonds* e *asset-backed securities*.

Principais características	<i>Covered bonds</i>	<i>Asset-backed securities</i>
Motivação do emissor	Refinanciamento	Redução de risco, arbitragem regulatória, refinanciamento
Emissor	Originador dos empréstimos (geralmente)	Entidade especial
Recurso contra o originador (direito de regresso)	Sim	Geralmente, não
Estrutura	Ativos normalmente são mantidos no balanço, e são identificados como pertencentes ao <i>cover pool</i>	Ativos são transferidos para a entidade especial
Impacto no requerimento de capital do originador	Nenhum	Redução
Impacto no requerimento de capital do investidor	Redução ^(*)	Nenhum
Restrições legais para o emissor ou para o <i>collateral</i> elegível	Sim (se emitido sob legislação específica)	Geralmente, não

Continua

Principais características	<i>Covered bonds</i>	<i>Asset-backed securities</i>
Pool de ativos	Geralmente, dinâmico	Predominantemente, estático
Transferência do <i>pool</i> de ativos para os investidores	Limitada (qualidade controlada regularmente pelos <i>trustees</i> ou agências de <i>rating</i>)	Geralmente, alta
Pré-pagamento de ativos	Ativos são repostos	Geralmente, são totalmente repassados para os investidores
Tranching	Nenhuma	Comum
Coupon	Predominantemente, fixo	Predominantemente, flutuante ^(**)

^(*) Apenas para os países da União Europeia.

^(**) No mercado americano, é predominantemente fixo.

Fonte: *BIS Quarterly Review*, set. 2007.

MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO

Usualmente, as principais fontes de captação dos bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário concentram-se nos depósitos captados do público (depósitos à vista, depósitos a prazo e depósitos de poupança), denominados na literatura internacional como *core deposits*. Em virtude de serem predominantemente instrumentos de captação de varejo, geralmente se caracterizam por instrumento de captação mais estável.

Com base em dados de agosto de 2010, divulgados pelo Banco Central do Brasil, os depósitos a prazo representam a maior parte dos depósitos: 54% (R\$ 577 bilhões), seguidos pelos depósitos de poupança: 33% (R\$ 353 bilhões) e pelos depósitos à vista: 13% (R\$ 142 bilhões). Os depósitos de poupança destacam-se como principal fonte de recursos para os financiamentos imobiliários, tendo em vista que 65% de seu saldo devem ser obrigatoriamente aplicados nesse tipo de financiamento, por imposição regulamentar¹.

Além dos depósitos, as instituições financeiras podem emitir títulos de crédito com características específicas determinadas em lei, que servem como fonte de recursos para os financiamentos imobiliários, tais como: letras hipotecárias (LH) e letras de crédito imobiliário (LCI).

As LH, cuja base legal é o Decreto-Lei n. 2.287/86 e a Lei n. 7.684/88, e as LCI, instituídas pela Lei n. 10.931/04, caracterizam-se por serem títulos de renda fixa com lastro em financiamentos imobiliários. A LCI foi criada com o objetivo de substituir a LH, uma vez que aceita como lastro créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de coisa imóvel, enquanto a LH aceita apenas créditos imobiliários garantidos por hipoteca. De forma geral,

¹ O direcionamento obrigatório dos depósitos de poupança está regulamentado pela Resolução n. 3.347, de 8 de fevereiro de 2006.

as legislações das letras são semelhantes; por esse motivo, a descrição a seguir concentrar-se-á apenas na LCI, uma vez que a maior parte das novas contratações de financiamentos imobiliários é garantida por alienação fiduciária.

A LCI tem prazo mínimo de 36 meses, quando atualizada por índices de preços em periodicidade mensal. Ela pode contar com garantia fidejussória adicional do emissor. A soma do principal dos créditos imobiliários utilizados como garantia na emissão da LCI não poderá ser inferior ao valor de face da LCI, podendo ser substituídos a critério do emissor ou mediante solicitação justificada do credor. Além disso, o prazo de vencimento da LCI não poderá ser superior ao prazo dos créditos que servem de lastro.

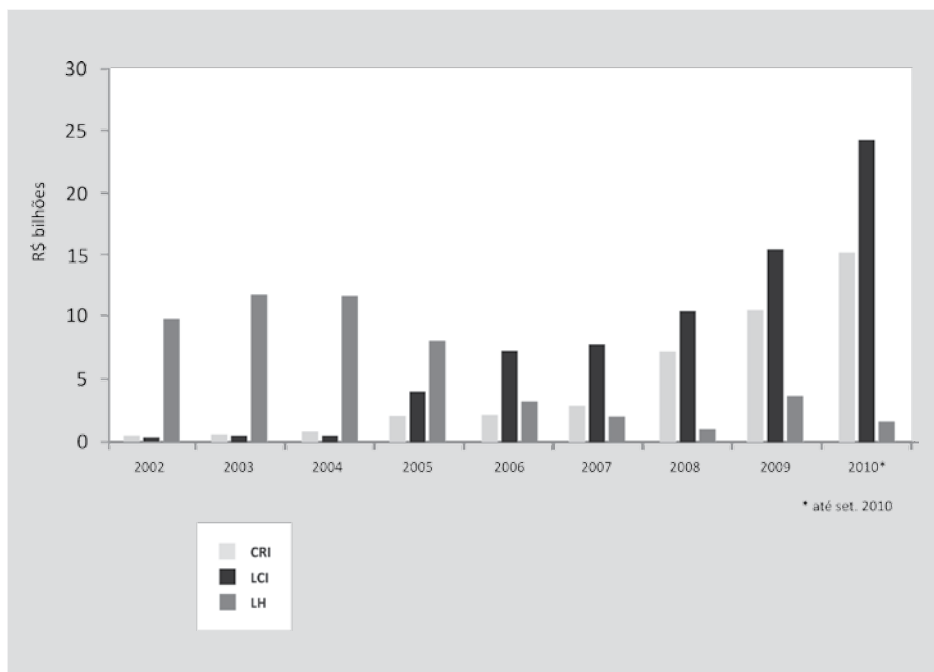
Outro título com lastro imobiliário é a cédula de crédito imobiliário (CCI), título executivo extrajudicial representativo de créditos imobiliários, emitido pelo credor do crédito, pessoa física ou jurídica, com ou sem garantia, real ou fidejussória, sob forma escritural ou cartular. Esse título foi criado para facilitar a cessão de operações de créditos sem necessidade de registro em cartório de imóveis. Esses títulos, geralmente, servem de lastro para emissões de certificados de recebíveis imobiliários (CRI).

Os CRIs, instituídos pela Lei n. 9.514/97, são títulos de crédito nominativos, de livre negociação, lastreados em créditos imobiliários, de emissão exclusiva das companhias securitizadoras de créditos imobiliários. Os CRIs podem ser considerados os MBS brasileiros. As emissões de CRI, em 2009, foram de cerca de 30% das operações conhecidas como de crédito imobiliário² e o restante por operações chamadas de corporativas. As primeiras são aquelas em que construtoras, incorporadoras ou instituições financeiras transferem sua carteira de crédito imobiliário para a securitizadora, que irá utilizá-la como lastro para a emissão do CRI. Já as denominadas corporativas são lastreadas em contratos de locação empresarial. Os modelos mais utilizados são os denominados *built-to-suit* — em que as obras são feitas sob medida para o inquilino — ou o *sale-and-lease-back*. Neste último, a empresa possui o imóvel, mas decide vendê-lo e tornar-se inquilina do comprador, a fim de reduzir o peso de seu imobilizado.

O Gráfico 4.1 mostra a evolução do estoque desses ativos registrados na Cetip – Balcão Organizado de Ativos e Derivativos. A partir de 2005, observa-se crescimento na emissão de todos os ativos, com destaque para o efeito substituição da LH pela LCI.

² Dados divulgados no *Anuário 2010 – Finanças Estruturadas*, elaborado pela Uqbar.

Gráfico 4.1 Estoque de títulos com lastro imobiliário registrados na Cetip.



Fonte: Cetip.

Algumas das características das LH e das LCI assemelham-se aos *covered bonds* emitidos na Europa e nos Estados Unidos. A principal diferença é que os *covered bonds* contam com regime especial em caso de insolvência do emissor. Os investidores em *covered bonds* contam com a proteção dual dos bônus, garantia do emissor e dos créditos constantes do *pool* de ativos. Além disso, os *covered bonds* têm mercado secundário bastante líquido, contando com participação de formadores de preços (*market-makers*). As agências de classificação de risco têm papel bastante ativo nesse mercado, tanto na emissão quanto no monitoramento do *pool* de ativos, em alguns países. No caso da LH e da LCI, os investidores estão expostos ao risco do emissor dos papéis, não contando com garantias adicionais, apesar de suas emissões estarem lastreadas em créditos imobiliários.

Os *covered bonds* apresentam-se como alternativa ao mercado brasileiro como forma de *funding* para as instituições financeiras, pois os bancos não precisariam transferir suas carteiras de crédito imobiliário como ocorre na emissão de CRI. Além disso, como o mercado brasileiro é caracterizado pela existência de grandes bancos de varejo, a criação de título de crédito que contemple as principais características dos *covered bonds* pode dinamizar o mercado imobiliário

brasileiro, ampliando as fontes de captação para novos financiamentos. Estudos apresentados recentemente indicam que os recursos de poupança não serão capazes de suprir a demanda por novos financiamentos imobiliários, tendo em vista o crescimento observado no mercado nos últimos anos. Nesse contexto, os *covered bonds* apresentam-se como fonte alternativa de captação a longo prazo.

Para a adoção dos *covered bonds*, a legislação brasileira deveria instituir a criação de título de crédito à semelhança das LH e das LCI, incluindo as características essenciais dos *covered bonds*, tais como: (a) o emissor deve ser instituição financeira que possa atuar no mercado de crédito imobiliário, sujeita à supervisão bancária especial; (b) os detentores dos títulos devem ter direitos de forma prioritária sobre o *pool* de ativos em relação aos demais credores da instituição, em caso de insolvência do emissor; (c) a instituição emissora deverá possuir ativos suficientes para cobrir os direitos dos detentores dos títulos durante todo o tempo de maturidade dos bônus; e (d) deverá haver designação de monitor independente para assegurar as obrigações da instituição emissora em relação aos ativos elegíveis, de forma a garantir os direitos dos investidores, com aprovação do supervisor bancário.

Além disso, a padronização dos financiamentos imobiliários, bem como dos títulos emitidos, e a presença de *market-makers*, são fundamentais para incentivar o desenvolvimento de mercado secundário para esse novo instrumento de captação.

Atualmente, o mercado de títulos lastreados em ativos imobiliários ainda é muito pequeno, representando menos de 3% do mercado de títulos públicos no Brasil, considerado o mais ativo. O desenvolvimento ainda incipiente do mercado de títulos privados representará um desafio adicional para a criação do mercado de *covered bonds* no Brasil. Esse fator será de fundamental importância para a consolidação desse mercado no Brasil, assim como ocorreu na Europa.

Este estudo apresentou as características essenciais dos *covered bonds*, título largamente utilizado no mercado europeu como instrumento de captação a longo prazo para as instituições atuantes no mercado imobiliário, apresentando-se como alternativa de *funding* para o mercado brasileiro.

O mercado brasileiro caracteriza-se pela atuação de grandes bancos, cuja principal fonte de recursos se baseia na captação de depósitos, especialmente os depósitos de poupança. O mercado de títulos privados com lastro em financiamentos imobiliários ainda é incipiente quando comparado ao mercado de títulos públicos. Diante do atual cenário, os *covered bonds* podem ser apontados como alternativa de fonte de recursos a longo prazo para o mercado brasileiro.

A permanência dos financiamentos no balanço do emissor gera incentivos para boas práticas de originação, com adequada avaliação de risco. Essa característica se mostrou adequada do ponto de vista dos supervisores bancários, evitando arbitragem regulatória, principalmente após a crise financeira internacional.

Pelo lado do emissor, a criação de relacionamento de longo prazo com os clientes possibilita a venda de outros produtos bancários durante todo o período de relacionamento. Além disso, o monitoramento contínuo dos riscos vinculados às operações durante toda a sua vida gera externalidades positivas para a estabilidade do sistema financeiro. A administração de ativos e passivos por parte do emissor, com a adequada compatibilização de prazos dos instrumentos de captação e aplicação, destaca-se como aspecto relevante, quando da utilização de instrumentos de captação a longo prazo como os *covered bonds*.

Adicionalmente, acrescenta-se que, no mercado europeu, o custo de emissão desses títulos situa-se entre os prêmios de risco de títulos soberanos, considerados livres de risco, e títulos não garantidos pelo emissor. Isso garante maior rentabilidade para o investidor sem representar maior exposição ao risco de crédito, dada

a garantia dual do instrumento. Essas premissas podem sinalizar que o custo de captação dos *covered bonds* brasileiros poderá ser inferior ao observado aos instrumentos de captação a longo prazo disponíveis no mercado atualmente.

Importa ressaltar, ainda, que no mercado europeu, apesar de o custo de emissão dos *covered bonds* ser inferior aos custos incorridos pela securitização, os mercados são considerados complementares, pois contam com a participação das principais instituições financeiras nos dois mercados.

Nesse contexto, conclui-se que o desenvolvimento de instrumento de captação a longo prazo, à semelhança dos *covered bonds* europeus, será de fundamental importância para a dinamização do mercado imobiliário brasileiro.

REFERÊNCIAS

AVESANI, Renzo G.; PASCUAL, Antonio García; RIBAKOVA, Elina. *The use of mortgage covered bonds*. IMF Working Paper, WP/07/20, Jan., 2007.

BANK OF AMERICA & MERRIL LYNCH. *Covered bonds: the problem with liquidity mismatches*. Abr., 2009.

———. *Covered bonds: the problem with asset encumbrance*. Mar., 2009.

———. *RMBS versus covered bonds: different but similar?* Jul., 2010.

COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS. *O crédito hipotecário na EU*. Livro verde, 2005.

COSTA, Cristina. *Outlook & developments for European covered bonds*. 2004.

DEUTSCHE BANK. *Prospects for the US Covered Bond Market*. Fixed Income Special Report. Ago., 2008.

EUROPEAN MORTGAGE FEDERATION. *Covered Bonds & Mortgage-Backed Securities in the European Union*. Nov., 2004.

———. *A review of Europe's Mortgage and Housing Markets Covered*. Nov., 2007.

EUROPEAN COVERED BOND COUNCIL. *European Covered Bond Fact Book – 1st Edition*. Ago., 2006.

———. *European Covered Bond Fact Book – 2nd Edition*. Ago., 2007.

———. *European Covered Bond Fact Book – 3rd Edition*. Ago., 2008.

———. *European Covered Bond Fact Book – 4th Edition*. Set., 2009.

———. *European Covered Bond Fact Book – 5th Edition*. Set., 2010.

EUROPEAN CENTRAL BANK. *Final Monthly Report on the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme*. Jun., 2010.

FINANCIAL SERVICES AUTHORITY – FSA. *Regulated Covered Bonds*. FSA Handbook. Março, 2008.

FITCH RATINGS. *Comparative Study of European Covered Bonds*. Julho, 2006.

———. *Covered Bonds Rating Criteria – Stop or Continue?* Jul., 2006.

MERRIL LYNCH. *Covered Bonds Re-Discovered*. Out., 2006.

MOODY'S RATING. *European Covered Bond Legal Frameworks: Moody's Legal Checklist*. Dez., 2005.

———. *Moody's Rating Approach to European Covered Bonds*. Jun., 2005.

PACKER, Frank; STEVER, Ryan; UPPER, Christian. *The covered bond market*. BIS Quarterly Review. Set., 2007.

RUDOLF, Markus; SAUNDERS, Anthony. *Refinancing Real Estate Loans – Lessons to be Learned from the Subprime Crisis*. 2009.

Uqbar. Anuário 2010 – Finanças Estruturadas. 2010. Disponível em: <http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/Publicacoes_eletronicas.jsp>. Acesso em: ago. 2010.

US THE DEPARTMENT OF TREASURY. *Best Practices for Residential Covered Bonds*. Jul., 2008.

ABECIP – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO E POUPANÇA

PRESIDENTE

Luiz Antonio Nogueira de França (Itaú)

VICE-PRESIDENTES

Titular: Anésio Abdalla (Cobansa)

Suplente: Teresa Josefina S. B. Rezende (CHB)

Titular: Rodrigo Cury (Citi)

Suplente: Sergio Piacentini (Citi)

Titular: Antonio P. Barbosa (HSBC)

Suplente: Laércio Roberto de Souza (HSBC)

Titular: Fernando Brasileiro (Cibrasec)

Suplente: Onivaldo Scalco (Cibrasec)

Titular: José Urbano Duarte (Caixa)

Suplente: Teotonio Costa Rezende (Caixa)

Titular: José de Castro Neves Soares (Poupex)

Suplente: José Flávio Rabelo Adriano (BRB)

Titular: José Roberto Machado Filho (Santander)

Suplente: Fernando Baumeier (Santander)

Titular: Hus Morgan Daroque (Itaú)

Suplente: Fabrício Camillo Lopes de Almeida (Itaú)

Titular: Marco Antonio Andrade de Araújo (BMB)

Suplente: Antonio Cota Malaquias (BMB)

Titular: Gueitiro Matsuo Genso (Banco do Brasil)

Suplente: Sergio Augusto Kurovski (Banco do Brasil)

Titular: Octávio de Lazari Júnior (Bradesco)

Suplente: Osmar Roncolato Pinho (Bradesco)

Titular: Nylton Velloso Filho (Economisa)

Suplente: Paulo Eduardo C. da Costa (Família Paulista)

Titular: Guilherme Cassel (Banrisul)

Suplente: Daisy Divina Godoi (Banrisul)

DIRETOR EXECUTIVO

Filipe F. Pontual

2011 © Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip)
ISBN 978-85-60910-05-2

Todos os direitos reservados. Nenhuma parte deste livro poderá ser reproduzida, sob qualquer forma, sem prévia autorização da Abecip.

Os trabalhos publicados não traduzem a opinião da Abecip. Sua publicação obedece ao propósito de ampliar o diálogo com a sociedade e promover um intercâmbio de ideias, visando à adaptação de melhores práticas rumo ao desenvolvimento sustentável do País.

Realização:

Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip)
Av. Brigadeiro Faria Lima, 1.485 – 13º andar – Torre Norte – Jd. Paulistano
CEP 01452-921 – São Paulo – SP
Fone: (11) 3286-4855
www.abecip.org.br

Coordenação: Zuleica Ferreira Passini

Produção editorial e gráfica:

Et Cetera Editora
Rua Carábas, 176 – Casa 8 – Pompeia
CEP 05020-000 – São Paulo – SP
Fones: (11) 3368-5095 / 3368-4545
www.etceteraeditora.com.br

Ilustração: Mauricio Negro

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

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)

1. Crédito imobiliário – Brasil 2. Financiamento imobiliário – Brasil
3. Funding 4. Poupança e investimento I. Série.

11-13599

CDD-332.720981

Índices para catálogo sistemático:

1. Brasil : Crédito imobiliário : Alternativa de funding : Economia Financeira 332.720981
2. Crédito imobiliário brasileiro : Alternativas funding : Economia Financeira 332.720981

Este livro foi impresso no Brasil
pela Yangraf Gráfica e Editora.

O mercado imobiliário vive um momento promissor. Uma comparação entre o momento atual e do lançamento do Prêmio Monografia, em 2006, evidencia a enorme expansão do crédito imobiliário, nos últimos anos.

Nesse ambiente favorável, a divulgação dos trabalhos vencedores do 3º Prêmio Abecip de Monografia contribui para o estudo e a discussão de questões relevantes sobre o setor, permitindo aprofundar o conhecimento sobre o financiamento habitacional no País.

Nesta edição, foram premiados trabalhos sobre dois temas: o *funding* do mercado imobiliário e os sistemas de amortização adotados no Brasil e em outros países.

São oportunas as iniciativas destinadas ao fomento à pesquisa e à inovação no segmento, bem como a qualificação dos profissionais envolvidos nesse processo de crescimento marcado por enorme dinamismo.

Ensino superior, de alta qualidade, e mercado de trabalho precisam andar juntos. Políticas nessa direção devem ser, mais do que enfatizadas, implantadas.

É esse o foco do Prêmio Abecip de Monografia, instituído com vistas a estimular profissionais e estudantes a desenvolver trabalhos sobre temas presentes na vida econômica das empresas, inseridos numa agenda moderna. O propósito da premiação é propiciar o acesso amplo dos interessados no mercado imobiliário brasileiro.

realização



patrocínio



Bradesco



ISBN 978-85-60910-05-2



9 788560 910052