



ESCOLA POLITÉCNICA DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE CONSTRUÇÃO CIVIL
GRUPO DE ENSINO E PESQUISA EM REAL ESTATE

NÚCLEO DE REAL ESTATE
REAL ESTATE RESEARCH GROUP

Texto para Coluna do NRE-POLI
na Revista Construção e Mercado – Pini – Maio 2009

**A SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS RESIDENCIAIS E A CRISE
FINANCEIRA MUNDIAL**

Prof. M.Eng. Alessandro Olzon Vedrossi

O desenvolvimento do mercado imobiliário só é possível com a agregação de recursos provenientes de investimentos de longo prazo. A existência de financiamento para a aquisição de um imóvel não é uma opção, mas sim, integrante do processo. Esta afirmação provém dos seguintes fatores: (i) o bem imobiliário possui valor monetário expressivo em relação aos outros bens disponíveis no mercado e à capacidade financeira do adquirente, e (ii) os empreendimentos imobiliários devem ser produzidos dentro de um prazo considerado econômico, já que o aumento exagerado de seu prazo de produção implica diretamente no aumento de seus custos.

O principal modelo de financiamento imobiliário residencial vigente no Brasil é baseado no direcionamento de recursos da poupança através da Caixa Econômica Federal e bancos comerciais, de acordo com as regras do SFH - Sistema Financeiro da Habitação. Esse modelo depende da capacidade da instituição financeira em, além de originar, manter os créditos imobiliários dentre seus ativos, financiados por passivos com característica de curto do prazo, caso da poupança.



Uma outra forma de financiar um ativo de longo prazo é através da emissão de títulos de investimento que sejam representativos desse mesmo ativo, ou seja, por meio da securitização desse ativo. Nesse caso, o financiamento é dado por investidores interessados em instrumentos de investimento de longo prazo. A securitização de recebíveis imobiliários residenciais é, portanto, uma alternativa para o equacionamento de fundos de longo prazo necessário ao mercado consumidor de imóveis residenciais.

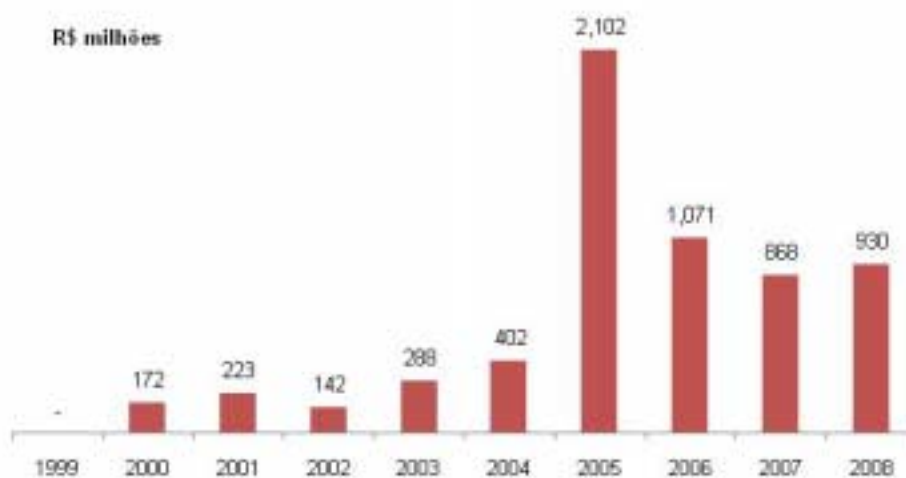
As estruturas de securitização permitem a formatação, a partir de um único portfólio de ativos, de títulos de investimento com diferentes perfis de risco e rentabilidade, buscando atrair investidores de diferentes perfis. Uma das estruturas mais utilizadas para esse fim é a subordinação, que consiste na emissão de títulos de séries distintas, onde o recebimento de recursos para os títulos de determinada série (subordinada) é dependente do recebimento de recursos de outra série (sênior). Nesse caso, a performance de determinada série está subordinada à performance da série sênior.

A securitização de recebíveis imobiliários foi regulamentada no Brasil com a Lei 9.514/97, com a instituição dos CRIs - Certificados de Recebíveis Imobiliários, títulos de investimento lastreados em recebíveis imobiliários, e da criação das Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários, além do instituto da alienação fiduciária de bens imóveis. Embora regulamentada desde de 1997, a participação das operações de securitização de recebíveis imobiliários como fonte de recursos de financiamento imobiliário residencial tem sido ainda marginal. Estima-se que em 2008, o volume total de emissão de CRIs com lastro em recebíveis residenciais efetivamente colocados junto ao mercado investidor tenha sido ao redor de R\$600 milhões, uma fração do volume de originação de créditos através do SFH (incluindo o FGTS), de



aproximadamente R\$40 bilhões.

Volume anual de emissão de CRIs com registro na CVM



A implementação de um sistema de securitização que permitiria sua utilização como uma forma eficiente de financiamento ao mercado imobiliário depende de basicamente três fatores: (i) existência de um mercado investidor amplo com apetite a investimentos de diversas características; (ii) existência de um marco legal e regulatório abrangente e eficaz, transferindo segurança aos investidores; e (iii) ambiente macroeconômico favorável. É possível afirmar que esses três fatores estão atualmente presentes no mercado brasileiro, o que abre caminho para a expansão desse mercado.

Apesar de sua utilização no mercado imobiliário estar muito aquém de seu potencial, a securitização tem se colocado como uma alternativa para o financiamento de diversos tipos de ativos, com destaque ao crédito direto ao consumidor e crédito consignado;



através dos FIDCs - Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. As operações de securitização desses ativos se desenvolveram mais rapidamente devido principalmente ao fato destes ativos serem de médio prazo e possuírem taxas de juros a preços de mercado, com *spread* suficiente para remunerar os investidores.

O mercado investidor

Os investidores são a força matriz no desenvolvimento de um mercado de securitização eficaz e eficiente. No Brasil, o volume de recursos alocados junto aos investidores institucionais é expressivo, com capacidade de fomentar um modelo de financiamento de crédito imobiliário através de investimentos de longo prazo.

O volume total de ativos dos fundos de pensão brasileiros é da ordem de R\$ 415 bilhões, com uma alocação ao redor de 65% em ativos de renda fixa, característica dos CRIs. Esses investimentos ainda são em grande parte, direta ou indiretamente, títulos públicos que, em sua maioria, possuem características de médio e curto prazo. O perfil desses ativos tem mudado bastante ao longo dos últimos anos, com a introdução de ativos de longo prazo, fruto da estabilidade econômica.

O desafio inicial é atrair esses investidores para o mercado de CRIs, com papéis que tenham volume, liquidez e remuneração condizentes com sua classificação de risco.

O novo cenário

A atual crise financeira mundial (que muitos ainda denominam de crise do *subprime*) teve como um de seus fatores de eclosão o setor de crédito imobiliário nos Estados Unidos, movido principalmente por operações de securitização. A questão que surge é se efetivamente pode-se culpar as estruturas de securitização por tal crise.



Para entendermos e discutirmos melhor essa questão, é importante uma análise da situação do mercado de capitais americano nos últimos anos. Um primeiro aspecto foi a criação de diversas categorias de derivativos financeiros, que aumentaram significativamente a alavancagem do sistema financeiro como um todo, sem o respectivo monitoramento, já que muitas dessas operações eram privadas. Um segundo ponto importante foi o excesso de liquidez dos mercados, o que diminuiu substancialmente os *spreads* das operações financeiras, levando à discussão sobre a calibragem do prêmio pelo risco que norteia qualquer decisão de investimento.

Esse excesso de liquidez propiciou também a criação de veículos de financiamento como os chamados CDOs (*Collateralized Debt Obligations*) ou SIVs (*Special Investment Vehicles*), compostos muitas vezes por ativos financeiros derivados, como, por exemplo, uma série subordinada de uma emissão de securitização. Essa derivação em alguns casos chegava a ser de terceira ordem, o que tornava difícil a análise de riscos dos ativos e, conseqüentemente, questionável qualquer classificação de risco dos papéis lastreados nesses ativos.

Dessa forma, pode-se concluir que a securitização por si só não poderia ser o fato desencadeador desses acontecimentos. Não há dúvida de que é possível criar títulos de investimento que tenham perfil de risco claro e transparente, a partir da securitização de recebíveis imobiliários, além de contarem com o lastro em créditos de qualidade.

Do ponto de vista do mercado imobiliário brasileiro, a existência do SFH tem sido fundamental e assim deverá ser por vários anos, considerando a importância da poupança como instrumento de investimento da grande maioria da população.



Mesmo assim, o mercado de crédito imobiliário residencial no Brasil representa ainda uma fração muito pequena de seu potencial. Diversos estudos citam que no Brasil o volume total de crédito imobiliário representa entre 2% e 3% do Produto Interno Bruto (PIB). Em países como o México e o Chile, essa relação é da ordem de 12% e 18%, respectivamente. Ou seja, para que o mercado de crédito imobiliário brasileiro efetivamente se desenvolva a longo prazo, é fundamental a co-existência de outras alternativas de financiamento, e, sem dúvida, a securitização de recebíveis imobiliários através de CRIs se coloca como uma alternativa viável.
