

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
ESCOLA DE ENGENHARIA CIVIL

ARISTÓTELES MARQUES BRAGA FILHO
CAIO JOSÉ SILVA MOREIRA

FINANCIAMENTOS IMOBILIÁRIOS:
EMISSÃO DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS
IMOBILIÁRIOS SOB O FOCO DO INCORPORADOR

Goiânia

2008

ARISTÓTELES MARQUES BRAGA FILHO
CAIO JOSÉ SILVA MOREIRA

FINANCIAMENTOS IMOBILIÁRIOS:
EMISSÃO DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS
IMOBILIÁRIOS SOB O FOCO DO INCORPORADOR

Trabalho de conclusão de
curso de graduação em
Engenharia Civil da
Universidade Federal de
Goiás.

Área de concentração:
Construção Civil

Orientador: Prof. MSc.
Márcio Belluomini Moraes

Goiânia

2008

ARISTÓTELES MARQUES BRAGA FILHO
CAIO JOSÉ SILVA MOREIRA

FINANCIAMENTOS IMOBILIÁRIOS:
EMISSÃO DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS
IMOBILIÁRIOS SOB O FOCO DO INCORPORADOR

Trabalho de conclusão de curso aprovado
em _____ de _____ de 2008, pelo orientador:

Prof. MSc. Márcio Belluomini Moraes

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradecer à suprema personalidade de Deus, que nos ilumina todos os dias e nos ajudou a terminar esse trabalho e nos dá forças para lutar.

Aos nossos pais, pela confiança e investimentos de tempo e esforço para nos proporcionar as condições necessárias para a conclusão do curso de graduação.

À família, amigos e nossas respectivas companheiras pela paciência e compreensão durante a elaboração do trabalho.

Ao Professor Márcio Belluomini Moraes, pelo incentivo, orientação e ensinamentos acadêmicos e não-acadêmicos ministrados durante todas as etapas deste trabalho, sendo solícito nos momentos os quais foi requisitado.

Ao empresário Antônio Carlos da Costa, por todo o apoio e ajuda fornecido durante o desenvolvimento do projeto, contribuindo com sua experiência profissional no setor imobiliário.

Ao economista Nelson Reis Monteiro, pelo tempo despendido e a prestatividade no esclarecimento de processos na área econômica ligados ao tema proposto no trabalho.

Ao engenheiro Fernando Coe Razuk, pela atenção e paciência dedicadas à colaboração e melhoria do trabalho com sua experiência no tema abordado.

SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS.....	7
LISTA DE TABELAS.....	8
RESUMO.....	9
ABSTRACT.....	10
1. INTRODUÇÃO.....	11
2. FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO NO BRASIL.....	14
2.1 - A HABITAÇÃO NO BRASIL.....	14
2.2 - O SISTEMA FINANCEIRO DE HABITAÇÃO.....	15
2.3 - A ABERTURA DE CAPITAL DO MERCADO IMOBILIÁRIO.....	24
3. SECURITIZAÇÃO.....	28
3.1 - HISTÓRICO.....	28
3.1.1 - O TERMO SECURITIZAÇÃO.....	29
3.1.2 - CONCEITO DE SECURITIZAÇÃO.....	30
3.1.3 - LEGISLAÇÃO.....	32
3.1.4 - IMPORTÂNCIA DA SECURITIZAÇÃO.....	33
3.2 - SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS.....	34
3.2.1 - DEFINIÇÃO DE RECEBÍVEIS.....	34
3.2.2 - AGENTES DE SECURITIZAÇÃO.....	34
3.3 - AGENTES ENVOLVIDOS NO PROCESSO DE SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS.....	38
3.3.1 - O PAPEL DA CVM.....	38
3.3.2 - INCORPORADOR.....	39
3.3.3 - AGENTE FIDUCIÁRIO.....	39
3.3.4 - ESTRUTURADOR.....	40
3.3.5 - DISTRIBUIDOR.....	40
3.3.6 - CUSTODIANTE.....	41
3.3.7 - AUDITOR.....	41
3.3.8 - AGÊNCIA CLASSIFICADORA.....	42

3.4	- AÇÃO DOS AGENTES NO PROCESSO DE SECURITIZAÇÃO..	43
4.	EMISSÃO DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS..	46
4.1	- DEFINIÇÃO DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS.....	46
4.2	- ESTRUTURA DE EMISSÃO DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS.....	47
4.2.1	- O PROCESSO DE EMISSÃO DE CRIS	47
4.2.2	- INFORMAÇÕES OBRIGATÓRIAS PARA O REGISTRO DO CRI.....	51
4.2.3	- CLASSIFICAÇÃO DE <i>RATING</i> DOS CONTRATOS E DOCUMENTAÇÃO.....	53
5.	OPINIÃO DOS ESPECIALISTAS EM MERCADO IMOBILIÁRIO E OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO.....	62
5.1	- OPINIÃO DO ECONOMISTA NELSON MONTEIRO, GRADUAL CORRETORA	62
5.2	- OPINIÃO DO EMPRESÁRIO ANTÔNIO CARLOS, TROPICAL IMÓVEIS.....	63
5.3	- OPINIÃO DO ENGENHEIRO CIVIL FERNANDO RAZUK, EBM INCORPORADORA.....	65
6.	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	68
7.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	69

LISTA DE FIGURAS

Figura 2.1 - Número de unidades habitacionais financiadas pelo sistema financeiro da habitação - SBPE e FGTS (1965 - 2007).	17
Figura 2.2 - Volume de emissão de Certificado de Recebíveis Imobiliários por ano, em milhões de reais.	27
FIGURA 3.1 - Processo de securitização por SPE.	36
FIGURA 3.2 - Processo de securitização por Companhia Securitizadora.	37
FIGURA 3.3 - Processo de securitização.	45
Figura 4.1 - Fluxo de pagamento antes e depois da cessão/venda dos créditos.	50

LISTA DE TABELAS

Tabela 1	- Características dos contratos admitidos pela CIBRASEC.....	55
----------	--------------------------------------------------------------	----

RESUMO

O objetivo deste trabalho é apresentar o Estado da Arte de financiamento de ativos imobiliários com ênfase na emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), como uma alternativa viável de financiamento imobiliário, utilizando o mercado financeiro. Serão explicados o processo de securitização, entidades envolvidas, as condições e restrições para uma boa classificação do imóvel - *rating* - através de um exemplo real de uma securitizadora. Para um melhor entendimento fez-se uma revisão da história do financiamento imobiliário, desde o seu surgimento no Brasil, e de assuntos básicos relativos à securitização de recebíveis, emissão de CRIs e resultados obtidos no mercado financeiro. Além disso, foram entrevistados profissionais do ramo imobiliário e financeiro, com experiência em processos de securitização de recebíveis imobiliários que expressam suas respectivas visões sobre este produto financeiro e o cenário atual do mercado goiano.

ABSTRACT

The objective of this work is to show the art's state of Real Estate financing with emphasis in Real State Investment Trust (CRI) emissions as an alternative and viable way to financing immovable using the financial market. In this work will be explained the securitization process, the entities involved, the restrictions and conditions to achieve a good rating to the real estate beyond a real example of an agent of actions. For better understanding has been made a historical review of the financing immovable since its beginning in Brazil and basics subjects about the securitization, CRIs emissions and their results in the financial market. Beyond this, it was interviewed real estate and financial professionals, with experience in real estate securitization process and express their point of view about this financial product and the actual scenario of the market in Goias.

CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO

No mercado imobiliário, a previsão de lançamento de novas unidades é o mais importante indicador de desempenho futuro das empresas. Para tanto, o principal entrave para realização de novas obras está em conseguir recursos financeiros que venham a gerar um fluxo de caixa favorável. Objetivando atender a essas necessidades, muitos produtos financeiros foram criados para esse setor, cujo principal intuito é favorecer o fluxo de caixa para a empresa que necessite de capital.

Muitas empresas do ramo imobiliário optaram por financiamento oriundo de abertura de capital. De acordo com a revista EXAME dez/2007, "nada menos que 21 construtoras, incorporadoras ou corretoras de imóveis abriram capital nos últimos três anos, captando um total de 12,4 bilhões de reais". Porém, o resultado obtido ficou aquém do esperado, pois algumas empresas não cumpriram o prometido: "nove, das dezessete incorporadoras listadas na bolsa não haviam lançado metade do volume de imóveis previstos para o ano de 2007". Apesar desse mau desempenho, enfatiza a revista que "o mercado imobiliário é um forte candidato a uma onda de consolidação em 2008".

Visando associar os mercados imobiliário e financeiro, os fundos de investimento imobiliário se tornaram uma boa alternativa para financiamento de imóveis. Financiar empreendimentos que de alguma forma já existem é mais seguro do que buscar capital em empreendimentos que estão por vir (previsão de novas unidades), e o capital obtido tende a se tornar mais barato. Fundos lastreados em imóveis são considerados seguros e geram uma rentabilidade melhor do que fundos de renda fixa, tornando-os atrativos para o mercado financeiro.

Na visão do empreendedor, os recursos oriundos da venda de imóveis à prestação (recebíveis) não geram fluxo de caixa para realizar um novo empreendimento. A possibilidade de negociação desses recebíveis por um preço melhor do que o oferecido em operações de desconto bancário constituem uma boa alternativa de negócio. Contratos bem elaborados, por exemplo, geram uma carteira de recebíveis com uma classificação (*rating*) adequada para operações de securitização, o que possibilita melhores oportunidades de financiamento.

Visando apresentar um desses produtos financeiros como forma viável de financiamento, este trabalho tem por objetivo estabelecer o Estado da Arte referente ao financiamento de ativos imobiliários, com ênfase na emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), sob o foco do empreendedor.

O "Estado da Arte" revela o conhecimento técnico - científico desenvolvido a respeito de um objeto de estudo, num determinado período de tempo. No presente trabalho realizou-se uma ampla revisão bibliográfica, com ênfase em dissertações de mestrado, teses de doutorado e trabalhos de conclusão de MBAs sobre o tema.

No capítulo 2 é apresentado um histórico do financiamento imobiliário no Brasil, apontando seus principais problemas e o seu desenvolvimento até os dias atuais.

No capítulo 3 é explicado o processo de securitização, seu histórico no contexto mundial e nacional, conceito, legislação, órgãos regulamentadores e os agentes envolvidos.

O capítulo 4 aborda especificamente os CRIs, enfatizando aspectos legais e mercadológicos, processos e cuidados para sua emissão.

Apresenta-se no capítulo 5, através de entrevistas, a visão de especialistas sobre o uso de CRIs no mercado imobiliário para os cenários brasileiro e goiano.

CAPÍTULO 2 - FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO NO BRASIL

2.1 - A QUESTÃO HABITACIONAL NO BRASIL

A habitação no Brasil teve e ainda tem dificuldades no que se refere ao seu objetivo social. A dificuldade de controle da inflação, que durou até o período do Plano Real, foi historicamente o maior entrave para os financiamentos imobiliários eficazes. Atualmente, tem-se no Brasil um déficit habitacional na ordem de 7,2 milhões de moradias, de acordo com a Folha On-line. Segundo VEDROSSI [2002], devido ao aumento contínuo da inflação desde o final dos anos 50, a falta de mecanismos de proteção desses financiamentos, ou seja, a inexistência da correção monetária gerou uma grande corrosão dos mesmos, desviando a aplicação de novos recursos nesse setor. A Lei da Usura, nº 1.521, de 26 de dezembro de 1951, limitava os juros nominais a 12% ao ano, sendo que, como exemplificam RUDGE, AMENDOLARA [1997] apud VEDROSSI [2002], a inflação brasileira historicamente superava o patamar de 12% ao ano. De acordo com SIMONSEN [1996], essa escalada da inflação associada à limitação da taxa nominal de juros a 12% ao ano tornaram esses financiamentos altamente subsidiados e cada dia mais escasso.

A relação lei da usura x inflação, segundo MCM CONSULTORES ASSOCIADOS [1999] apud VEDROSSI [2002], foi a grande responsável pela redução da oferta de novos empréstimos para a compra de imóveis entre 1951 e 1964. Com isso, diz VEDROSSI [2002], o mercado imobiliário passou a sobreviver dos empreendimentos chamados "a preço de custo", em que os próprios adquirentes são responsáveis por todo o custo de construção, levando a uma conseqüente extensão dos prazos de construção e aumento de custos da obra.

2.2 - O SISTEMA FINANCEIRO DE HABITAÇÃO

CAMPAGNONE [1990] apud VEDROSSI [2002] resume que, no período entre 1951 e 1964, o financiamento imobiliário no Brasil conviveu com diversos níveis de intervenção pública. Entretanto, a questão da habitação popular só passou a ter uma conotação social no início do governo militar. Em 21 de agosto de 1964, a promulgação da lei 4.380 demonstrou uma maior preocupação do governo com a questão social da habitação. Tal lei instituiu a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, a criação do Banco Nacional da Habitação (BNH), Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo, além de outras providências. ALBUQUERQUE [1985] apud VEDROSSI [2002] acrescenta que a criação do BNH autorizou também "o funcionamento de sociedades de crédito imobiliário, a emissão de letras imobiliárias, além de outras providências visando a institucionalização de um sistema financeiro para aquisição de casa própria".

A Lei 4.380 [1964] estabelece que o Governo Federal, através do Ministro de Planejamento, formule 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 casa própria, especialmente para as classes da população com menor renda.

Com essa lei, foi criado, vinculado ao Ministério da Fazenda, o Banco Nacional da Habitação (BNH), que tinha como características e atribuições:

- i. Personalidade jurídica de Direito Público, patrimônio próprio e autonomia administrativa, gozando de imunidade tributária, e tendo como finalidade incentivar a formação de poupanças e sua canalização para o sistema financeiro da habitação;
- ii. Disciplinar o acesso das sociedades de crédito imobiliário ao mercado nacional de capitais;
- iii. Manter serviços de redesconto e de seguro para garantia das aplicações do sistema financeiro da habitação e dos recursos a ele entregues, manter serviços de seguro de vida e de renda temporária para os compradores de imóveis objeto de aplicações do sistema;
- iv. Refinanciar as operações das sociedades de crédito imobiliário e;
- v. Como principal atividade relevante, orientar, disciplinar e controlar o Sistema Financeiro da Habitação - SFH.

As empresas autorizadas a realizar operações no SFH (Sistema Financeiro de Habitação), sujeitas às normas do BNH (Banco Nacional de Habitação), eram as Caixas Econômicas, Sociedades de Crédito Imobiliário, Cooperativas Habitacionais, Sociedades de Poupança e Empréstimos e os Institutos de Previdência.

ANDRADE; AZEVEDO [1982] apud SCAGLIONE [1993] destaca que o BNH possuía, como principais objetivos associados, a articulação dos setores público e privado para promover a execução da política habitacional e a instituição de mecanismos para compensar os efeitos da inflação, através de reajustes aplicados aos contratos de empréstimo.

Desta forma, de acordo com SIMONSEN [1996] apud VEDROSSI [2002], generalizou-se o princípio da correção monetária

nestes empréstimos, correção esta que possuía como objetivos:

- i. Evitar que os mutuários amortizassem seus financiamentos em moeda desvalorizada;
- ii. Atrair poupanças privadas aos financiamentos habitacionais e;
- iii. Preservar a capacidade de refinanciamento do sistema, buscando a manutenção do valor real das prestações e do saldo devedor.

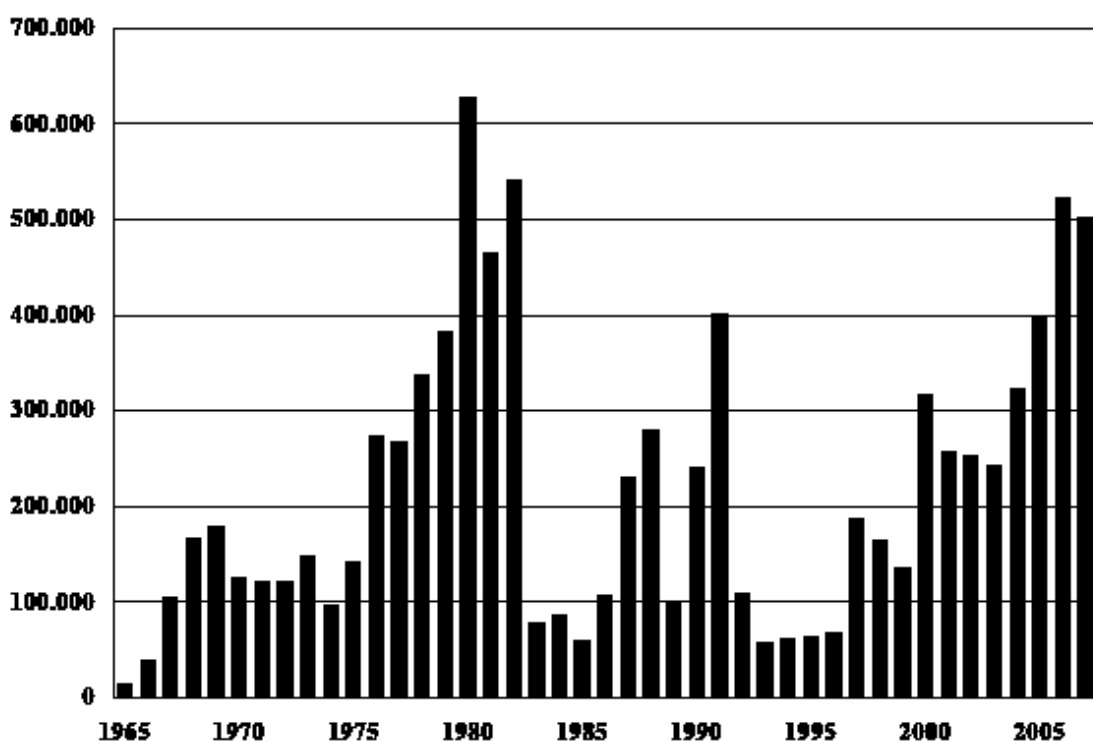


Figura 2.1 - Número de unidades habitacionais financiadas pelo sistema financeiro da habitação - SBPE e FGTS (1965 - 2007). Fonte Caixa Econômica Federal e BNH.

O Sistema Financeiro da Habitação foi criado com o objetivo de facilitar e promover a construção e a aquisição da casa própria ou moradia, especialmente pelas classes de menor renda da população. A figura 2.1 apresenta os dados da quantidade de imóveis financiados pelo Sistema Financeiro de Habitação entre 1965 e 2007. Esse sistema era integrado, e

para isso todas as aplicações (empréstimos) teriam por objeto, fundamentalmente, a aquisição de casa para residência do adquirente, sua família e seus dependentes, vedada qualquer aplicação em terrenos não construídos, salvo como parte de operação financeira destinada à construção da habitação. Para isso, conforme CAMPAGNONE [1990] apud VEDROSSI [2002], esses recursos seriam provenientes da captação via um novo instrumento mobiliário, as letras imobiliárias, além de um conjunto de recursos compulsórios provenientes de recolhimentos sobre folhas de pagamento. No entanto, o volume de recursos ingressos no sistema era reduzido.

Em setembro de 1966, foi criado o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), que, de acordo com MCM CONSULTORES ASSOCIADOS [1999] apud VEDROSSI [2002], criou o maior fundo institucional de poupança e capitalização do país, sendo seus recursos administrados e aplicados pelo BNH.

O Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) é constituído pelo total dos depósitos mensais que os empregadores depositam em contas abertas na Caixa Econômica Federal em nome dos seus empregados, cuja finalidade é dar suporte financeiro aos trabalhadores, principalmente na hipótese de demissão sem justa causa, mas também em outras situações específicas. Esses depósitos mensais são efetuados pelas empresas em nome de seus empregados, no valor equivalente ao percentual de 8% das remunerações que lhes são pagas ou devidas. A maior importância da criação do FGTS para a área habitacional é que esses recursos devem ser obrigatoriamente destinados para aplicações nas áreas de habitação, saneamento e infra-estrutura.

Segundo VEDROSSI [2002], aliado à poupança compulsória, criou-se também um instrumento que seria consagrado como o

mais popular dos instrumentos de captação de poupança pessoal em nosso país: o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e logo em seguida a caderneta de poupança, sendo parte dos seus recursos obrigatoriamente direcionados a aplicações dentro do SFH. Desde sua criação, as regras referentes ao direcionamento obrigatório dos recursos captados através da caderneta de poupança sofreram várias alterações. Está em vigor atualmente o regulamento anexo que da RESOLUÇÃO 3.347 [2006], editada pelo Banco Central do Brasil, disciplina o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança, determina como regra básica o seguinte direcionamento dos recursos da poupança:

- i. 65%, no mínimo, em operações de financiamento imobiliário, sendo 80% em operações no âmbito do SFH e o restante em operações a taxas de mercado, desde que a metade em financiamentos habitacionais;
- ii. 20% em encaixe obrigatório no Banco do Brasil;
- iii. Recursos remanescentes em disponibilidades financeiras e operações de caixa livre.

SIMONSEN [1996] e RUDGE; AMENDOLARA [1997] apud VEDROSSI [2002] afirmam que dessa forma o Sistema Financeiro de Habitação financiou um total de seis milhões de residências desde sua criação, sendo que em seu ápice, entre meados da década de 70 e início da década de 80, chegou a financiar cerca de 400 mil moradias por ano. ABDALLA apud VEDROSSI [1996] comenta que em 1980 chegaram a ser financiadas um total de 627 mil novas moradias.

Os contratos de financiamento realizados junto aos agentes do Sistema Financeiro da Habitação eram corrigidos trimestralmente através do reajuste monetário das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN). Este sistema de reajuste exigia novos instrumentos para o

financiamento habitacional, o que ocorreu em 1966 através da Instrução nº5, onde foram criados os Planos A e B.

O Plano A se baseava em correção anual das prestações, em função da variação do salário mínimo, ao passo que o saldo devedor era reajustado trimestralmente de acordo com a correção monetária ORTN. Os diferentes índices aplicados à correção das prestações e do saldo devedor poderiam provocar variações nos prazos de resgate em relação ao inicialmente contratado. No caso de haver saldo devedor findado o prazo, este poderia ser prorrogado por até 300 meses. De acordo com FERREIRA [2004], "a simples descrição das características básicas do Plano A permite concluir que se tratava de um esquema financeiramente inconsistente, o que, posteriormente, levaria à necessidade de criação do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS)".

O Plano B apresentava correção trimestral simultânea das prestações e do saldo devedor, segundo índice que o corrigia, ORTN, no período. Segundo FERREIRA [2004], "o Plano B pode ser caracterizado como financeiramente consistente, dado que seu esquema de reajustes leva necessariamente à total liquidação da dívida ao término do prazo contratual".

Conforme ABECIP [1994], pouco tempo após a criação do FGTS foi criado, em junho de 1967, através da Resolução do Conselho de Administração do BNH, RC nº25/67, o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS). Este fundo tinha como intuito garantir o limite da prorrogação de prazo para a amortização da dívida aos adquirentes da casa própria financiados pelo SFH, ficando responsável por cobrir o valor de eventuais resíduos de saldos devedores desses financiamentos junto aos agentes financeiros. A criação do FCVS decorreu da existência do plano de reajustamento das

prestações adotado naquela época. Com possíveis cenários de grande divergência entre os índices, foi estipulado que no caso de existência de saldo devedor, o número de prestações excedentes seria de 50% ao inicialmente fixado. Caso ainda houvesse saldo devedor, este seria liquidado pelo BNH, utilizando recursos do FCVS, junto ao agente financeiro.

Devido a inúmeras críticas sofridas pelo BNH com relação às incertezas sobre o número de prestações, foram criados por meio da RC nº36/69 o Plano de Correção Monetária (PCM) e o Plano de Equivalência Salarial (PES). Com esses planos, foram extintas quaisquer possibilidades de prorrogação do prazo original. O PES era basicamente igual ao Plano A, que reajustava as parcelas anualmente com a variação do salário mínimo e o saldo devedor trimestralmente com o ORTN. Contudo, havia uma novidade: o número de prestações passou a ser fixo e igual ao número de meses do prazo contratual, mesmo que o débito fosse extinto antecipadamente, cujo excedente iria para o FCVS. Caso ainda houvesse saldo devedor, o fundo absorveria esta dívida.

O PCM era exatamente igual ao Plano B, que limitava o valor da prestação a uma porcentagem do valor do salário e assegurava o limite contratual da dívida, aumentando assim a responsabilidade do FCVS, que seria o responsável por quitar eventuais saldos residuais. Caso o saldo devedor fosse quitado antes do prazo determinado, o mutuário deveria continuar a pagar as prestações até o fim do prazo, sendo estes recursos adicionais incorporados ao FCVS para ser utilizado em novos financiamentos. Porém, acontecia um descompasso entre os índices de inflação, que determinavam a correção monetária do SFH, e a correção dos salários, o que passou a gerar prestações com valores insuficientes para quitar a dívida. A diferença entre a prestação efetivamente paga e aquela necessária para amortizar a

dívida deveria ser ressarcida no vencimento do contrato, pelo BNH, através dos recursos do FCVS.

Desta forma, o sistema se mostrou insustentável. Na tentativa de aumentar a capacidade de amortização das prestações e amenizar os resíduos da dívida decorrente das características do plano de reajuste adotado, foi criado o Coeficiente de Equiparação Salarial (CES). Porém, observou-se, de acordo com a ABECIP [1994], que ocorreu um subdimensionamento do CES, principalmente a partir do ano de 1977, quando a sistemática do PES foi alterada pela RC nº01/77. FERREIRA [2004] acrescenta: "o CES passou a ser fixo para qualquer mês de reajustamento e os mutuários voltaram a contribuir para o FCVS com até 0,50% do valor do financiamento".

No início da década de 80, o pagamento dos resíduos dos saldos devedores gerou um aumento da responsabilidade do FCVS, inclusive com a utilização de recursos do Tesouro Nacional, devido às vantagens concedidas aos mutuários na forma de reajuste de prestações inferiores aos pactuados e congelamentos em função dos vários planos econômicos.

Nos anos de 1983 e 1984, com a aplicação de índice de reajuste correspondente a 80% da variação do salário mínimo nas prestações, o reajustamento ficou aquém das necessidades do sistema. Em 1985, houve um reajuste do índice, utilizando 112% nas prestações contra os 246% aplicados aos saldos devedores do financiamento. Em 1986, no governo Sarney, instituiu-se o Plano Cruzado, com troca de moeda de Cruzeiro para Cruzado e o congelamento de preços. Com o fracasso desse plano, foi então lançado o Plano Cruzado II com nova troca de moeda e a extinção do BNH em 21 de novembro de 1986. A CEF o sucedeu em todos os seus direitos e obrigações de acordo com o Decreto-Lei nº.

2.291/1986. Nesses planos, converteu-se o valor das prestações pela média dos 12 meses anteriores, seguida do congelamento para os 12 meses seguintes, gerando novos desequilíbrios no Sistema Brasileiro de Habitação.

No mês de junho de 1987, implantou-se o Plano Bresser, que adotou o congelamento temporário dos preços e adoção de uma nova política salarial, utilizando uma Unidade de Referência de Preços (URP), o que gerou novas conseqüências negativas dos saldos devedores em relação às prestações.

Em 16 de Janeiro de 1989, foi instituído o Plano Verão, com novas modificações no índice de rendimento da caderneta de poupança, promovendo ainda o congelamento dos preços e salários, a criação de uma nova moeda, o Cruzado Novo, e a extinção da correção monetária. Assim como ocorreu no Plano Bresser, o Plano Verão também gerou grandes desajustes às cadernetas de poupança, com perdas de 20,37%, num montante de aproximadamente 70 bilhões. Nenhuma regra foi definida em relação a reajustes salariais.

O Plano Collor foi a primeira medida econômica do Presidente Fernando Collor de Mello, sendo decretada no dia de sua posse (15 de março de 1990). Esse plano consistia basicamente na retirada de moeda de circulação (Cruzados Novos foram substituídos pelos Cruzeiros) com um bloqueio dos numerários depositados em bancos. Foi então introduzida a aplicação de correção de 84% do IPC (Índice de Preços ao Consumidor) aos saldos devedores, não repassada às prestações. Em 1991, entra em vigor o Plano Collor II, com a inexistência de políticas salariais até setembro de 1991.

A promulgação da Lei 8.177 pelo Presidente Collor, que visava desindexar a economia, instituindo a TR (taxa referencial), teve como objetivo principal, de acordo com

ABECIP [1994], estabelecer condições para a retomada do financiamento habitacional ao propiciar o estancamento do potencial déficit do FCVS a partir da busca de equilíbrio financeiro dos contratos firmados através da correção das prestações e atualização dos saldos devedores.

Neste sentido, ABECIP [1994] afirma que as medidas instituídas tiveram como contrapartida o aporte financeiro necessário para cobrir os seus efeitos e resultaram em um saldo residual dos contratos de SFH da ordem de R\$ 22 bilhões. Desse total, R\$ 3 bilhões foram assumidos como prejuízo pelos agentes financeiros do SFH e o FCVS deveria arcar com o restante (R\$ 19 bilhões), sendo que nessa época o fundo encontrava-se com o caixa zerado.

Em 1992, como forma de solucionar a dívida já vencida do FCVS, foi instituído o mecanismo de troca e compensação de dívidas através da emissão de letras hipotecárias pela Caixa Econômica Federal. Assim, a CEF conseguiria arcar com o montante da sua dívida junto ao FCVS.

2.3 - A ABERTURA DE CAPITAL DO MERCADO IMOBILIÁRIO

O primeiro passo formal para a introdução de novas fontes de recursos para o crédito imobiliário foi a sanção da Lei 8.668, de 25 de junho de 1993, que trata dos Fundos de Investimento Imobiliários. Em 14 de janeiro de 1994, início do governo Fernando Henrique Cardoso, a CVM, através de resolução n°. 205, instrui sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento Imobiliário, que nesta época ainda não despertava interesse dos bancos por falta de proteção legal aos agentes financeiros em caso de inadimplência.

Em julho de 1994, entra em vigor o Plano Real que, enfim, se mostra eficiente no controle da inflação. Devido a este

controle, o financiamento pelas próprias construtoras passava a ser uma nova forma e única alternativa viável que restou às construtoras para execução de empreendimentos imobiliários. As empresas que possuíam o capital começaram a utilizar o sistema de autofinanciamento, em que a própria construtora financiava a compra do imóvel em 60 ou 72 meses, de forma que 50% eram pagos até o final da obra, enquanto os outros 50% eram financiados depois da obra, à taxa de juros de 1% + IGP-M. A utilização dessa forma de financiamento caracterizou-se por um custo alto aos mutuários, devido principalmente à correção pelo IGP-M.

Em janeiro de 1994 a CVM torna pública a instrução nº. 205, que trata sobre a constituição, o funcionamento, administração dos Fundos de Investimento Imobiliário e no mesmo ano é estruturado o primeiro Fundo de Investimento Imobiliário aprovado no País, o Memorial Office Building. A LEI Nº.9.514, de 20 de novembro de 1997 cria efetivamente o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), que de acordo com a mesma "tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos". Sancionada esta lei, passaram a "operar no 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", sendo que "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 as suas atividades”.

Com essa lei, foi também introduzida a Alienação Fiduciária, dando assim mais garantia aos agentes financeiros. A Lei Federal nº. 9.514/97, alterada pela Lei Federal nº. 10.931 de 02 de agosto de 2004, que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário - SFI - estabelece que, em caso de inadimplência do comprador de imóveis com contratos amparados pelas Leis acima mencionadas, este deverá ser previamente notificado com o prazo de 15 (quinze) dias para purga da mora, nos termos do artigo 26 da referida Lei Federal. Em hipótese, se o inadimplente não quitar as parcelas no prazo estabelecido, isso implica na rescisão do contrato, com a consolidação da propriedade em favor do Fiduciante (aquele que financia, nesse caso). Posteriormente, o imóvel será levado a público leilão extrajudicial em conformidade com o artigo 27 da Lei nº 9.514/97.

Esse cenário fez com que os agentes financeiros voltassem a se interessar pelo mercado imobiliário brasileiro, com possibilidade de oferecer crédito com taxas variando de 6 a 10% ao ano, acrescido de correção pela TR. A comercialização de CRIs em mercado secundário, através da criação do SFI, refletiu bons resultados para o mercado imobiliário pois assim as empresas passaram a ter uma alternativa para lidar com os créditos gerados pelas vendas de imóveis e boas condições de financiamento.

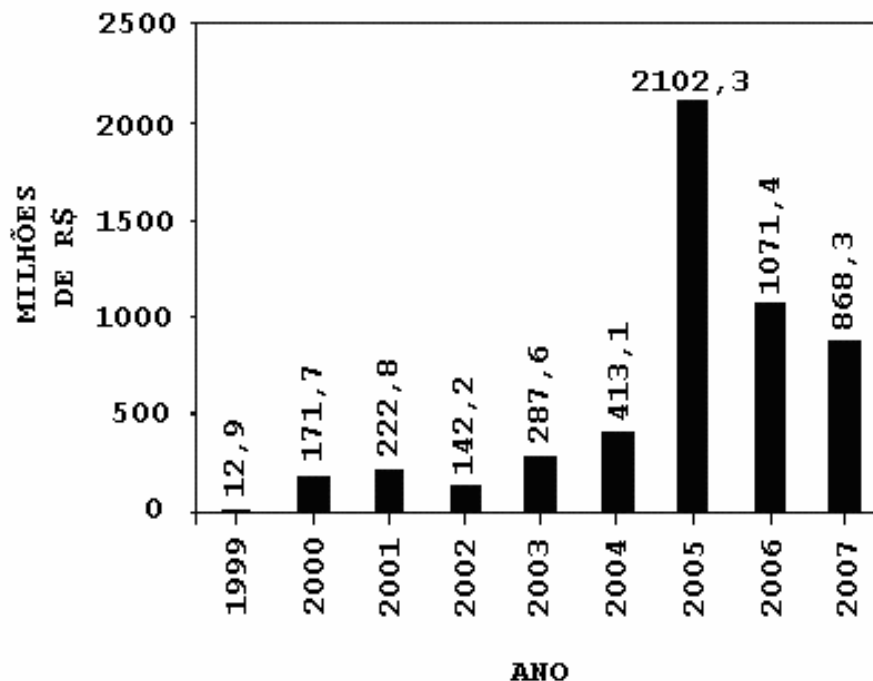


FIGURA 2.2 - Volume de emissão de Certificado de Recebíveis Imobiliários por ano, em milhões de reais.

Desde 1999, quando os CRIs começaram a ser emitidos no Brasil, sua negociação cresceu até 2005, conforme apresentado na figura 2.2. O grupo Pão-de-Açúcar, em 2005, foi responsável pela emissão de um lote de quase 1 bilhão de reais, o que ultrapassou todas as expectativas para aquele ano. Nos anos seguintes houve redução no lançamento de CRIs, devido à concorrência com os fundos de investimento imobiliários.

Em 2001, chega a vez de ser lançado outro importante instrumento de captação financeira por securitização, os FIDCs, Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, regulamentado pela instrução CVM nº. 356. Em dezembro de 2004, a CVM lança a Instrução nº. 414, que dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI.

CAPÍTULO 3 - SECURITIZAÇÃO

3.1 - HISTÓRICO

A securitização de recebíveis imobiliários teve sua origem nos Estados Unidos, no início da década de 70, quando as agências governamentais ligadas ao crédito hipotecário promoveram o desenvolvimento do mercado de títulos lastreados em hipotecas.

Nessa época, os profissionais que atuavam no mercado definiam a securitização como a "prática de estruturar e vender investimentos negociáveis de forma que seja distribuído amplamente entre diversos investidores um risco que normalmente seria absorvido por um só credor".

O mercado de securitização iniciou-se com a venda de empréstimos hipotecários reunidos na forma de *pool*¹ e garantidos pelo governo. A partir de tal experiência, as instituições financeiras perceberam as vantagens da nova técnica financeira, que visava o lastreamento de operações com recebíveis comerciais de emissões públicas de endividamento.

No Brasil, o surgimento da securitização se deu nos anos 90, com a criação das letras hipotecárias, privatizações e a desestatização da economia, aliados a uma maior solidez na regulamentação de ativos, negociação de crédito e gerenciamento de investimentos próprios. Dessa forma, tornou-se necessária a realização de uma reformulação na

1 - Pool é uma associação de concorrentes que concordam em controlar a produção, o mercado e o preço de uma mercadoria, embora possam parecer rivais. Também pode ser interpretado como uma combinação de interesses e fundos para um bem comum.

estrutura societária brasileira e uma profissionalização do mercado de capitais que passou a exigir mais segurança e garantias mais sólidas das empresas, de acordo com moldes internacionais.

Em meados da década de 90, houve uma mudança na legislação referente a financiamentos imobiliários. Diferente da hipoteca, a qual o imóvel ficava em nome do mutuário mesmo antes de ser quitado, na alienação fiduciária, conforme explicado no capítulo anterior, o imóvel permanece sob propriedade do credor até que seja quitado o financiamento. A alienação fiduciária entra nesse contexto como uma forma de proteção do credor, contribuindo para que a securitização se torne mais atrativa. Como consequência, o foco para a análise da classificação de riscos passou a ser a segregação de ativos.

3.1.1 - O TERMO SECURITIZAÇÃO

Segundo ROCHA LIMA JR. [1998] apud VEDROSSI, a palavra securitização vem do inglês *securitization*, que por sua vez vem da palavra *securities*, cujo significado se refere a títulos mobiliários. De acordo com DOWNES; GOODMAN [1991] apud VEDROSSI [2002], securitização é um processo de distribuição de riscos através do vínculo de instrumentos de dívida junto a um grupo de ativos e a consequente emissão de títulos lastreados.

Em suma, securitização 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.

3.1.2 - CONCEITO DE SECURITIZAÇÃO

KOTHARI [1999] apud VEDROSSI [2002] cita que a securitização, em seu mais amplo conceito, tem o sentido da conversão de ativos de pouca liquidez em títulos mobiliários de maior liquidez, sendo assim passíveis de serem absorvidos pelo mercado investidor. Esses títulos possuem como lastro os ativos que foram securitizados, tendo suas receitas baseadas no fluxo de caixa proveniente, seja de juros sobre empréstimos, seja de outros recebíveis.

Para KRAVITZ [1998] apud VEDROSSI [2002], a securitização consiste na utilização de uma estrutura para financiar determinados ativos de forma mais eficiente, baseada na escolha pela expectativa de comportamento financeiro de determinados ativos. Assim, opõe-se à expectativa de comportamento financeiro do próprio originador destes ativos.

A securitização cria uma estrutura capaz de fornecer aos empreendedores uma captação de recursos vinculada à qualidade das receitas destes ativos e segrega o risco de crédito dos ativos securitizados do crédito do originador.

Segundo SCHLOMER [2002] apud MAFRA [2006] "uma vantagem adicional da securitização é a quebra do risco total envolvido em cada operação de financiamento a longo prazo, em grupos de riscos parciais, como: riscos de crédito, riscos de descasamento entre índices para correção do ativo e do passivo e risco de liquidez".

De acordo com ROCHA LIMA [1999] apud MAFRA [2006], "no modelo tradicional existe a figura central do financiador, caracterizada pela instituição financeira, que de um lado toma recursos de investidores e do outro disponibiliza

recursos a empresas para desenvolverem seus empreendimentos”.

No modelo tradicional de financiamento, há dificuldades de segregação de risco do empreendimento e do empreendedor. Com a securitização, os créditos são apartados do patrimônio do emissor ou originador. Assim, quando um investidor aplicava recursos em uma instituição financeira, assumia os riscos dessa instituição em não cumprir com suas obrigações em troca de uma remuneração (seja ela pré-fixada ou pós-fixada), ou seja, assume o risco do financiador. Portanto, quando uma instituição financeira empresta recursos a um empreendedor, corre o risco de ele não cumprir com suas obrigações e, conseqüentemente, absorve o risco do mesmo.

Segundo MAFRA [2006], o empreendedor acaba absorvendo maiores riscos financeiros por causa de uma estrutura que contempla um intermediador financeiro em sua relação com o provedor dos recursos, pois o intermediador agregará ao custo de captação de recursos, ou seja, a remuneração dos investidores, os custos da operação, margem para cobertura dos riscos, além do próprio ganho.

Já ALMEIDA [2005] diz que a securitização permite a distribuição do risco para um grande grupo de investidores e tomadores, uma vez que ela não está concentrada em apenas um originador ou em um pequeno grupo de financiadores. Ainda, diz que esta é uma alternativa mais eficiente de financiamento às empresas, pois se baseia no comportamento financeiro dos ativos, não dos resultados financeiros do originador dos ativos.

O *site* Uqbar (www.uqbar.com.br) entende securitização como uma tecnologia financeira usada para converter uma carteira

relativamente homogênea de ativos em títulos mobiliários passíveis de negociação. É uma forma de transformar ativos relativamente ilíquidos em títulos mobiliários líquidos e de transferir os riscos associados a eles para os investidores que os compram. Os títulos de securitização são, portanto, caracterizados por um compromisso de pagamento futuro, de principal e juros, a partir de um fluxo de caixa proveniente da carteira de ativos selecionados.

No lançamento dos ativos securitizados, não está presente a figura do intermediador financeiro, que detém o papel de fornecedor de recursos.

Assim, de acordo com VEDROSSI [2002], os bancos deixam de ter o papel de provedores e garantidores dos recursos, para exercerem papel de colocadores e/ou distribuidores dos títulos emitidos ao mercado e gestores, permitindo que cada instituição mantenha o foco na atividade a que se destina.

3.1.3 - LEGISLAÇÃO

Em 1993, foi decretada a Lei 8.668, que sancionava os Fundos de Investimento Imobiliário. Como consequência, no início de 1994, a Comissão de Valores Mobiliários publica a Instrução nº. 205, que regulamenta os Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil. No ano de 1994, foi sancionada a lei nº. 9.514, que regulamenta o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), Companhias Securitizadoras, Certificado de Recebíveis Imobiliários e o Regime Fiduciário, cujo objetivo é o de "Promover o financiamento imobiliário em geral, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos". Com essa Lei, houve uma maior garantia aos agentes financeiros, viabilizando sua reentrada no mercado imobiliário. Atualmente, a

resolução em vigor é a Instrução CVM nº. 418/05, em que há apenas uma alteração no artigo 11 da Instrução nº. 205.

3.1.4 - IMPORTÂNCIA DA SECURITIZAÇÃO

A captação de recursos para o mercado imobiliário norte-americano é feita basicamente através de operações de securitização. Por este mecanismo, segundo BARBOUR; NORTON; SLOVER [1997] apud VEDROSSI [2002], ampliam-se as possibilidades de captação de recursos e acesso a financiamento aos originadores desses créditos através de um meio alternativo e eficiente. Propicia-se, desse modo, acesso direto ao mercado de capitais, reduzindo os custos e riscos da captação. Além disso, a possibilidade de desassociar a qualidade dos créditos da qualidade do originador faz com que os próprios custos da captação sejam menores, conseqüência do alargamento da base de investidores.

Segundo HENDERSON;SCOTT [1998] apud VEDROSSI [2002], são várias as vantagens que uma operação de securitização traz aos originadores e, dentre elas, a mais importante é a possibilidade de captação de recursos a custos mais baixos do que essas empresas teriam se captassem via meios tradicionais de empréstimo, o que também favorece a captação de recursos através da securitização.

A importância da securitização de ativos é a de tornar papéis que, por características próprias, são ilíquidos ou de pouca liquidez em ativos líquidos. Outro fator importante é a separação jurídica entre os papéis securitizados e o originador da operação. BARBOUR; NORTON; SLOVER [1997] apud VEDROSSI indicam que isso é importante para a garantia da qualidade dos ativos e para que qualquer

problema que ocorra com a sociedade originadora não seja transferido para os ativos.

3.2 - SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

3.2.1 - DEFINIÇÃO DE RECEBÍVEIS

Direitos creditórios ou recebíveis são valores a receber, advindos de prestação de serviços, produção de bens ou transferência de bens, os quais a outra parte é a devedora.

De acordo com a Instrução nº. 356 da CVM, recebíveis abrangem todos os créditos e títulos representativos dos créditos originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, hipotecário, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como direitos e títulos representativos de créditos de natureza diversa, assim reconhecidos pela CVM.

KOTHARI [1999] apud VEDROSSI [2002] cita como exemplos de recebíveis a existência de créditos a receber provenientes de operações de venda de imóveis, veículos, aluguel de veículos, cartões de crédito, diárias de hotéis, companhias de eletricidade, telefônicas, de água, de companhias de aviação ou mesmo de seguradoras.

No viés do investidor, o lastreamento de um fundo em recebíveis é atrativo porque os mesmos não estão diretamente ligados ao emissor dos títulos, mas apenas ao pacote de recebíveis que lhes foi oferecido.

3.2.2 - AGENTES DE SECURITIZAÇÃO

Para que um processo de securitização aconteça, é necessária a associação de organizações de diferentes segmentos da economia, cada um com seu papel bem definido. Diversas são as formas de se transformar ativos em valores

mobiliários, portanto, antes de se definir os agentes de securitização, é importante analisar o meio de securitização. No Brasil, as formas mais comuns nas operações de securitização, as quais ocorrem via Sociedade de Propósito Específico (SPE), Companhias Securitizadoras e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). O foco deste trabalho está em securitização por Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), portanto serão abordadas com mais ênfase as securitizações através de Sociedades de Propósito Específico e por Companhias Securitizadoras, com uma abordagem menos detalhada sobre Fundos de Investimento em Direitos Creditórios.

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários são títulos lastreados em créditos imobiliários com perfil de renda fixa, podendo ter remuneração pré ou pós-fixada. É considerado como valor mobiliário pela Resolução CMN nº. 2517 de 29 de junho de 1998 e, como todo valor mobiliário, tem de ser registrado na CVM. Sua negociação ocorre em sistema centralizado de custódia e liquidação financeira de títulos privados. É regulamentada pela Lei nº. 9.514, MP nº. 2.223, Instrução CVM nº. 414 e Resolução CMN nº. 2.686.

Sociedade de Propósito Específico (*Special Purpose Entity - SPE*) é uma sociedade cuja atividade é bastante restrita, podendo em alguns casos ter prazo de existência determinado. Uma SPE é normalmente utilizada para isolar o risco financeiro da atividade desenvolvida. Neste caso, o originador do empreendimento o financia ao comprador (1), passando a ter os recebíveis deste financiamento(2). O originador transfere seus créditos a uma SPE (3), que faz a emissão de títulos lastreados nesses créditos junto ao mercado. Ao comprar esses títulos, o mercado retorna o capital investido ao originador (4) e recebe o principal e o pagamento dos juros no fim do período(5) - Figura 3.1.

A SPE é independente do originador, podendo até ser criada exclusivamente com a finalidade de emissão desses títulos.

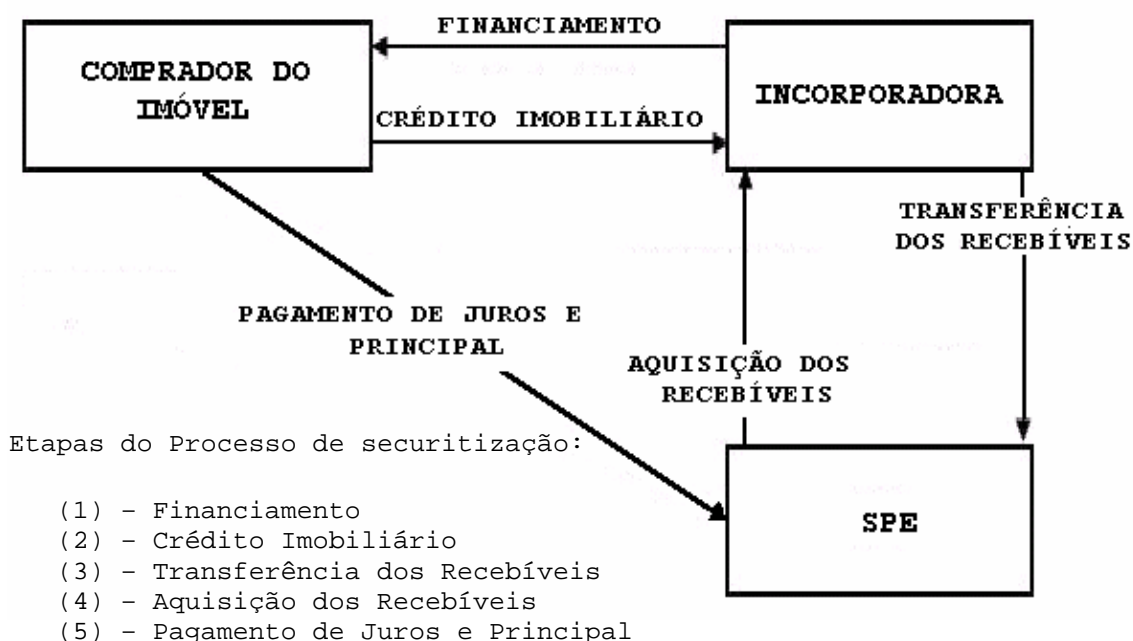
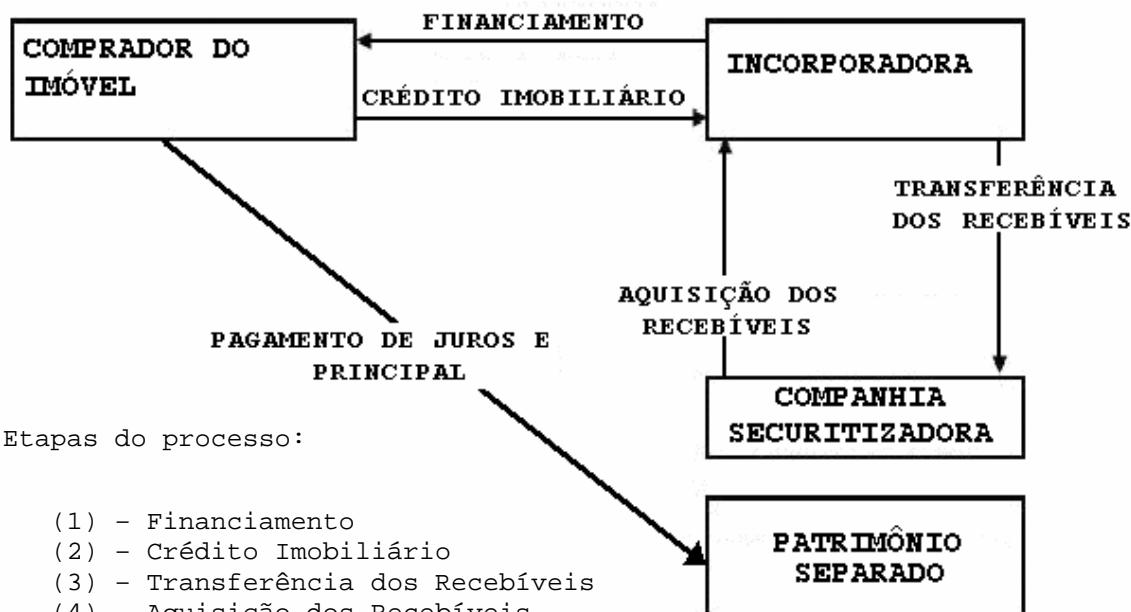


FIGURA 3.1 - Processo de securitização por SPE.

Fonte: Adaptado de VEDROSSI [2002].

Uma segunda forma de se realizar uma securitização é através de uma Companhia Securitizadora. Companhia Securitizadora é uma instituição não financeira, constituída sob a forma de sociedades por ações, que tem como objetivo a aquisição e securitização dos créditos para posterior colocação desses títulos lastreados em recebíveis no mercado, como representado na figura 3.2. Entretanto, as companhias securitizadoras não estão limitadas apenas à securitização de títulos, sendo-lhes facultada a realização de outras atividades compatíveis com seus objetos, como emitir debêntures e outros títulos de crédito.



Etapas do processo:

- (1) - Financiamento
- (2) - Crédito Imobiliário
- (3) - Transferência dos Recebíveis
- (4) - Aquisição dos Recebíveis
- (5) - Pagamento de Juros e Principal

*O patrimônio separado se refere à questão administrativa do fundo pela companhia securitizadora.

FIGURA 3.2 - Processo de securitização por Companhia Securitizadora
Fonte: Adaptado de VEDROSSI [2002].

Segundo a CIBRASEC (Companhia Brasileira de Securitização), as Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários (figura 3.2) são sociedades anônimas, classificadas como instituições não financeiras, e têm por finalidade a aquisição de recebíveis imobiliários e sua securitização, mediante emissão e colocação, no mercado financeiro e de capitais, de Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI. As Companhias Securitizadoras de Créditos foram regulamentadas pela Instrução CVM nº 414 de 30 de Dezembro de 2004, e a lei Lei 9.514/97 que dispõe sobre Companhia Securitizadora de Crédito Imobiliário, Certificado de Recebíveis Imobiliários e Regime Fiduciário.

Como terceira forma de securitização, existem os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) ou simplesmente Fundos de Recebíveis. Estes fundos se destinam à aplicação de parcela preponderante do patrimônio (acima de 50%) em direitos creditórios e em títulos

representativos desses direitos, originários de operações nos segmentos financeiro, comercial, industrial, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços. Podem ser Fundos de Investimentos tanto abertos quanto fechados. No caso de um Fundo aberto, é possível efetuar o resgate dos valores aplicados a qualquer momento, desde que respeitadas as condições do regulamento do Fundo. No caso de Fundo fechado, os valores investidos são resgatáveis na ocasião do encerramento do fundo, pré-estabelecido no regulamento do fundo, ou mesmo pela liquidação antecipada.

3.3 - AGENTES ENVOLVIDOS NO PROCESSO DE SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

3.3.1 - O PAPEL DA CVM

A Comissão de Valores Mobiliários, CVM, exerce a função normativa, reguladora, fiscalizadora, consultiva e de desenvolvimento do mercado financeiro. Conforme FORTUNA [2002], a CVM fixou-se como órgão normativo do sistema financeiro voltado para o desenvolvimento, a disciplina e a fiscalização do mercado de valores mobiliários não emitidos pelo sistema financeiro e pelo Tesouro Nacional.

RAZUK [2006] cita que entre os objetivos fundamentais da CVM estão:

- i. Estimular a aplicação de poupança no mercado de valores mobiliários;
- ii. Assegurar o funcionamento eficiente e regular das bolsas de valores e instituições auxiliares que operem no mercado e;
- iii. Proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e outros tipos de atos ilegais que manipulem o preço de valores mobiliários.

3.3.2 - INCORPORADOR

"O incorporador é pessoa física ou jurídica, comerciante ou não, mesmo que não efetuando a construção, compromisse ou efetive a venda de frações do terreno objetivando a vinculação de tais frações a unidades autônomas, em edificações a serem construídas ou em construção sob regime condominial, ou que meramente aceita propostas para efetivação de tais transações, coordenando e levando a termo a incorporação e responsabilizando-se, conforme o caso, pela entrega, em certo prazo, a preço e em determinadas condições, das obras concluídas" (SEBRAE).

Estende-se a condição de incorporador aos proprietários e titulares de direitos aquisitivos que contratem a construção de edifícios para se destinarem à constituição em condomínio. Tem-se como o construtor aquela empresa prestadora de serviços contratada pelo incorporador no intuito de executar o empreendimento.

É sempre bom lembrar que o incorporador é o responsável pela originação do crédito por meio da venda, a prazo, do Imóvel ao comprador. Neste trabalho, o incorporador será também citado como empreendedor, originador ou emissor.

3.3.3 - AGENTE FIDUCIÁRIO

Entende-se como fiduciário aquele que dirige seus fundos ou propriedade em nome de outra pessoa e em posição de confiança. Em um processo de securitização, tem-se como Agente Fiduciário aquele que, de acordo com BORGES apud REVISTA DO BNDES [1999] é responsável pela administração dos recursos ou interesses de terceiros, especialmente no caso de emissão de valores mobiliários. Deve haver total independência entre o agente fiduciário e os administradores da emissora (Companhia Securitizadora).

Segundo CHALHUB [1998] apud VEDROSSI [2002], Alienação Fiduciária é uma forma de garantia em que a propriedade de um determinado bem é transferida temporariamente do devedor ao credor, em razão da existência de uma dívida. Sua diferença básica em relação à hipoteca é que, nesta, o devedor retém o bem. A hipoteca, assim, é um direito real em coisa alheia, enquanto a propriedade fiduciária é um direito real em coisa própria.

No caso abordado pelo trabalho, emissão de Certificados de recebíveis Imobiliários, o agente fiduciário deverá ser uma instituição financeira ou companhia autorizada para este fim pelo Banco Central. A contratação de agente fiduciário somente é obrigatória para emissões cujo valor de face individual por título seja menor que R\$ 300.000,00, conforme prevê Instrução CVM 414/04.

3.3.4 - ESTRUTURADOR

Para RAZUK [2006], o estruturador tem como funções:

- (i) elaborar ou contratar estudos de qualidade econômica do empreendimento que lastreia os títulos;
- (ii) definir o regulamento e confeccionar o prospecto de emissão,
- (iii) aprovar a constituição e emissão das cotas perante a CVM.

O estruturador pode ser a Sociedade de Propósito Específico ou a Companhia Securitizadora.

3.3.5 - DISTRIBUIDOR

A responsabilidade da distribuição dos papéis de securitização, constituídos pela colocação primária e

secundária dos títulos no mercado, isto é, disponibilização dos papéis para venda em seus sistemas de negociações, é da agência integrante do Sistema Financeiro Nacional. Bancos (Bancos Múltiplos com carteiras de investimento ou Bancos de Investimento), Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários (CTVM) ou Distribuidores de Títulos e Valores Mobiliários (DTVM) podem efetuar essa distribuição.

3.3.6 - CUSTODIANTE

O custodiante é aquele que executa o papel de intermediador das operações financeiras no mercado brasileiro. Essas intermediações são, basicamente, a compatibilização ou casamento das informações de compras e vendas de ativos. A tarefa de custodiante é exercida pela CBLC - Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia. Essa instituição atua como depositária de ações de companhias abertas, debêntures, cota de fundos imobiliários e fundos de direito creditórios e outros títulos de renda fixa privada.

3.3.7 - AUDITOR

Entende-se como auditor a instituição contratada para a realização de auditoria das demonstrações financeiras da Companhia Securitizadora. A auditoria independente é essencial para a manutenção da integridade dos papéis, informações sobre as movimentações financeiras e dos ativos em um determinado período. A atuação do auditor proporciona mais segurança às operações e tem o objetivo de informar publicamente os investidores sobre os resultados da carteira. A auditora deve ser registrada na CVM, segundo Instrução CVM nº. 308, CVM [1999]. Poderá auditar as demonstrações contábeis de companhias abertas e de instituições, sociedades ou empresas que integram o sistema de distribuição e intermediação de valores mobiliários.

De acordo com AMORIM; SOUZA apud REVISTA TREVISAN [1997], entre as tarefas desempenhadas pelos auditores independentes no processo de securitização de recebíveis, está a revisão especial mensal e trimestral e a auditoria completa das demonstrações contábeis. A revisão especial mensal tem finalidade exclusivamente gerencial e cumpre as obrigações contratuais firmadas junto ao agente fiduciário. A revisão especial trimestral abrange todos os procedimentos requeridos para revisão especial das informações trimestrais a serem encaminhadas à CVM. A auditoria completa das demonstrações contábeis deve enfatizar a análise dos sistemas de controle internos das diversas áreas, dos procedimentos contábeis adotados e dos critérios e procedimentos relacionados às obrigações tributárias, trabalhistas e previdenciárias.

Conforme RAZUK [2006], é função do auditor independente verificar se a posição patrimonial e financeira da companhia securitizadora está compatível com os Princípios Fundamentais de Contabilidade e as normas contábeis previstas na Instrução 206/94, bem como deve constatar se os atos praticados pelo administrador atendem à legislação vigente.

3.3.8 - AGÊNCIA CLASSIFICADORA

Agência Classificadora, também chamada de Agência de *Rating*, segundo MAFRA [2006], é a agência que faz análise de risco corporativo de uma empresa ou da emissão de títulos feita pela mesma, sendo neste último caso o risco condicionado à qualidade dos créditos que lastreiam os títulos e ainda ao nível de garantias fornecidas pelo emissor. O *rating* é o mapeamento dos riscos que podem impactar no retorno dos investimentos. FORTUNA [2002] diz que o *rating* é importante porque é uma forma rápida de um

investidor poder comparar as diferentes alternativas de investimento e decidir onde aplicar. São analisados, normalmente, no *rating*:

- i. A solidez do grupo controlador;
- ii. A autonomia de atuação da empresa;
- iii. O tamanho e histórico de atuação no mercado;
- iv. Processo de seleção de ativos;
- v. Política de alavancagem;
- vi. Análise e monitoramento do risco;
- vii. Auditorias interna e externa;
- viii. Processo operacional e;
- ix. Política de recursos humanos.

O *rating* então avalia os riscos de crédito, de mercado (que podem ser o risco país), das instituições financeiras e o risco dos títulos.

A Agência Classificadora é contratada pela Companhia Securitizadora para fazer uma classificação periódica (com base trimestral) do nível de risco dos recebíveis imobiliários.

3.4 - AÇÃO DOS AGENTES NO PROCESSO DE SECURITIZAÇÃO

Na figura 3.3, divulgada como apresentação pela Gradual Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários, são descritas as etapas de estruturação de securitização de recebíveis imobiliários. As etapas do processo de securitização são:

- (1) Venda do Imóvel e Surgimento do Crédito - A incorporadora vende o imóvel; em contrapartida, recebe do comprador o crédito pelo mesmo.

- (2) Cessão de Crédito e Pagamento pelo Crédito - A incorporadora cede ou transfere esses créditos para uma companhia securitizadora em troca de capital por esses créditos;
- (3) Criação e Integralização dos CRIs - A companhia securitizadora lastreia uma única série de certificados de recebíveis imobiliários nos créditos de sua propriedade, cujas características relativas a prazo e pagamentos serão de acordo com a estrutura da operação. Esses certificados serão negociados com investidores em um mercado secundário.
- (4) Pagamento do Crédito Acrescido de Juros - Periodicamente os adquirentes do imóvel pagam juros e parte do principal a ser amortizado, referente ao financiamento.
- (5) Pagamento de Juros e Amortização - Os recursos passam pelo Agente fiduciário para que este faça relatórios de controle financeiro da operação, como fluxo de caixa, além de todos os relatórios junto à Companhia Securitizadora e os repassa para os investidores.
- (6) Auditoria Periódica das Demonstrações Financeiras - O auditor constantemente fiscaliza as demonstrações financeiras da Companhia Securitizadora.
- (7) Classificação Periódica do Risco dos Recebíveis - Agência classificadora contratada pela securitizadora realiza análise periodicamente (base trimestral) o nível de risco dos recebíveis imobiliários.
- (8) Pagamento do Saldo Excedente - Pagamento do saldo excedente à Securitizadora.

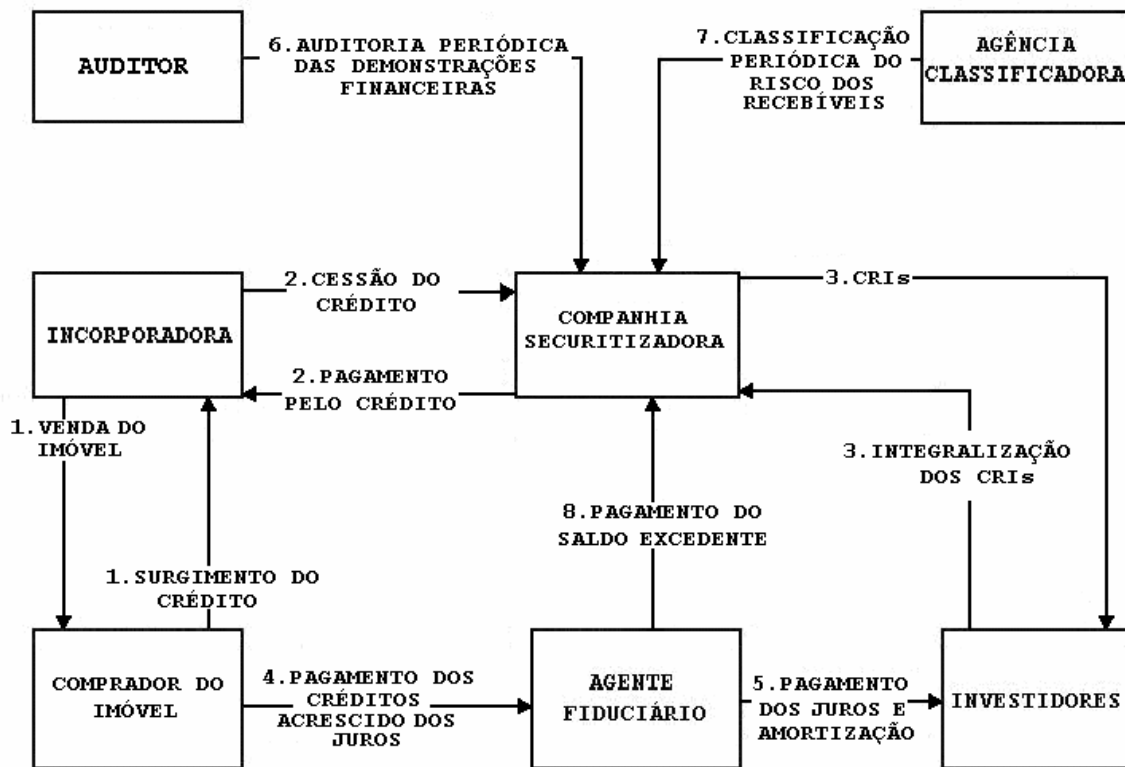


FIGURA 3.3 - Processo de securitização
 Fonte: Adaptado de SOUZA et al Advogados Associados.

*Os números na figura têm função didática para o entendimento do processo, não sendo relacionados necessariamente à ordem em que aparecem no mesmo.

CAPÍTULO 4 - CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS: PROCESSOS E CUIDADOS PARA EMISSÃO

4.1 - DEFINIÇÃO DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

De acordo com a BOVESPA, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) são títulos de renda fixa lastreados em créditos imobiliários emitidos por Companhias Securitizadoras ou Sociedades de Propósito Específico (SPE). Para a emissão de CRIs, as unidades podem ou não estar totalmente concluídas, desde que os créditos imobiliários necessários à securitização estejam com contrato efetivado. Crédito imobiliário é um fluxo de pagamentos de prestações de aquisição de bens imóveis ou de aluguéis.

A Caixa Econômica Federal caracterizou os CRIs, através da Circular nº 252 de 02 de Julho de 2002: "Entende-se por CRI um título de crédito nominativo, com garantia real, de livre circulação, lastreado em créditos imobiliários, que constitui promessa de pagamento em dinheiro, emitido exclusivamente por companhias securitizadoras, conforme estabelece o art. 6º da lei nº 9.514, de 20.11.97, e considerado como valor mobiliário pela resolução do Conselho Monetário Nacional - CMN nº 2.517, de 20.11.97.

A emissão de CRI é feita por uma corretora devidamente registrada na CVM que pode fazê-la por dois meios: diretamente pela corretora ou por uma Sociedade de Propósito Específico. A principal diferença entre essas formas de emissão é que fazer por uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) implica na constituição de patrimônio separado entre a operação e a corretora, administrado pela companhia securitizadora. Neste caso, o CRI é mais seguro, normalmente composto por créditos submetidos ao regime fiduciário que lastreiam a emissão,

associados à nomeação de agente fiduciário. A função do agente fiduciário é zelar pela proteção dos direitos e interesses dos beneficiários, através do acompanhamento da atuação da companhia securitizadora na administração do patrimônio separado.

Os CRIs podem ser emitidos nas formas simples ou com o amparo do regime fiduciário. Quando essa emissão se dá pela forma simples, já obsoleta, o imóvel fica em nome do mutuário desde o início do processo e sob um regime de co-obrigação entre a originadora (incorporadora) e os mutuários no pagamento das parcelas. Na emissão de CRI com o amparo do regime fiduciário, a venda do imóvel é feita através da alienação fiduciária. Alienação fiduciária significa dizer que o bem alienado fica temporariamente em nome do credor, servindo de garantia para o financiamento e, até a quitação do empréstimo, o credor permanece na condição de proprietário do ativo. No caso de inadimplência, o credor retoma o bem, de acordo com Decreto Lei 911/69 e Lei 10.931/04.

A Lei 9.514/97, que criou o CRI, posteriormente alterada pela MP 2.223/01 e Lei 10.931/04, também instituiu a alienação fiduciária para bens imóveis e Companhias Securitizadoras. Uma importante característica dos CRIs é a isenção de imposto de renda sobre sua remuneração, para investidores pessoas físicas, a partir de 01/01/2005, de acordo com a lei 11.033/94 (artigo 3º, parágrafo II).

4.2 - ESTRUTURA DE EMISSÃO DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

4.2.1 - A FUNÇÃO DAS SPES NO PROCESSO DE EMISSÃO DE CRIS

Sociedade de Propósito Específico (SPE) é pessoa jurídica independente criada para servir unicamente ao escopo para o

qual foi designada, suprindo as necessidades operacionais, legais e financeiras do projeto. É um dos instrumentos que caracterizam a forma de financiamento por CRI. A SPE torna-se imprescindível devido à necessidade de separar o capital do empreendimento, do capital dos investidores. No idioma Inglês, é chamada de empresa veículo do empreendimento, uma vez que este somente poderá continuar em suas atividades mediante a existência desta sociedade de propósito específica.

Segundo VEDROSSI [2002], considerando que os investidores de títulos securitizados têm como grande interesse a qualidade dos recebíveis e do ativo originado, é essencial que os ativos a serem securitizados sejam separados da estrutura jurídica do originador, evitando a contaminação pelo mesmo. Essa separação, de acordo com BARBOUR; NORTON; SLOVER [1997] apud VEDROSSI [2002] faz-se fundamental, já que permite que qualquer problema existente na sociedade originadora não seja transferido para os ativos que foram securitizados, dando garantia da permanência de sua qualidade.

Para o melhor entendimento do processo, torna-se necessária a diferenciação de duas SPEs criadas em momentos e com objetivos diferentes: A SPE do empreendimento e a SPE da securitização. Há casos em que a SPE do empreendimento é adquirida pela companhia securitizadora. Nestes casos a aquisição ocorre apenas para empreendimentos concluídos (performados), aonde a companhia securitizadora usa os créditos para estruturar o CRI pelo meio escolhido e logo em seguida se encarrega de liquidar a SPE do empreendimento.

A SPE do empreendimento tem um objetivo específico, como o próprio nome diz, que é executá-lo e separá-lo

juridicamente e contabilmente da incorporadora. Essa separação reduz o risco do mutuário em relação à entrega do bem adquirido e do investidor em relação à entrega do empreendimento. Na criação de uma SPE, a incorporadora entra apenas como acionista da mesma. Com essa separação contábil entre as duas empresas (SPE e a incorporadora), torna-se mais simples a sua administração, além de criar a possibilidade de detecção de erros administrativos ou até mesmo de fraudes durante sua execução. Outro benefício dessa separação jurídica está no fato de que caso a incorporadora declare falência, apenas as ações que lhe pertencem entram na massa falida, tornando possível que o empreendimento seja finalizado por uma outra empresa que adquira essas ações. É importante lembrar que o empreendimento deve ser segurado pelo IRB - Instituto de Resseguração de Brasília - periodicamente durante sua execução.

Após a venda dos imóveis do empreendimento, os créditos originados são cedidos ou vendidos para uma companhia securitizadora que é responsável pela emissão do CRI. Porém, nem todos os créditos são aceitos para a securitização, pois alguns podem não possuir o *rating* necessário para a finalização do processo - assunto que será abordado com mais ênfase em um item específico. Com a posse dos créditos, a Companhia Securitizadora pode optar por duas formas para criação do CRI: Diretamente pela companhia securitizadora ou através de uma SPE independente da SPE do empreendimento. A securitização feita diretamente pela companhia securitizadora tornou-se obsoleta, pois há uma necessidade administrativa e mercadológica de separação patrimonial entre as partes. A separação jurídica entre a companhia securitizadora e a operação de securitização, torna o fundo mais confiável e dá condições de melhor administração pela companhia, que torna o CRI mais

competitivo. A CVM através da instrução nº. 414/2004 parágrafo 3º, deixa claro que a securitizadora é obrigada trimestralmente a fornecer as demonstrações financeiras para cada CRI emitido. A SPE serve de aporte para suprir a necessidade das securitizadoras de um mecanismo jurídico que pudesse dar esta cobertura legal para as operações de CRI.

Em resumo, a incorporadora lança seu empreendimento, tomando todos os cuidados para tornar os recebíveis confiáveis, dando condições de securitizar sua carteira (contratos padronizados, *rating* de clientes e empreendimento em nome de uma SPE). Após obter carteira desejada, ou seja, contratos de venda e fluxo de crédito, a Incorporadora associa-se a uma Securitizadora que fará o *rating* de seus clientes, verificando os contratos seguidos de uma série de medidas para avaliar se seu empreendimento será bem sucedido ou não.

Depois da cessão ou venda desses recebíveis para uma securitizadora, demonstrado na figura 4.2, esta fará a emissão de CRI. Entretanto, para facilitar seus balanços e como prevê a instrução CVM nº 414, ela opta por receber esses créditos pela sua SPE, constituída especialmente para este fim. Assim, os créditos que outrora caíam na conta da SPE da Incorporadora, irão para a conta da SPE da Securitizadora.

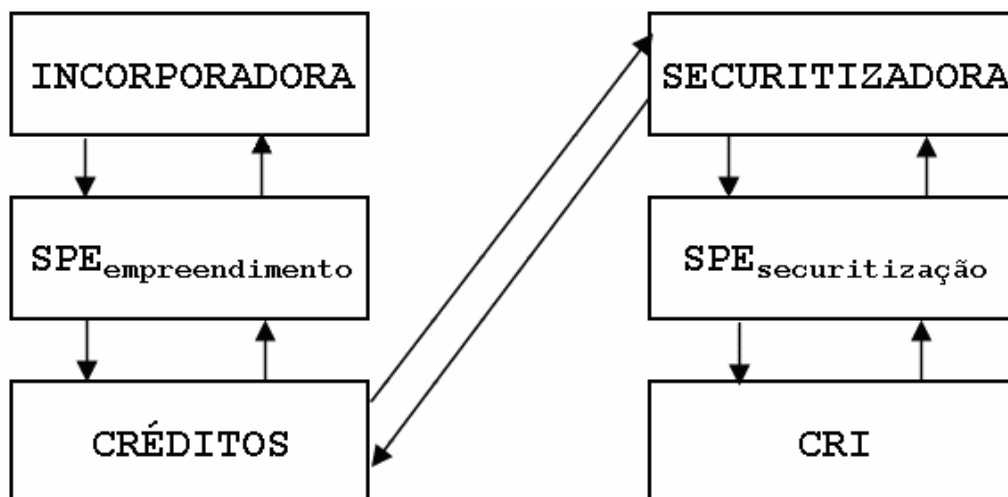


Figura 4.1 - Fluxo de pagamento antes e depois da cessão / venda dos créditos.

O processo de emissão de CRIs passa, basicamente, pelos seguintes passos:

1. A Incorporadora cria a SPE_{empreendimento} para execução do empreendimento (facultativo, porém muito importante para uma boa classificação);
2. A SPE do empreendimento gera recebíveis (créditos) com a venda dos imóveis;
3. Os créditos são vendidos a uma companhia securitizadora, que faz a sua classificação para fazer a operação;
4. Os créditos bem classificados são adquiridos pela Companhia Securitizadora;
5. Com a posse dos créditos bem classificados, a Companhia Securitizadora cria uma outra, SPE_{securitização} para a operação de securitização;
6. A SPE estrutura o CRI;
7. A SPE recebe o capital dos investidores;
8. A SPE repassa o capital à companhia no fim do prazo de seu exercício

4.2.2 - INFORMAÇÕES OBRIGATÓRIAS PARA O REGISTRO DO CRI

Para os CRIs, as informações que devem constar são:

- Nome da Companhia Securitizadora;
- Valor nominal;
- Número de ordem, local e data de emissão;
- Denominação "Certificado de Recebíveis Imobiliários";
- Nome do titular;
- Data de pagamento ou, se emitido para pagamento parcelado, discriminação dos valores e das datas de pagamento das diversas parcelas;
- Taxa de juros, fixa ou flutuante, e datas de sua exigibilidade, sendo admitida sua capitalização;
- Cláusula de reajuste;
- Lugar de pagamento; e
- Identificação do Termo de Securitização de Créditos que lhe tenha dado origem.

No termo de securitização deve constar:

- Identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que constitui a emissão;
- Identificação do título emitido;
- Contrato de outras garantias de resgate de títulos da série emitida, se for o caso;

- A constituição do regime fiduciário sobre os créditos que lastreiem a emissão;
- A constituição de patrimônio separado, integrado pela totalidade dos créditos submetidos ao regime fiduciário que lastreiem a emissão;
- A afetação dos créditos como lastro da emissão da respectiva série de títulos;
- A nomeação do Agente Fiduciário, com a definição de seus deveres, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação; e
- A forma de liquidação do patrimônio separado.

4.2.3- CLASSIFICAÇÃO DE *RATING* DOS CONTRATOS E DOCUMENTAÇÃO

Rating é o grau de risco que determinado título carrega. A Securitizadora contrata uma Agência Classificadora que trimestralmente confecciona um relatório sobre o nível de risco dos recebíveis emitidos. Também é feita uma análise da capacidade do mutuário em pagar as parcelas em dia, o prazo de pagamento e seu histórico como pagador. Tudo isso é considerado. Quem não se encaixa nos padrões de *rating* exigidos pela securitizadora, pode ser securitizado, mas a uma taxa de risco maior.

Cada securitizadora faz suas exigências, geralmente optam por:

- Contratos de pessoa física;
- Soma da idade do mutuário com prazo de pagamento ser menor que 70 anos e seis meses;
- Não haver renegociação do contrato;

Além de outras referentes ao histórico de pagamento da unidade a ser securitizada como:

- Avaliação dos 12 últimos meses de pagamento;
- Se não houve prestação paga com atraso superior a 30 dias;
- Ter pago 20 a 30% da unidade.

A multa rescisória é proporcional ao valor já pago. Quem pagou pouco, possui maiores chances de sair da operação, mas para quem pagou uma parcela significativa, fica mais difícil perder toda a quantia já paga e ainda arcar com a multa rescisória. Exigências variam de uma securitizadora para outra, mas estas citadas acima são práticas comuns no mercado.

A Corretora pode fazer o trabalho de securitizadora e de *underwriter*, que é a emissora de papéis na Bolsa de valores autorizada pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a executar tal operação. Porém, caso a securitizadora que não possa fazer a emissão, deverá contratar outra empresa especializada (*underwriter*).

A CIBRASEC, primeira securitizadora constituída no Brasil, por exemplo, adota para imóveis residenciais ou comerciais as exigências apresentadas na tabela 1. A partir desses dados, percebe-se o volume que deve ser negociado antes de uma securitização, a etapa de construção da edificação, assim como o prazo de pagamento e o saldo devedor do mutuário.

Características dos contratos admitidos (CIBRASEC)	
ESTÁGIO DE OBRA	Empreendimentos concluídos e com habite-se (performados).
	Empreendimentos em construção, com no mínimo 60% das obras já realizadas.
VALOR DA CARTEIRA A SER ANALISADA	Valor mínimo: R\$1.500.000,00
	Não há valor máximo
VALORES POR CONTRATO	Parcela Mensal Mínima de R\$800,00
	Saldo Devedor Máximo de R\$400.000,00
PRAZO RESTANTE DE AMORTIZAÇÃO	Mínimo de 9 meses
	Máximo de 120 meses
SISTEMAS DE AMORTIZAÇÃO	TABELA PRICE
	SAC
INDEXADOR	IGP-M ou TR para a cessão de créditos
	Não há restrições para os contratos
RELAÇÃO MÁXIMA: saldo devedor x valor de venda / avaliação	70% para empreendimentos concluídos ou mínimo de 12 meses do prazo decorridos
	80% para empreendimentos em construção ou mínimo de 6 meses do prazo decorrido

TABELA 4.1 - Características dos contratos admitidos pela CIBRASEC.

Para serem selecionados para compra, é necessário que os créditos atendam também às seguintes condições:

1. Tenham sido originados por contratos:
 - a. De promessa de compra e venda; ou
 - b. De compra e venda com alienação fiduciária (preferencialmente).
 - 1.1. Quando se tratar de compra e venda com alienação fiduciária, os contratos:
 - a. Deverão ser registrados no Serviço de Registro de Imóveis competente; e
 - b. Deverão contar com cobertura de seguros de morte e invalidez permanente e danos físicos nos imóveis.

2. Os créditos a serem cedidos:

- a. Deverão ser de titularidade plena dos cedentes;
- b. Não poderão ter sido cedidos ou dados em garantia em nenhuma outra operação financeira ainda em aberto;
- c. Os imóveis a que se referem esses créditos não poderão estar onerados por penhor, hipoteca ou qualquer outra forma de restrição judicial ou administrativa.

Obs: Quando a propriedade dos créditos for partilhada por mais de um cedente, é necessário que todos assinem a proposta de operação, a ser encaminhada à CIBRASEC.

3. O fluxo de pagamentos:

- a. Deverá ter sido contratado com prazo original mínimo de 36 meses e com correção mensal das parcelas (Nota 1);
- b. As prestações deverão ter sido calculadas pela Tabela Price ou pelo SAC - Sistema de Amortizações Constantes (Nota 2); e
- c. Existindo parcelas semestrais ou anuais, o seu valor total não deverá exceder a 25% do valor total da dívida em aberto.

Nota (1): A CIBRASEC sempre adquire os recebíveis com correção pelo IGP-M ou TR. Quando o contrato estiver sujeito a outros indexadores, haverá necessidade de contratação de uma operação de troca de índices, a ser efetuada com o próprio cedente da carteira.

Nota (2): Se as prestações tiverem sido calculadas por outro sistema de amortização, essa condição deverá ser destacada já na apresentação da operação, para que seja examinada a viabilidade de aceitação dos créditos.

4. Os mutuários:

- a. Deverão estar em dia com o pagamento das parcelas mensais;
- b. Não deverão ter registrado, nos últimos 12 meses, nenhum atraso superior a 60 dias.

Obs: A existência de uma única parcela paga com atraso superior a 60 dias não motivará, por si só, a recusa do crédito. Entretanto, elevará a pontuação negativa que poderá resultar nessa recusa devido à alta taxa de risco;

5. Quando o contrato tiver sido assinado há menos de 12 meses, será necessária a apresentação das seguintes informações acerca dos devedores:

- Número do CPF;
- Data de nascimento;
- Sexo;
- Estado civil;
- Grau de escolaridade;
- Endereço completo;
- Ocupação (atividade principal);
- Renda mensal;
- Profissão; e
- Tempo de serviço.

6. Quando os créditos se referirem à empreendimentos em fase de obras (não-performados), observar ainda que:

- a. O valor total da cessão - já descontado o colateral que vier a ser estabelecido - deverá ser, no mínimo, igual ao orçamento necessário para conclusão das obras; e
- b. A liberação do valor da cessão será efetuada pela CIBRASEC em parcelas, observado o cronograma das obras.

7. A empresa cedente dos créditos e o coobrigado (se houver) deverão:

- a. Possuir toda a documentação descrita nesta pasta;
- b. Contar com ficha atualizada no SERASA;
- c. Não apresentar certidões positivas de débitos fiscais ou tributários;
- d. Não figurar em ações judiciais:
 - i. De qualquer valor ou natureza, quando essas ações tiverem como objeto os créditos a serem cedidos, o empreendimento ao qual se referem ou o terreno onde os imóveis que deram origem a esses recebíveis foram construídos; ou
 - ii. De valor superior a R\$ 1.000.000,00 ou a 20% do seu PL (o que for menor), quando essas ações não se referirem aos próprios créditos, ao empreendimento ou ao terreno a que se referem os recebíveis a serem cedidos.

A Securitizadora também exige os documentos relacionados abaixo, com o objetivo de evitar gastos desnecessários ao cedente. A análise das operações de compra de recebíveis é feita em duas fases:

- (a) Análise preliminar, na qual é verificado o enquadramento da operação às condições gerais estabelecidas pela securitizadora, neste caso a CIBRASEC, e autorizado o seu prosseguimento; e;
- (b) Análise complementar, na qual são realizadas as análises de crédito, técnicas e jurídicas necessárias à efetivação da contratação da operação.

8. Na fase de análise preliminar o cedente encaminhará à securitizadora apenas os documentos mencionados a seguir, para análise de viabilidade do empreendimento e das unidades objetos dos contratos a serem cedidos:

- Proposta de negócio;
- Certidão quinzenária do empreendimento (matrícula mãe), com negativa de ônus atualizada - original;
- Projeto de implantação e quadro de áreas;
- Projeto da unidade tipo;
- Material publicitário utilizado à época do lançamento;
- Tabela de vendas; e
- Contrato padrão utilizado na venda das unidades.

Confirmado o enquadramento da operação às condições gerais estabelecidas pela CIBRASEC, deverão ser apresentados os documentos para análise complementar, mencionados na relação abaixo, com as seguintes observações:

(a) As certidões deverão ser apresentadas no original ou cópia autenticada e:

- Ser extraídas nos domicílios da sede da empresa (ou da pessoa física) e no de localização do imóvel (se diferentes); e
- Estar dentro do seu prazo de validade: caso sejam omissas quanto a esse item, observar o prazo máximo de 60 dias, contados da data de sua emissão.

(b) Inexistindo laudo de avaliação, a CIBRASEC providenciará avaliação atualizada;

(c) O seguro para término de obra e responsabilidade civil do construtor poderá ser dispensado a critério da CIBRASEC.

Relação de documentos para análise complementar de pessoas físicas e jurídicas do(s) cedente(s) e fiador(es):

- Estatuto ou Contrato Social e alterações posteriores (cópia autenticada);
- Ata que elegeu a atual Diretoria (cópia autenticada);
- Declaração dos atos societários;
- Certidão Conjunta (CQTF/SRF e Dívida Ativa da União);
- CND/INSS (se empregador);
- CRS/FGTS (se empregador);

- Certidão Negativa de Protestos;
- Certidões de distribuição de ações estaduais (Falência/Concordata/Recuperação Judicial, Cíveis e Executivos Fiscais);
- Certidão de distribuição da Justiça Federal;
- Certidões de objeto e pé das ações apontadas nas certidões forenses

Relação de documentos para análise complementar de pessoas físicas;

- Cópia autenticada do RG;
- Cópia autenticada do CPF;
- Cópia autenticada do comprovante de estado civil (certidão de casamento, divórcio, pacto antenupcial etc.);
- Certidão de distribuições de ações criminais
- Declaração de que não é empregador (se for, deverá também entregar as certidões de CND/INSS e CRS/FGTS);

Nas operações realizadas sem coobrigação do cedente, apresentar:

- Certidão negativa de débitos - Fazenda Estadual;
- Certidão negativa de débitos - Fazenda Municipal;
- Certidão de distribuição de ações trabalhistas;

CAPÍTULO 5 - VISÃO DE ESPECIALISTAS EM MERCADO IMOBILIÁRIO SOBRE OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO

Foram entrevistados três profissionais que trabalham com mercado imobiliário e financeiro afim de se obter opiniões sobre a utilização de CRIs como forma de financiamento de empreendimentos no estado de Goiás. São eles: economista Nelson Monteiro, Gestor da sede em Goiânia da Gradual Corretora de Câmbio Títulos e Valores Mobiliários, o empresário Antônio Carlos da Costa, sócio Diretor da Tropical Imóveis e o engenheiro Fernando Coe Razuk, Diretor de Avaliação Imobiliária da EBM Incorporadora.

5.1 - VISÃO DO ECONOMISTA NELSON MONTEIRO, GRADUAL CORRETORA

Perguntado sobre como ele avalia o mercado de CRI no Brasil, ele comentou: "Os CRIs são instrumentos de Securitização de Recebíveis Imobiliários e sua tendência é crescer significativamente, pois são geradores de capital de giro para novos investimentos. A retomada do crescimento econômico vai manter aquecido o setor imobiliário que demandará um crescente volume de crédito. A rentabilidade é alta, muito melhor do que comprar imóvel, porque o imóvel você primeiro imobiliza , o CRI não, você recebe, aplicando. Tem-se o imóvel como garantia e recebe-se rentabilidade muito superior do que se estivesse realmente comprando aquele imóvel. Com um CRI bem feito, tem-se garantia e retorno."

No que se diz respeito às vantagens e desvantagens do CRI, Nelson comenta sucintamente: "Vantagens: Operação relativamente rápida para estruturar e com custos competitivos. Desvantagens: A colocação dos CRIs é feita no regime de melhores esforços".

Sobre o referido regime de melhores esforços, não há nenhum comprometimento por parte do intermediário para a colocação efetiva de todas as ações do lançamento. Por outro lado, o lançador não tem a certeza de conseguir aumentar seu capital na proporção pretendida, nem no tempo envolvido para a sua concretização, já que assume todos os riscos da aceitação ou não das ações lançadas por parte do mercado.

Em termos de estruturação dessa emissão com foco no incorporador, questionamos as diferenças de repassar seus créditos para uma securitizadora ou a uma SPE. Como resposta obtivemos: "Com a Securitizadora, o incorporador pode realizar uma seqüência de cessões de seus créditos de um mesmo empreendimento ou de empreendimentos diferentes, dentro de uma programação que se ajuste melhor ao seu fluxo de caixa. A SPE demanda uma estruturação específica por projeto, o que exige operar numa escala maior. Por ter isenção fiscal, as operações com CRI poderão gerar um *funding* a custo mais competitivo".

A isenção fiscal comentada foi concedida através da Lei 11.033, de 21 de dezembro de 2004, que confere isenção de imposto de renda para as aplicações em CRIs feitas por investidores pessoa física.

Supondo que uma incorporadora goiana queira fazer emissão de CRIs de seu empreendimento, cujas unidades já estão vendidas e a obra foi iniciada há apenas seis meses, foi questionado sobre como a Gradual conduziria este processo, o que seria requerido dessa incorporadora. "A Securitizadora Gradual está em processo de constituição. Assim, estaríamos solicitando as informações preliminares: Dados sobre a incorporadora (societários e financeiros), detalhamento do projeto, características dos recebíveis (forma, prazo, valores), montante da operação desejada. De

posse dessas informações, a Gradual irá consultar Securitizadoras parceiras para formalizar uma proposta”.

5.2 - VISÃO DO EMPRESÁRIO ANTÔNIO CARLOS DA COSTA, TROPICAL IMÓVEIS

Antônio Carlos descreveu assim suas expectativas quanto a emissão dos CRIs no mercado goiano: “Hoje, o mercado está muito globalizado, empresários de outros estados vêm para Goiás, empresários de Goiás vão para outros estados, no Brasil como um todo, as empresas não têm fronteiras. A expectativa de todo mundo é se o mercado vai dar oportunidade de juros que possibilitem ao consumidor final adquirir a unidade habitacional compatível com a renda que ele pode pagar. O que eu falo de juros compatíveis? É de 6 a 8% a.a. em uma dilatação para 30 anos, para aquisição da casa, principalmente a popular. Sabemos que nesse segmento mais carente, onde a demanda é maior, a capacidade de comprovação de renda é menor, tudo é muito complicado porque a maior parte dessas pessoas é informal. Temos que quebrar com o paradigma dos bancos a diminuir a burocracia, os juros e a dilatar o prazo. Esse mecanismo de CRI é fundamental neste processo. Os juros no mundo inteiro são os mesmos, o que muda de um mercado para outro é a taxa de risco. O CRI é de suma importância para dar a garantia à instituição financeira pegar as carteiras existentes e colocar num formato jurídico que ofereça garantia através da alienação fiduciária, uma figura que ampara o incorporador contra o mal pagador, assim ele passa a expurgar dessa taxa o risco”.

Questionamos sobre se este instrumento, CRI, pode cair em desuso por incorporadoras que abriam capital. Então ele respondeu: “As empresas de capital aberto que têm nos procurado não têm interesse em financiamento direto. A

rentabilidade delas no negócio é muito maior do que se elas fizessem o papel financeiro, até porque a rentabilidade a qual ela precisa oferecer aos investidores, que acreditaram na compra, é maior do que a instituição financeira está propondo para um cliente final. Enquanto o mercado fala em juros de 9 a 11% a.a., quem investe nas ações da empresa está pensando em rentabilidade maior, TIR em torno de 2% e rentabilidade próxima dos 18% a.a., caso ela não ofereça essa rentabilidade seu investidor vai migrar. O dinheiro que essas empresas captaram abrindo o capital é suficiente para travar área, adiantar alguma coisa para o proprietário da área, formar parceria e até adquirir a área. Eu acredito que esse produto (CRI) vai atender não só as pequenas como as que abriram capital. Essas empresas com poder maior de barganha, têm conseguido taxas mais atraentes, aí é briga de mercado, ela tem possibilidade maior, pelo próprio porte, fazer parceria com uma instituição financeira para repassar esse financiamento. A questão é saber até que ponto as instituições financeiras e fundos de pensão estão se sentindo seguros no sentido de operar com esses juros baixos dentro do contexto”.

5.3 - VISÃO DO ENGENHEIRO CIVIL FERNANDO COE RAZUK, EBM INCORPORADORA

Razuk avaliou as expectativas do mercado de CRIs no Brasil e no mercado goiano como promissora, pois “a taxa de juros está caindo, financiamos nossos clientes a 1,0 % a.m., algo em torno de 12,0% a.a. + IGP-M. Alguns bancos têm conseguido emitir a CRI a uma taxa muito parecida com essa, com *spread* muito pequeno. Por que eles fazem isso? Porque as securitizadoras que fazem essas operações estão vinculadas a algum fundo de pensão, e muitas vezes eles estruturam uma operação de securitização sem intenção de ganhar o *spread* do CRI exatamente, mas só para gerar ativo

para o fundo dele. O CMN (Conselho Monetário Nacional) tem uma resolução que exige que os bancos emprestem um volume de recursos da poupança para financiamento imobiliário. Um percentual desse recurso que o banco tem que emprestar, pode ser aplicado em CRI. Dependendo do *rating* desse papel, ele tem um risco menor que financiar o cliente na ponta, então eles também estão atrás da compra de CRI".

O Conselho Monetário Nacional (CMN) é um órgão ligado ao Governo Federal e têm a responsabilidade sobre a legislação, taxaço e as operações do mercado financeiro. A resolução da CMN mencionada é a nº. 3.177/04, na qual os bancos privados devem aplicar integralmente 65% da poupança em crédito imobiliário. Pela primeira vez a Caixa Econômica vai ter concorrência nesse tipo de negócio, o que vai proporcionar menores taxas em busca dos melhores contratos. 12% a.a. é o teto do SFH.

Spread é a diferença entre a taxa de captação e de aplicação, que fica em poder das instituições financeiras. Quanto maior o *spread*, maior o lucro dos bancos.

IGP-M é a sigla para Índice Geral de Preços de Mercado, é um índice de inflação calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV-SP), entre os dias vinte e um do mês anterior ao dia vinte do mês de referência. É bastante utilizado para a correção de contratos de aluguel, de prestações e como indexador de algumas tarifas como energia elétrica.

Razuk ainda acrescenta que "os primeiros empreendimentos nossos (EBM), com contrato 'redondo', são os que estão sendo entregues este ano (2007). Até o ano passado não conseguíamos securitizar toda a carteira, hoje, sim. Existem operações de securitização de não-performados, mas com contrato efetivado, pois a carteira é lastreada nos

recebíveis. Hoje em dia, as securitizadoras exigem algumas informações para securitizar uma carteira, acompanhar o histórico do cliente por pelo menos 12 meses, então esse cliente tem que estar comigo por pelo menos 12 meses, analisar se está em dia, se atrasou ou não, ter pago no mínimo 30% - alguns só exigem 20% - pois a multa rescisória é proporcional ao valor já pago. Assim, quanto maior o valor pago, menor é o risco de o cliente sair”.

Quando perguntado a respeito da necessidade de incorporadoras de capital aberto utilizar o CRI como forma de captação para o empreendimento, ele respondeu: “Das empresas que abriram capital, algumas têm mais de R\$ 1 bilhão em caixa, e eles não estão conseguindo aplicar o capital à mesma velocidade que atenda aos anseios dos investidores. Eles não têm necessidade do capital de giro que outras empresas menos capitalizadas têm. Às vezes, no final do empreendimento, estão com muito dinheiro em caixa, o que torna mais interessante deixar a carteira rendendo 1,0% a.m. + IGP-M, do que securitizar e colocar o dinheiro para remunerar o CDI enquanto não se opera em outro negócio. Empreendimento imobiliário rende pelo menos 2% a.m., para você topa o risco de comprar, fazer a obra e vender”.

CAPÍTULO 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mercado financeiro apresenta-se como uma alternativa viável para a obtenção de recursos para obras do setor imobiliário. A criação de mecanismos jurídicos de proteção ao crédito imobiliário - alienação fiduciária - conferiu maior segurança para o financiamento de ativos imobiliários por instituições financeiras. Assim as incorporadoras podem assumir seu papel como empreendedores, encaminhando a função financeira para agentes especializados do mercado.

Os CRIs apresentam-se, neste contexto, como uma opção viável para a antecipação de recebíveis, e uma boa alternativa de financiamento e dinamização do mercado imobiliário. Para a segurança das operações de securitização, cuidados especiais devem ser tomados em relação ao processo de venda dos imóveis, garantindo a confiabilidade do mercado na operação.

O objetivo desse trabalho foi estudar os CRIs como uma alternativa de financiamento imobiliário associado ao mercado financeiro, fornecendo subsídios para o entendimento do processo e sua utilização por empreendedores, engenheiros, estudantes e demais profissionais da área.

Os CRIs, além de fontes de financiamento de ativos imobiliários para empreendedores, constituem-se também em boa alternativa para investidores, uma vez que fundos lastrados em imóveis são considerados seguros e apresentam boa rentabilidade em relação a outros produtos similares no mercado.

CAPÍTULO 7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABECIP (1994). **O sistema financeiro da habitação em seus 30 anos de existência - realizações, entraves e novas proposições**. Brasília: Abecip.

AMORIM, Anderson; SOUZA, Evandro. **Securitização de Recebíveis: Diminuindo o Custo Financeiro e o Risco do Investidor** *Revista Trevisan* n. 116, p.20-34, outubro 1997.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. **Securitização como Parte da Segregação de Risco**. *REVISTA DO BNDES*, v. 6, n. 12, p. 123 - 136, dezembro 1999. Rio de Janeiro

BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo. **Banco de Dados**. Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em 09 jan. 2008.

BRASIL, Lei n. 4.380, de 21 de Agosto de 1964. Dispõe sobre a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e dá outras providências. **Banco de Dados da Presidência da República**. Disponível em: <www.planalto.gov.br/CCIVIL/Leis/L4380.htm> Acesso em 08 jan. 2008.

BRASIL, Lei n. 9.514, de 20 de Novembro de 1997. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. **Banco de Dados da Presidência da República**. Disponível em: <www.planalto.gov.br/CCIVIL/Leis/L9514.htm> Acesso em 09 jan. 2008.

BRASIL, Lei n. 8.668, de 25 de Junho de 1996. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. **Banco de Dados da Presidência da República.** Disponível em: <www.planalto.gov.br/CCIVIL/leis/L8668.htm> Acesso em 09 jan. 2008.

BRASIL, Lei n. 10.931, de 02 de Agosto de 2004. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei no 911, de 1 de outubro de 1969, as Leis no 4.591, de 16 de dezembro de 1964, no 4.728, de 14 de julho de 1965, e no 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. **Banco de Dados da Presidência da República.** Disponível em: <www.planalto.gov.br/CCIVIL/_Ato2004-2006/2004/Lei/L10.931.htm>. Acesso em 09 jan. 2008.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Resolução 2.706 de 30 de Março de 2000. Dispõe sobre o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo. (SBPE). **Banco de Dados.** Disponível em: <www.bcb.gov.br/htms/Deorf/r200012/Anexp.asp?idpai=revsfn200012>. Acesso em 09 jan. 2008.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Resolução 3.347 de 08 de fevereiro de 2006. Dispõe sobre o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). **Banco de Dados.** Disponível em <<http://www5.bcb.gov.br/normativos/detalhamentocorreio.asp?N=106034751&C=&ASS=RESOLUCAO+3.347&id=buscanorma>>. Acesso em 16 jan. 2008.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Resolução 2.623 de 29 de Julho de 1999. Dispõe sobre o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo. (SBPE). **Banco de Dados.** Disponível em: <www5.bcb.gov.br/normativos/detalhamentocorreio.asp?N=099172120&C=2623&ASS=RESOLUCAO+2.623> Acesso em 09 jan. 2008.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Resolução 2.519 de 29 de Junho de 1998. Dispõe sobre o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo. (SBPE). **Banco de Dados.** Disponível em: <www5.bcb.gov.br/normativos/detalhamentocorreio.asp?N=099172120&C=2623&ASS=RESOLUCAO+2.519> Acesso em 09 jan. 2008.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Resolução 2.968 de 24 de Junho de 2002. Dispõe sobre o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo. (SBPE). Altera o art. 1. do Regulamento anexo à Resolução 2.519, de 29 de junho de 1998, com a modificação introduzida pela Resolução 2.706, de 30 de março de 2000,

Banco de Dados. Disponível em: <www5.bcb.gov.br/normativos/detalhamentocorreio.asp?N=099172120&C=2623&ASS=RESOLUCAO+2.968> Acesso em 09 jan. 2008.

CIBRASEC - Companhia Brasileira de Securitização. Brasil. Apresenta informações referentes à função da securitizadora. Disponível em: <www.cibrasec.com.br>. Acesso em 09 jan. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n. 205, de 14 de Janeiro de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento

Imobiliário. **Banco de Dados da Comissão de Valores Mobiliários.** Disponível em:
<www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=%5Cinst%5Cinst205.htm>. Acesso em 09 jan. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n. 308, de 14 de Maio de 1999. Dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, define os deveres e as responsabilidades dos administradores das entidades auditadas no relacionamento com os auditores independentes. **Banco de Dados da Comissão de Valores Mobiliários.** Disponível em:
<www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=%5Cinst%5Cinst308.htm>. Acesso em 09 jan. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n. 356, de 17 de Dezembro de 2001. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. **Banco de Dados da Comissão de Valores Mobiliários.** Disponível em:
<www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=%5Cinst%5Cinst356.htm>. Acesso em 09 jan. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n. 414, de 30 de Dezembro de 2004. Dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI. **Banco de Dados da Comissão de Valores Mobiliários.** Disponível em:
<www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=%5Cinst%5Cinst414.htm>. Acesso em 09 jan. 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n. 418, de 19 de Abril de 2005. Altera a Instrução CVM nº 205. **Banco de Dados da Comissão de Valores Mobiliários**. Disponível em: <www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst418.htm>. Acesso em 09 jan. 2008.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução CMN n. 2.517, de 20 de Novembro de 1997. Considera como valores mobiliários os Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI. **Banco de Dados da Comissão de Valores Mobiliários**. Disponível em: <www5.bcb.gov.br/normativos/detalhamentocorreio.asp?N=098118949&C=2517&ASS=RESOLUCAO+2.517>. Acesso em 09 jan. 2008.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução CMN n. 2.686, de 26 de Janeiro de 2000. Estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo e a companhias securitizadoras de créditos imobiliários. **Banco de Dados da Comissão de Valores Mobiliários**. Disponível em: <www5.bcb.gov.br/normativos/detalhamentocorreio.asp?N=100014921&C=2686&ASS=RESOLUCAO+2.686>. Acesso em 09 jan. 2008.

FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro: Produtos e Serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002. 624p.

FERREIRA, Thaís Porto. **A Concessão de Subsídios por meio do Sistema Financeiro de Habitação** 2004, 122p. Dissertação (Mestrado) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2004.

MAFRA, Fábio Dieguez Barreiro. **Classificação de Risco dos Certificados de Recebíveis Imobiliários - Estruturação de um**

Processo de Rating da Perda Potencial da Carteira Securitizada. São Paulo, 2006, 143p. Dissertação (Mestrado) - Escola Politécnica, Universidade de São Paulo.

RAZUK, Fernando Coe. **Investimentos em Quotas de FII de Shopping Center: Uma Rotina de Análise para Investidores de Pequeno e Médio Porte.** São Paulo, 2006. 98p. Dissertação (MBA) Escola Politécnica, Universidade de São Paulo.

SCAGLIONE, L.R.T. **A Crise do SFH e a Necessidade de Reordenação do Financiamento do Setor Imobiliário.** São Paulo, 1993. 190p. Dissertação (Mestrado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas.

VEDROSSI, Alessandro Olzon. **A Securitização de Recebíveis Imobiliários: Uma Alternativa de Aporte de Capitais para Empreendimentos Residenciais no Brasil** 2002, 111p. Dissertação (Mestrado) - Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.

VEIGA, Luiz Alberto Cavalcante. **Securitização: Desintermediação Reduzindo Custos.** Cadernos ASLEGIS, n. 26, p. 55 - 66, maio/julho 2005.

UQBAR - Securitizadora. Brasil. Apresenta dados referentes a securitização de carteiras de investimento imobiliários. Disponível em: <www.uqbar.com.br>. Acesso em 09 jan. 2008.