

UFRRJ

INSTITUTO DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS

**CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM GESTÃO E ESTRATÉGIA
EM NEGÓCIOS**

DISSERTAÇÃO

**MERCADO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO: UM ESTUDO DA
PERCEPÇÃO DE CONSTRUTORES DA CIDADE DO RIO DE
JANEIRO-RJ**

Daniel Ferreira Falcão

2009



**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM GESTÃO E ESTRATÉGIA EM
NEGÓCIOS**

**MERCADO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO: UM ESTUDO DA
PERCEPÇÃO DE CONSTRUTORES DA CIDADE DO RIO DE
JANEIRO-RJ**

DANIEL FERREIRA FALCÃO

Sob a orientação do Professor
Marcelo Álvaro da Silva Macedo

Dissertação submetida como requisito
parcial para obtenção do grau de
Mestre em Gestão e Estratégia em
Negócios

Seropédica, RJ
Maio de 2009

333.33

F178m

T

Falcão, Daniel Ferreira, 1975-
Mercado de crédito imobiliário:
um estudo da percepção de
construtores da cidade do Rio de
Janeiro-RJ
/ Daniel Ferreira Falcão - 2009.
84 f. : il.

Orientador: Marcelo Álvaro da
Silva Macedo.

Dissertação (mestrado) -
Universidade Federal Rural do Rio
de Janeiro, Curso de Pós-Graduação
em Gestão e Estratégia em Negócios.
Bibliografia: f. 71-77

1. Mercado imobiliário - Rio de
Janeiro (RJ) - Teses. 2. Construção
civil - Rio de Janeiro (RJ) -
Teses. 3. Finanças - Teses. I.
Macedo, Marcelo Álvaro da Silva,
1970-. II. Universidade Federal
Rural do Rio de Janeiro. Curso de
Pós-Graduação em Gestão e
Estratégia em Negócios. III.
Título.

**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM GESTÃO E
ESTRATÉGIA EM NEGÓCIOS**

DANIEL FERREIRA FALCÃO

**MERCADO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO: UM ESTUDO DA
PERCEPÇÃO DE CONSTRUTORES DA CIDADE DO RIO DE
JANEIRO-RJ**

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Administração, no Curso de Pós-Graduação em Gestão e Estratégia em Negócios.

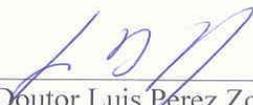
DISSERTAÇÃO APROVADA EM 15/05/2009



Prof. Doutor Marcelo Álvaro da Silva Macedo - Orientador
Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro



Prof. Doutor Marcos Aguiar de Souza
Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro



Prof. Doutor Luis Perez Zotes
Universidade Federal Fluminense

Dedicatória

Aos meus avós Joaquim e Hilda que, com simplicidade e sabedoria me ensinaram o valor do trabalho e da perseverança.

À minha mãe Conceição que, me ensinou que desafios surgem para serem superados.

À minha amiga, companheira, mãe dos meus futuros filhos, Virgínia, pela compreensão e companheirismo neste e em todos os projetos da minha vida.

Agradecimentos

Agradeço a Deus pela benção de poder realizar mais esse sonho e que me tem dado força e inspiração em todos os momentos da minha vida.

Ao meu orientador, Professor Marcelo Álvaro da Silva Macedo, sempre atencioso, com idéias precisas e objetivas, contribuindo de forma valiosa no resultado do estudo.

Aos professores da Banca Examinadora, Marcos Aguiar de Souza e Luis Perez Zotes, pelas valiosas críticas e sugestões.

Aos empresários e amigos que contribuíram com sua experiência, como gestores das empresas estudadas que dispuseram do seu valioso tempo e ainda abriram as portas de suas empresas, para que tal pesquisa acadêmica fosse desenvolvida.

Aos professores e funcionários do Instituto de Ciências Humanas e Sociais – ICHS da UFRRJ, que tanto me ensinaram e ajudaram.

Aos colegas de curso, em especial os que compartilharam os vários trabalhos apresentados, pela oportunidade de troca de conhecimento e companhia.

Aos meus colegas de trabalho pela solidariedade, credibilidade e compreensão nos muitos momentos que foram necessários estar ausente no trabalho.

A todos meus familiares e amigos, pelo carinho e compreensão.

RESUMO

FALCÃO, Daniel Ferreira. **Mercado de Crédito Imobiliário: um estudo da percepção de construtores da cidade do Rio de Janeiro-RJ**. 2009. 84p Dissertação (Mestrado em Administração, Gestão e Estratégia em Negócios). Instituto de Ciências Humanas e Sociais, Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, RJ, 2009.

O mercado imobiliário é o mecanismo social de coordenação das decisões individuais de localização e uso do solo urbano, de forma que desta coordenação surge uma cidade cujo solo urbano é (ou deveria ser) utilizado da forma mais eficiente. Cabe a esse mercado conciliar a liberdade de ação individual com a eficiência no uso dos recursos da sociedade. Os sistemas de crédito imobiliário, que são instrumentos de regulação do regime urbano, possuem uma relevância bastante considerável, posto que os mesmos sejam estratégicos para a estruturação e a consolidação do mercado imobiliário urbano capitalista. O objetivo deste estudo consiste em comparar a percepção de três construtores de imóveis residenciais com sede na cidade do Rio de Janeiro, em momentos distintos de maturidade operacional, quanto a obtenção de recursos financeiros para alavancagem de sua produção e posicionamento no mercado, através do Mercado de Crédito Imobiliário. A escolha do setor de construção civil residencial se dá pela sua evolução ao longo das últimas décadas mesmo com a crise dos últimos anos e com a redução dos postos de trabalho, o crescimento do setor lhe permitiu assumir um papel de liderança em termos de investimentos, absorção de mão-de-obra e geração de postos de trabalho. A metodologia usada foi a pesquisa bibliográfica seguida de estudo de casos múltiplos. O estudo de caso teve como principal objetivo promover uma reflexão crítica junto às premissas assumidas na formulação das hipóteses de partida para a pesquisa, reconhecendo com maior profundidade os principais acontecimentos da última década para o crescimento do mercado imobiliário, os obstáculos na evolução do mercado do crédito imobiliário enfrentados pelas empresas, dentre outros aspectos. Considerando a hipótese de que a velocidade, o grau de desenvolvimento e a quantidade de oportunidades das construtoras, nos últimos 5 anos, foi muito superior ao que foi vivido pelas construtoras no passado mais remoto e que o acesso ao mercado de crédito imobiliário tem sido fator determinante para o posicionamento destas construtoras no mercado imobiliário. Os principais resultados obtidos apontam para uma grande dependência da construção civil residencial em relação a um *funding* específico do financiamento a produção – o Plano Empresário – oferecido pelas instituições financeiras tradicionais. Além disso, os principais pontos para melhoria do mercado, apontados pelos entrevistados, foram: a desoneração fiscal da mão-de-obra, medidas fiscais em busca de redução dos tributos relacionados a venda e financiamento de imóveis e adicionalmente a desburocratização do processo de aprovação de projetos que tem provocado insegurança jurídica no setor.

Palavras-chave: Estratégia Financeira, Construção Civil e Mercado de Crédito Imobiliário.

ABSTRACT

The real estate market is the social mechanism of coordination about the individual decisions to localization and use of the ground urban, thus this coordination appears a city whose ground urban is used in way more efficient. This market has the responsibility to conciliate the freedom to act individually with exploitation in the use of the resources of the society. The systems of home loans, that are instruments to regulation the urban regimen, it possess an important position, therefore these are strategical for the structure and the consolidation of the real estate market urban capitalist. The objective of this study is to compare the perception of three residential constructors with headquarters in this city, Rio de Janeiro, at different moments of operational maturity, agility in the captation of financial resources to develop its operation and its positioning of market, through the Market of Home loans. The sector of residential civil construction was chosen had its great evolution throughout the last decades. Although the financial crises and reduction of jobs in general terms in the last years, this sector it showed a growth that allowed it assume a role of leadership in terms of investments, to absorb man power and generation of work ranks. The used methodology was bibliographical research and additionally study of multiple cases. The case study it had as main objective to promote a critical reflection about the premises assumed through the formularization of the hypotheses at the beginning of the research, recognizing with bigger depth the main events of last decade related of the real estate market, the obstacles in the evolution of the home loans faced by the companies, amongst other aspects. Considering the hypothesis of that the speed, the degree of development and the amount of chances of the constructors, in last the 5 years, were very superior what it was lived by the constructors in the past most remote and that the access to the market of home loans has been determinative factor for the positioning of these constructors in the real estate market. The main results show us a enormous dependence of the residential civil construction in specific relation to the funding of home loans -“plano empresário” - offered by the traditional financial institutions. Moreover, the main points for improvement of the market, identified for the interviewed ones, had been: reduction of related taxes the man power, fiscal changes to reduce taxes related to the real estate financings and additionally to reduce the difficulties in the process of approval of projects that currently generates legal unreliability in the sector.

Key-Words: Financial Strategy , Civil Construction and Market of Home loans.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 -	Restrições de financiamento por tamanho de empresa.....	17
Tabela 2 -	Uso do Crédito por Classe de Tamanho de Empresas.....	18
Tabela 3 -	Prazo Médio das Operações (em dias).....	19
Tabela 4 -	Crédito, PIB e PIB per Capita pelo Mundo (médias de 1994 a 1997).....	21
Tabela 5 -	Evolução dos principais índices da economia brasileira.....	39
Tabela 6 -	Tempo estimado para o processo de registro de imóveis - Brasil x Mundo.....	47

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 -	Segmentos Envolvidos no Debate para Melhoria do Crédito Imobiliário.....	41
-------------------	--	----

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 -	Efeitos Líquidos do Endividamento sobre o Valor da Empresa.....	14
Gráfico 2 -	Evolução do Crédito ao Setor Privado.....	16
Gráfico 3 -	Desembolsos do Sistema BNDES.....	15
Gráfico 4 -	Juros Cobrados pelo Setor Bancário a Empresas e Spreads Bancários.....	20
Gráfico 5 -	Crédito Privado & PIB (1995-1999).....	22
Gráfico 6 -	Unidades Habitacionais Financiadas pelo SFH, 1964 -2005.....	23
Gráfico 7 -	Evolução do SFH.....	24
Gráfico 8 -	Operações da COS-BNH e dos demais programas do SFH.....	25
Gráfico 9 -	Brasil, estoque de capital habitacional por habitante, 1950 a 2003..	26
Gráfico 10 -	Evolução do Déficit Habitacional Brasileiro.....	27
Gráfico 11 -	Concentração do Déficit por faixa de renda.....	28
Gráfico 12 -	Evolução da última década na Regulamentação do Crédito Imobiliário.....	29
Gráfico 13 -	Evolução de Unidades Financiadas pelo SFH (SBPE e FGTS).....	30
Gráfico 14 -	Evolução dos Investimentos habitacionais per capita, US\$ de 2005	34
Gráfico 15 -	Crédito Imobiliário & PIB em 2004.....	35
Gráfico 16 -	SELIC – Taxa de juros fixados pelo COPOM.....	39
Gráfico 17 -	Crédito Imobiliário – Situação Atual x Expectativa para os próximos 10 anos.....	42
Gráfico 18 -	Emissão de certificados de recebíveis imobiliários.....	45

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 -	Emissão primária de certificados de recebíveis imobiliários.....	30
Quadro 2 -	O Crédito em outros países.....	35
Quadro 3 -	Informações Gerais sobre os entrevistados.....	53
Quadro 4 -	Informações Gerais sobre as empresas.....	53
Quadro 5 -	Todas as categorias sobre “o crédito no Brasil é satisfatório?”.....	56
Quadro 6 -	Quadro comparativo das categorias sobre “o crédito no Brasil é satisfatório?”.....	57
Quadro 7 -	Categorias sobre “vantagens e desvantagens do plano empresário”	58
Quadro 8 -	Quadro comparativo das categorias sobre “vantagens e desvantagens do plano empresário”.....	58
Quadro 9 -	Categorias sobre “pretensão de mudar de nível de acesso ao crédito imobiliário”.....	59
Quadro 10 -	Quadro comparativo das categorias sobre “pretensão de mudar de nível de acesso ao crédito imobiliário”.....	60
Quadro 11 -	Categorias sobre “quem são os grandes beneficiados com o boom imobiliário?”.....	60
Quadro 12 -	Quadro comparativo das categorias sobre “quem são os grandes beneficiados com o boom imobiliário?”.....	61
Quadro 13 -	Categorias sobre “o que representa o crédito imobiliário para o seu negócio?”.....	62
Quadro 14 -	Quadro comparativo das categorias sobre “o que representa o crédito imobiliário para o seu negócio?”.....	63
Quadro 15 -	Resultados Classe 1 de Propostas - Mercado de Crédito Imobiliário.....	63
Quadro 16 -	Resultados Classe 2 de Propostas - Insumos, Mão-de-obra e Medidas Fiscais.....	64
Quadro 17 -	Resultados Classe 3 de Propostas - Estimulo as Operações nos Mercados Hipotecários.....	64
Quadro 18 -	Resultados Classe 4 de Propostas - Aprovação e Licenciamento de Projetos.....	65
Quadro 19 -	Resultados Classe 5 de Propostas - Melhoria do Processo de registro de Imóveis.....	65
Quadro 20 -	Influência dos aspectos econômicos na estrutura de capital.....	66

LISTA DE ABREVIÇÕES E SÍMBOLOS

ABECIP	Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança
ABEF	Associação Brasileira de Empresas de Engenharia e Fundações e Geotécnica
BACEN	Banco Central do Brasil
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Social
BNH	Banco Nacional da Habitação
CBIC	Câmara Brasileira da Indústria da Construção
CDB	Certificado de Depósito Bancário
CEF	Caixa Econômica Federal
CES	Coefficiente de Equiparação Salarial
CCI	Cédulas de Crédito Imobiliário
CIBRASEC	Companhia Brasileira de Securitização
CMN	Conselho Monetário Nacional
COPOM	Comitê de Política Monetária
COS	Carteira de Operação Social
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
FCVS	Fundo de Compensação de Variações Salariais
FII	Fundo de Investimento Imobiliário
FNHIS	Fundo Nacional de Habitação de Interesse Social
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPO	Initial Public Offering, em português, OPA, Oferta Primária de Ações
ITBI	Imposto sobre Transmissão Bens Intervivos
LAJIR	Lucro antes dos juros e imposto de renda
LCI	Letras de Crédito Imobiliário
LH	Letras Hipotecárias
LPA	Lucro por Ação
MDU	Ministério de Desenvolvimento Urbano e Meio Ambiente
MPE's	Micro e Pequenas Empresas
MPOG	Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão
OECD	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PAIC	Pesquisa Anual da Indústria da Construção – IBGE
PIB	Produto Interno Bruto
PNAD	Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílio
PNH	Plano Nacional de Habitação
PROER	Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional
RET	Regime Especial Tributário
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SFH	Sistema Financeiro Habitacional
SFI	Sistema Financeiro Imobiliário
SINDUSCON	Sindicato da Indústria da Construção Civil
SNHIS	Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social

SUMÁRIO

1 - INTRODUÇÃO.....	1
1.1 - Formulação do Problema.....	1
1.2 - Objetivos Gerais e Específicos.....	4
1.2.1 - Objetivo Geral.....	4
1.2.2 - Objetivos Específicos.....	4
1.3 - Delimitação da Pesquisa.....	4
2 - REFERENCIAL TEÓRICO.....	5
2.1 - ESTRATEGIAS DE FINANCIAMENTO E ESTRUTURA DE CAPITAL.....	5
2.1.1 - Estratégia Financeira e Decisões de Longo Prazo.....	5
2.1.1.1 - O Conceito de Estratégia.....	5
2.1.1.2 - Estratégia Financeira.....	5
2.1.1.3 - Decisões de Longo Prazo.....	6
2.1.1.4 - Captação de Recursos de Longo Prazo em Economias Desenvolvidas.....	6
2.1.2 - Estrutura de Capital.....	7
2.1.2.1 - Estrutura de Capital e Nível de Endividamento.....	7
2.1.2.2 - Alavancagem e Decisões de Financiamento.....	14
2.1.2.3 - O Crédito no Brasil e no Cenário Internacional.....	15
2.2 - CRÉDITO IMOBILIÁRIO.....	22
2.2.1 - Mercado Imobiliário.....	22
2.2.1.1 - Histórico da política nacional de habitação.....	22
2.2.1.2 - Evolução do mercado brasileiro na última década.....	27
2.2.1.3 - Experiências e lições no cenário internacional.....	31
2.2.2 - Crédito Imobiliário.....	34
2.2.2.1 - Premissas e características do SFI.....	35
2.2.2.2 - Cenário atual.....	38
2.2.2.3 - Principais propostas e desafios.....	40
3 - METODOLOGIA DE PESQUISA.....	48
4 - RESULTADOS E DISCUSSÃO.....	56
5 - CONCLUSÃO.....	68
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	71
GLOSSÁRIO.....	78
APÊNDICE A – QUESTIONÁRIO DO ESTUDO DE CASO.....	82

1 INTRODUÇÃO

1.1 *Formulação do Problema*

Os dados do IBGE (1996) apontam o Brasil como um país agrícola, nos anos 60, com uma taxa de urbanização de apenas 44,7%. Desde então, observou-se um rápido processo de industrialização e urbanização. Em 1980, 67,6% do total da população já vivia em cidades e na década seguinte entre 1991 e 1996, houve um acréscimo de 12,1 milhões de habitantes urbanos, o que se reflete na elevada taxa de urbanização (78,4%). Segundo Sousa (2006) essa taxa de urbanização atingiu 82% em 2006, sendo que 40% da população residente em áreas metropolitanas, que correspondem a 2% do território nacional. Outro ponto em destaque é que esse crescimento acelerado foi alcançado sem qualquer planejamento das cidades, da infraestrutura e de um sistema de crédito habitacional. Provocando o crescimento desorganizado das cidades e do surgimento de inúmeras favelas, que aos poucos foram sendo consolidadas. Fatores como esses aliados à fragilidade da estrutura de distribuição de renda da população (bastante desigual), resultou em uma ocupação desordenada das cidades e na fragmentação do tecido urbano e social, complemente Sousa (2006).

Nos dias atuais a economia brasileira, apresenta sinais de estabilidade monetária e assim propícia ao crescimento e expansão do crédito. Após décadas de insegurança e enfrentamento de inúmeros obstáculos ao crescimento auto-sustentado, o Plano Real pôs fim à inflação crônica, considerado o grande obstáculo. A estabilidade econômica e a evolução do papel do estado no sentido de regular os mercados e prover à sociedade dos serviços próprios do setor público (sistema financeiro, telecomunicações, energia elétrica e etc.) formam a base dessa intensa transformação ocorrida nos últimos anos, que possibilitou a inserção do país no mercado global, de acordo com Fleury (2004).

Os sistemas de crédito imobiliário considerados como instrumentos de regulação do regime urbano, compõem a peça central do processo de desenvolvimento deste cenário, posto que os mesmos sejam estratégicos para a estruturação e a consolidação do mercado imobiliário urbano capitalista. Esses sistemas, regulados pelo SFH e SFI, empregam um método de funcionamento do mercado imobiliário na qual a determinação dos preços dos imóveis depende em larga escala das estratégias de atuação dos capitais de promoção e do volume de crédito que alimenta o ciclo de financiamento da produção imobiliária (SOUSA, 2006).

A constituição, num todo, de um mercado ativo de crédito imobiliário, tem sido foco de crescente preocupação dos governos e vem fazendo parte das prioridades de políticas públicas em vários países em desenvolvimento (COSTA e LUNDBERG, 2004).

A explicação para tal preocupação se baseia tanto nos ganhos de bem-estar associados a um mercado de crédito habitacional eficaz, como nos efeitos multiplicativos que seu desenvolvimento insere em termos de crescimento da renda e do emprego.

(COSTA e LUNDBERG, 2004)

As afirmativas anteriores de Sousa (2006) e Fleury (2004) convergem para a importância do mercado imobiliário, no âmbito macro-econômico, enquanto mecanismo social de coordenação das decisões individuais de localização e uso do solo urbano, de forma que desta coordenação surge uma cidade cujo solo urbano é (ou deveria ser) utilizado da forma mais eficiente. Cabe a esse mercado conciliar a liberdade de ação individual com a eficiência no uso dos recursos da sociedade.

O baixo desenvolvimento do sistema financeiro, em geral, tem seu custo. Além de uma redução na taxa de crescimento, encontram-se efeitos sobre a estrutura da economia. O processo de internacionalização desde o início da década de 90 tem mudado radicalmente as condições e perspectivas para as empresas nacionais. Aquelas que não conseguem acessar

fontes de capital a custos competitivos têm muito menos chances de sobreviver e acabam sendo alvos para aquisição. Um mercado financeiro pouco desenvolvido que coloca fortes restrições financeiras sobre as empresas é um promotor da concentração de mercado e da desnacionalização. Mercados de crédito e capitais eficientes são vitais para garantir competitividade às empresas domésticas.

De acordo com os dados da ABECIP, SFI – como funciona o novo sistema de financiamento imobiliário. Apud Sousa (2006), uma das conseqüências do encolhimento do sistema formal de crédito imobiliário, nas décadas anteriores, foi uma enorme desintermediação financeira do setor. Os financiamentos passaram a ser oferecidos pelas próprias construtoras e incorporadoras, pois estas não tiveram outra escolha senão o oferecimento direto de financiamentos aos adquirentes, por meio do parcelamento do preço de venda dos imóveis ou modelos de autofinanciamento baseados em consórcios. Tais soluções iniciaram de forma modesta e desacreditada pelo mercado, mas com o passar do tempo e com a criatividade dos empresários do mercado da construção civil, passaram efetivamente a ocupar o espaço deixado pelo sistema financeiro.

Segundo a CBIC (2007), a retomada do crescimento do crédito, é motivada pela previsibilidade proporcionada pela estabilidade econômica (a partir de 1995), somado à melhora da segurança jurídica, a redução das taxas de juros e a melhora da renda (reduzindo o grau de incerteza do mercado) contribuindo essencialmente na manutenção e dinamismo da demanda interna, para todos os tipos de operações de crédito, em especial para as operações de financiamentos imobiliários que possuem prazos mais longos. Conforme dados do BACEN, o montante de crédito estocado do sistema financeiro, atingiu em outubro de 2007, a marca de R\$ 880,8 bilhões, com registro de crescimento de 26,3% no período de 12 meses.

Nos dias de hoje existem dois sistemas que dirigem as operações de crédito imobiliário no Brasil: o SFH, que foi criado nos meados da década de 60, com a instituição da correção monetária e o porte de significativos recursos para a habitação. Vinte anos mais tarde se desestruturando após passar por sucessivos planos econômicos e altas taxas de inflação causando desequilíbrio nos contratos de financiamento. Em 1997 foi criado o SFI, um sistema moderno inspirado em modelos praticados por países já desenvolvidos, com eficiência comprovada, alicerçado na desregulamentação, desestatização das atividades e desoneração dos cofres públicos (PNH, 2007).

Uma vasta literatura aponta a existência de um papel para o sistema financeiro como promotor de desenvolvimento econômico (LEVINE, 1998), justificando a preocupação dos governos em aprimorá-lo. No Brasil, apenas um número bastante reduzido de empresas utiliza o mercado de capitais para levantar fundos (CARVALHO, 2000).

Nesse sentido, a construção residencial, é um setor de grande importância para o crescimento e expansão econômica do Brasil. O setor é formado por 105,5 mil empresas formais de construção, é uma grande geradora de empregos ocupando um contingente de 1,554 milhão de pessoas, sendo essa mão-de-obra dos mais diversos níveis de instrução e qualificação e com obras e serviços que movimentaram R\$ 100 bilhões e adicionaram ao PIB brasileiro R\$ 55,555 bilhões, dados obtidos da PAIC 2005. Projeções do BNDES para o período de 2008 e 2011 apontam para um investimento de R\$ 535 bilhões, representando 44,1% do total de R\$ 1,2 trilhão que todos os setores em conjunto vão aplicar na expansão das atividades (GARRIDO, 2008). Mas o seu impacto social vai além do emprego e da movimentação de investimentos. A construção residencial produz o bem tangível privado mais importante para uma família, o que traz consigo benefício não só para o indivíduo mais também para a sociedade.

Apesar dos indicadores, das boas perspectivas para o setor e dos 14 trimestres consecutivos de variações positivas de seu produto em relação ao trimestre imediatamente anterior, o setor da construção civil, ainda é muito carente de investimentos (CBIC, 2007). A

atual taxa de investimento em construção residencial está em níveis muito abaixo das necessidades nacionais e também dos níveis internacionais. Esse contexto está intimamente relacionado ao histórico de reduzido volume de crédito ao setor. Em julho de 2006, o saldo dos financiamentos para residências representava apenas 1,6% do PIB (BNDES, 2006).

No que se refere ao crédito bancário como um todo, os indicadores de desenvolvimento do sistema financeiro demonstram um crescimento significativo nos últimos dois anos, registrando crescimento anual de 27,8% em 2007, ante 20,7% no ano anterior. A relação entre o volume total de empréstimos e o PIB atingiu 34,7%, maior percentual desde julho de 1995, ante 30,7% ao final de 2006 (BACEN, 2007).

A justificativa para a escolha do setor de construção civil se dá pela sua evolução ao longo das últimas décadas mesmo com a crise dos últimos anos e com a redução dos postos de trabalho, o crescimento do setor lhe permitiu assumir um papel de liderança em termos de investimentos, absorção de mão-de-obra e geração de postos de trabalho, já que emprega uma quantidade expressiva de pessoas (BNDES, 2006). Portanto, o setor apresenta uma alta representatividade econômica, até mesmo porque as empresas de construção civil necessitam de investimentos de grande monta para desenvolver seus projetos.

Eduardo Zaidan, vice-presidente do Sinduscon – SP, afirma que cerca de 70% do que é investido na economia, de qualquer maneira, passa pela construção civil, seja porque uma família resolveu comprar uma casa própria, seja pela construção de um shopping ou de uma escola pública (MONTEIRO, 2005). Quanto ao assunto central, o crédito imobiliário, justifica-se por ser o instrumento propulsor desse quadro favorável, pois foi através das seguidas mudanças, atualizações e inovações do regimento financeiro imobiliário que se conseguiu atingir a situação atual, favorável, dando maior clareza, confiabilidade e ganhos em escala aos construtores e incorporadores que operam no segmento residencial.

Referida pesquisa realizou-se na cidade do Rio de Janeiro em função de ser a segunda maior metrópole brasileira em construções residenciais, além da maior facilidade de acesso às empresas, visto que o fato do pesquisador residir no local e atuar em uma empresa do mesmo ramo o que proporcionou fácil a acesso a alta administração das empresas para a realização das entrevistas. Durante o estudo foram ouvidos três executivos de renomadas construtoras do com sede nesta cidade, a fim de identificar e comparar, a percepção de cada um, quanto a representatividade do Mercado de Crédito Imobiliário e toda a estrutura financeira que permeia o tema. O estudo justifica-se, também, na medida em que pode representar uma importante fonte de informações para que as empresas, desse setor, passem a melhor desenvolver ou formular suas estratégias financeiras.

1.2 Objetivos Gerais e Específicos

1.2.1 Objetivo Geral:

O objetivo geral nesta dissertação consiste em identificar e comparar a percepção de três construtoras com sede na cidade do Rio de Janeiro, em momentos distintos de maturidade operacional quanto a obtenção de recursos financeiros para alavancagem de sua produção e posicionamento no mercado, através do Mercado de Crédito Imobiliário.

1.2.2 Objetivos Específicos:

1. Rever os conceitos de estratégia financeira, decisões de longo prazo, estrutura de capital, nível de endividamento e captação de recursos de longo prazo;
2. Entender os principais acontecimentos que levaram o mercado imobiliário ao alto nível de produção, após anos de estagnação e descrédito;
3. Identificar os obstáculos enfrentados e ainda existentes relacionados ao financiamento da produção, para cada uma das construtoras estudadas, considerando os momentos distintos de maturidade operacional;
4. Discutir as perspectivas do modelo de negócios de cada uma das construtoras, quanto ao seu nível de acesso aos recursos financeiros do Mercado de Crédito Imobiliário;
5. Apontar o entendimento de quem são os maiores beneficiados com o aquecimento do mercado imobiliário, as construtoras? Os bancos? Os mutuários? O governo? Ou todos estão sendo beneficiados e como cada um deles está sendo beneficiado.
6. Compreender se as características estruturais das empresas estudadas e o tempo de vida e atuação no mercado, podem vir a influenciar de forma positiva ou negativa na obtenção do crédito imobiliário e ainda buscar identificar os aspectos econômicos que influenciaram na estrutura de capital de cada das construtoras;
7. Reunir e avaliar junto aos construtores, as principais propostas de melhorias do setor da construção civil, encontradas durante o estudo.

1.3 Delimitações da Pesquisa

O trabalho está dirigido para a análise das construtoras e sua visão quanto ao crédito imobiliário (financiamento à produção), não se tem a intenção de estudar o crédito/financiamento ao mutuário e nem a estrutura dos outros “players” desse contexto como os agentes financeiros e o governo. Além disso, a pesquisa está focada em construtoras do estado do Rio de Janeiro o que pode ser um fator limitante para algumas das conclusões obtidas, quando se faz referência a indicadores ou realidades locais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 ESTRATÉGIAS DE FINANCIAMENTO E ESTRUTURA DE CAPITAL

2.1.1 ESTRATÉGIA FINANCEIRA E AS DECISÕES DE LONGO PRAZO

2.1.1.1 O conceito de Estratégia

O primeiro passo é a compreensão do significado do termo estratégia. Na realidade, não existe uma definição universalmente aceita de estratégia (MINTZBERG; QUINN, 2001). O conceito de estratégia é relativamente novo para a literatura de administração, tendo sua origem situada na arte militar, através da arte de mover e dirigir tropas e de se impor perante o inimigo e às dificuldades da batalha. De acordo com Mintzberg e Quinn (2001), “à medida que as sociedades cresciam e os conflitos se tornavam mais complexos; gerais, estadistas e capitães estudavam, codificavam e testavam conceitos estratégicos essenciais”.

No meio empresarial, a estratégia é o modelo de decisões de uma empresa, que expressa os objetivos a serem alcançados, a variedade de negócios a que se dedicará e a contribuição econômica e não econômica que dará aos seus acionistas, empregados, clientes e sociedade em geral. Este modelo de decisão determina como a empresa deve utilizar os seus pontos fortes existentes ou potenciais para o aproveitamento das oportunidades ou a superação de barreiras (CASARROTO, KOPITTKKE; 1994).

A empresa pode optar por diversas estratégias, visando o crescimento econômico, a conquista de novos mercados e a maximização dos seus resultados (CASARROTO, KOPITTKKE; 1994). A definição de uma estratégia adequada é fundamental para o sucesso de qualquer negócio e a análise do ambiente no qual a empresa opera é o primeiro passo para a eficácia de uma estratégia de negócios, ainda mais num ambiente como o atual, no qual as mudanças passaram a se tornar constantes, e compreender estas mudanças ajudará os administradores a prever ativamente e se preparar para as alterações nos cenários em que operam (GHEMAWAT, 2000). Apesar da estratégia preocupar-se em impor padrões organizacionais, hoje, administrar a estratégia é administrar a mudança (MINTZBERG; QUINN, 2001).

Na verdade uma estratégia deve ser internalizada de maneira que gere valor agregado para a empresa no ambiente em que opera, como um todo. Em segundo lugar, segundo Ghemawat, (2000) ela deve se adequar ao ambiente externo de forma a protegê-la, pelo menos até certo ponto, contra ameaças à sua sustentabilidade. A compreensão da definição global de estratégia é necessária para a abordagem das estratégias empresariais funcionais, como a estratégia financeira (CAMLOFFSKI, 2007).

2.1.1.2 Estratégia Financeira

A estratégia financeira é uma estratégia funcional ou operacional em relação à estratégia global da empresa, afirma Camloffski (2007), entretanto, as ambas devem estar integradas e convergir. Na maioria das empresas, as estratégias de negócio que obtiveram sucesso dependem, em grande parte, das decisões do nível operacional.

Camloffski (2007), complementa que a estratégia financeira abrange ainda algumas questões como: aumento da receita, melhoria dos custos e da produtividade, redução dos riscos, retorno sobre investimentos, desinvestimentos, eficiência dos ativos, relações com entidades financeiras e bancos. Cabendo ao planejamento financeiro a função de traduzir e explicar as conseqüências das decisões sobre os recursos financeiros.

A incessante pressão da globalização e as constantes mudanças que se processando na natureza da competição, fazem do investimento um dos fatores mais importantes da vantagem competitiva, todavia, atualmente, varias empresas têm optado pela redução da intensidade de

ativos, a fim de focar as habilidades e atividades mais importantes e evitar investimentos que sobrecarreguem a organização (SLYWOTZKY, MORRISON, 1998).

A estratégia financeira está intimamente concatenada à estratégia de investimentos, que para ser interessante, deve render, no mínimo, a taxa de juros equivalente à rentabilidade das aplicações correntes e de pouco risco, que é a taxa mínima de atratividade (CASARROTO, KOPITTKKE, 1994). De acordo com Gitman, (2004) a taxa mínima de atratividade, é a taxa paga pelo mercado financeiro em aplicações de baixo risco. No entanto o custo de capital é a taxa de retorno exigida pelos fornecedores do dinheiro no mercado para que seus fundos de investimentos sejam atrativos. Mantendo-se o risco constante, os projetos com taxa de retorno superior ao custo de capital elevarão o valor da empresa; aqueles com taxa inferior o reduzirão.

2.1.1.3 Decisões de Longo Prazo

A escolha do prazo de dívida é parte fundamental na decisão da estrutura de capital da firma. Tão importante quanto definir a parte do fluxo de caixa futuro da firma que será direcionado para o pagamento de credores é determinar quando o desembolso será feito. Empresas que utilizam recursos com prazos inadequados ao projeto pretendido incorrem em custos mais elevados e riscos financeiros.

A literatura em finanças corporativas sobre fatores determinantes da duração da dívida se desenvolve consideravelmente durante os anos 90 com estudos realizados para empresas americanas por Diamond (1991), Stohs e Mauer (1996) e Guedes e Opler (1996). A partir destes, pesquisas sobre a duração da dívida corporativa se intensificaram nos EUA e se iniciaram em outros países. Em comum, tais estudos constroem hipóteses fundamentais para a definição do prazo de dívida como os custos de agência, as influências da natureza da empresas e do produto, a assimetria de informação, os benefícios tributários e trade-off. Ou seja, hipóteses que reúnem as características das empresas e do ambiente institucional que estas se inserem como o mercado financeiro e a estrutura legal do país.

Para empresas brasileiras, mesmo que não específicos sobre o tema, alguns trabalhos trazem importantes conclusões sobre os fatores determinantes da duração da dívida corporativa. Brito e Lima (2005), por exemplo, ressaltam a influência positiva da tangibilidade do ativo e do controle estatal no capital da empresa sobre o prazo da dívida bem como comprovam uma relação inversa entre empresas mais rentáveis e mais arriscadas e dívida de longo prazo.

Na visão de Guedes e Opler (1996), a dívida de longo prazo também protege a firma de credores oportunistas que usam as ameaças de liquidação das linhas de crédito para expropriar empresas boas, viabiliza projetos de maior valor agregado e com retornos em prazos mais longos.

Os autores observam que decisões sobre o prazo de dívida passam ainda pela observação de fatores macroeconômicos, capazes, por exemplo, de reduzir a oferta de linhas de crédito com prazos mais longos e pela observação de fatores institucionais como a estrutura legal do país, a influência do risco soberano e grau de desenvolvimento do mercado financeiro do país.

Em síntese, tomando como base os diversos fatores que podem influenciar diretamente as decisões sobre o prazo ótimo da dívida, a literatura estabelece 5 hipóteses básicas, discutidas no item específico de Estrutura de Capital.

2.1.1.4 Captação de Recursos de Longo Prazo em Economias Desenvolvidas

Ao analisar a evolução dos segmentos do mercado financeiro nos EUA, Saunders (2000) destaca, desde os anos setenta, o crescimento diferenciado da indústria de fundos mútuos e dos serviços financeiros relacionados com o segmento de seguros, fortalecendo a

captação de recursos a prazos mais longos. Paralelamente à expansão patrimonial destes segmentos, o autor ainda destaca a crescente evolução da emissão de títulos pelo setor privado. Mishkin (2000) igualmente observou que, desde os anos 80, a crescente internacionalização dos mercados financeiros tem-se tornado uma importante tendência, destacando inclusive o crescimento financeiro mais do que proporcional dos mercados estrangeiros fora dos EUA.

A esse respeito, Grinblatt e Titman (2005) afirmam que os mercados financeiros internacionais tornaram-se globais, pois as empresas norte-americanas captam recursos em toda parte do mundo enquanto os investidores norte-americanos ofertam capitais tanto para empresas estrangeiras quanto domésticas.

Com relação à importância relativa dos padrões de financiamento entre os mercados financeiros dos países desenvolvidos para as empresas abertas, Mishkin (2000) destaca que mesmo nos EUA e Canadá, as empresas ainda buscam em primeiro lugar os recursos nos intermediários financeiros para o financiamento das suas atividades.

Brealey, Myers e Allen (2005) colocam uma série de questões quanto ao aspecto decisório da empresa na captação de recursos, tais como: deve emitir mais ações ou deve tomar recursos emprestados, deve emprestar a prazos mais curtos ou mais longos, deve emitir um título de dívida de longo prazo ou conversível em ações, dentre alternativas possíveis.

Depreende-se que um mercado de capitais desenvolvido é prerrogativa fundamental para que as empresas possam estabelecer suas políticas de estrutura de capital, na medida em que este permite uma composição mais adequada entre capital próprio e capital de terceiros. Nos países mais desenvolvidos, e particularmente nos Estados Unidos, o mercado de capitais, desenvolveu-se a tal ponto que inclusive empresas de pequeno e médio porte conseguem captar recursos de capital próprio e de terceiros de longo prazo, através do lançamento público de títulos ou ações.

2.1.2 ESTRUTURA DE CAPITAL

2.1.2.1 Estrutura de Capital e Nível de Endividamento

Estrutura de capital ou de financiamento é conceituada como a combinação entre o volume de recursos próprios e de terceiros utilizados por uma organização (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002). O capital próprio é aquele proveniente da emissão de ações, no caso das sociedades anônimas, ou são os recursos captados junto aos proprietários, em outros tipos de sociedades. Recursos de terceiros são aqueles obtidos por meio da emissão de títulos de dívidas e via empréstimos bancários. Credores podem cobrar juros pela utilização de seus recursos financeiros, além de terem preferência no recebimento dos dividendos das companhias financiadas. Adicionalmente, lhes é legalmente concedido o direito de pedirem a decretação de falência, caso a empresa financiada não honre com seus compromissos.

O endividamento tem um aspecto importante na análise financeira de empresas não financeiras, especialmente em economias como a brasileira que possuem características peculiares que as tornam menos favoráveis à prática voluntária de políticas de financiamento. O campo que estuda o endividamento é denominado de estrutura de capital, que possui um conjunto relevante de teorias e conceitos desenvolvidos e que tem sido extensa e intensamente abordado na literatura de finanças, contabilidade e até mesmo economia.

De acordo com Zysman (1983), Government, markets and growth. Apud Batista, et al. (2005) o mercado de capitais surgiu para financiar o desenvolvimento industrial. Assim as empresas que possuem planos de investimento de longo prazo utilizam recursos próprios e emitem ações e para o curto prazo, os empréstimos bancários. Nas localidades onde os

mercados de ações não se desenvolveram de forma plena, as instituições financeiras especializadas aparecem para ocupar este espaço. O aperfeiçoamento do mercado de capitais possibilita o surgimento de um mercado secundário desenvolvido e dinâmico, este contribui para definir o preço que norteia a emissão primária. Na hipótese do mercado funcionar de forma ideal, a formação de preços permitirá uma plena alocação de recursos. Zonenschain (2002) aponta ainda alguns aspectos econômicos que podem determinar a possibilidade de endividamento das empresas, são eles:

Estabilidade econômica – O efeito do crescimento da inflação afeta custo de oportunidade. Reduzindo a quantidade de recursos para emissão de ação. A emissão de títulos por parte das empresas é favorecida pela estabilidade econômica..

Desenvolvimento do mercado de capitais – Os modelos baseados em mercado de capitais favorecem a emissão de títulos que negociados em grande escala na economia.

Tributação – Os impostos desempenham um papel importante na definição da estrutura de capital, na medida em que conduzem a custos diferenciados para cada composição de capital, pelo emprego de diferentes alíquotas.

Tamanho da empresa – O custo de falência detém uma relação de desproporcionalidade com o tamanho da empresa. Empresas maiores tendem a ser diversificadas e menos inclinadas a falência, no entanto as menores têm um possibilidade maior de falência. Esta condição possibilita uma maior alavancagem para as grandes empresas.

Lucratividade da empresa – Em empresas que possuem margem de lucratividade, procurarão se financiar através da retenção dos lucros ao invés dos recursos externos. Outro detalhe que devemos observar é a volatilidade do lucro, o nível de endividamento pode ser menor quanto maior for a volatilidade.

Setor da indústria – Este item possui uma relação estreita com o endividamento, os setores que produzem produtos mais específicos que outros, tendem a ter maiores níveis de endividamento.

Taxa de crescimento da firma – As companhias controladas por acionistas tendem a investir abaixo do nível considerado ótimo para se apossar de recursos dos detentores de títulos, o que gera a necessidade de monitorá-las.

Especificidade do produto – O endividamento está associado a um risco mais elevado de falência, quanto maior o grau de especificidade do produto, menor será o uso do endividamento.

A importância deste tema em finanças decorre do fato de que não há respostas definitivas acerca da melhor composição entre capitais próprios e de terceiros para os inúmeros tipos de organizações existentes, de setores de atividades diversos e expostas a ambientes empresariais distintos.

Cada estrutura de financiamento pode trazer vantagens e desvantagens para uma empresa, dependendo de suas características específicas em relação as oportunidades de crescimento, classificação e grau de especialização do setor, tamanho da organização, volatilidade dos rendimentos e rentabilidade dos negócios (TITMAN e WESSELS, 1988); e à instabilidade do ambiente ao qual a companhia está inserida.

A discussão acerca da melhor estrutura de capital de uma empresa tornou-se especialmente polêmica com a publicação do artigo de Modigliani e Miller (1958), onde os autores enunciam três proposições que foram de encontro com a teoria até então publicada sobre estrutura de financiamento. A primeira afirmava que o valor de mercado de uma empresa é independente de sua estrutura de capital; a segunda propunha que a expectativa de retorno da ação de uma determinada companhia é igual à taxa de desconto utilizada para uma empresa, pertencente à mesma classe de risco, financiada somente com o capital próprio, acrescida de um prêmio pelo risco proporcional ao endividamento; e por final a terceira e

última proposição declarava que uma empresa somente irá aceitar projetos de investimento cujo retorno seja superior à taxa de desconto utilizada na categoria de risco na qual ela se enquadra, independente da forma de financiamento que esta sendo utilizada da sua implementação.

De maneira geral, os autores defendem a hipótese de que o preço de uma empresa depende apenas do fluxo de caixa por ela gerado, e não da maneira como este é distribuído entre dívida e patrimônio líquido, ou seja, a estrutura de capital seria irrelevante.

Anos depois, Modigliani e Miller (1963), aperfeiçoaram o modelo e introduziram no estudo, os conceitos de risco de insolvência (falência) e a alíquota de imposto de renda. Então, eles admitiram que a alavancagem financeira, até certo ponto, resulta numa menor taxa de desconto e num maior valor para a empresa. Existe um nível de endividamento excessivo onde as chances de falência e a perda dos benefícios fiscais resulta em uma maior taxa de desconto e conseqüentemente, num menor valor para a empresa.

A partir da teoria de Franco Modigliani e Merton Miller, durante os anos 90, a literatura de finanças corporativas se desenvolve consideravelmente com estudos realizados para empresas americanas por Diamond (1991), Mitchell (1991), Barclay e Smith (1995), Stohs e Mauer (1996) e Guedes e Opler (1996). A partir destes, pesquisas sobre a duração da dívida corporativa se intensificaram nos EUA e se iniciaram em outros países. Em comum, tais estudos constroem hipóteses fundamentais e determinantes estrutura de capital das empresas de acordo com Harris e Raviv (1991), em 5 categorias:

I. **Benefícios da Tributação (Teoria das Trocas)** - as considerações sobre a dedutibilidade fiscal dos juros provenientes da dívida face ao aumento do risco de falência e seus custos associados (KRAUS e LITZENBERGER, 1973).

De acordo com a teoria das trocas, uma empresa somente utilizaria a alternativa de endividamento caso houvesse benefício fiscal, até o ponto em que esse ganho não fosse superado pelo custo relacionado à probabilidade de falência. Leland e Pyle (1977), contrapõem e levantam a hipótese de que a estrutura de capital está relacionada ao valor de mercado da empresa, mesmo na ausência de impostos.

Se os custos de transação forem nulos um endividamento de risco não tem qualquer efeito sobre o valor da firma. Agora, se considerarmos a existência de custos de falência, o valor da firma falida é reduzido devido ao fato de que terceiros recebem antes dos emprestadores e acionistas. Ou seja, os custos de falência e reorganização são reduzidos do valor líquido dos ativos. Em conseqüência, é possível que as perdas associadas à falência façam com que o valor da firma falida seja menor do que o valor esperado do fluxo de caixa descontado decorrente das suas operações. Este fato pode explicar a existência de uma estrutura ótima de capital, primeiramente sugerida por Baxter (1967) e desenvolvida por Stiglitz (1972) e Kraus e Litzenberger (1973).

Como uma primeira resposta à não utilização exclusivamente da dívida pela empresa têm-se os custos de falência. Kraus e Litzenberger (1973) afirmaram que a existência de penalidades, em razão da falência, é um dos fatores principais para o estudo da influência da estrutura de capital no valor da empresa. Os autores partiram da idéia de que a empresa pode não aferir o retorno esperado em seus investimentos e, conseqüentemente, tornar-se insolvente. Como as dívidas da empresa são obrigações legais a serem pagas, se ela não puder cumprir com tais obrigações, será forçada à falência e incorrerá nas penalidades associadas a esse processo. Dessa forma, o problema da estrutura ótima de capital seria resolvido através da divisão das empresas em dois grupos: um em que as empresas são solventes, outro formado por empresas insolventes.

Seguindo esse modelo, Kim (1978), A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. Apud Soares (2000) entende que se existirem custos de falência, a capacidade de endividamento – definida como o montante máximo de

empréstimo que o mercado disponibiliza a uma determinada empresa – ocorre antes do ponto de financiamento por dívida igual a cem por cento. Dessa forma, somente quando o montante ótimo de dívida é inferior que a sua capacidade de endividamento é que as empresas podem buscar uma permuta entre as vantagens tributárias proporcionadas pela dívida e os custos de falência. Segundo o autor original Kim, os custos de falência estão subdivididos em três principais grupos: os custos procedentes da liquidação ou reorganização da empresa; os custos administrativos da falência; e os custos procedentes das perdas dos créditos tributários.

“O primeiro grupo consiste nos custos procedentes da liquidação ou reorganização da empresa. Quando a empresa é liquidada, ela incorre em custos provenientes da desvalorização dos seus ativos, isto é, ela irá liquidar os seus ativos com preços abaixo do seu valor de mercado. Já no caso de reorganização, a empresa irá sofrer os chamados custos indiretos, descritos por Baxter, que consistem em: queda nas vendas futuras; dificuldade de obter crédito; custos de produção maiores; e perda de tempo por parte dos administradores. Os custos administrativos, o segundo grupo de custos de falência, dizem respeito aos honorários e a outros tipos de compensação a terceiros, como advogados, peritos, administrador da massa falida, etc. Esses custos tendem a ser tão menores quanto maior for o tamanho da empresa, já que existe uma diluição dos custos fixos administrativos. Finalmente, o terceiro grupo, o custo das perdas dos créditos tributários, que é o custo proveniente dos impostos não pagos pela empresa insolvente.”

Kim A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity. Apud Soares (2000)

Considerando o benefício fiscal da dívida no modelo de Maksimovic e Zechner (1991), empresas com pouca dívida não utilizariam o benefício fiscal do endividamento, mas escolheriam projetos com menos riscos e maiores fluxos de caixa antes dos impostos. Outras empresas emitiriam grande porção de dívida, capturando benefícios fiscais, mas criando incentivos a escolher projetos menos arriscados com menores fluxos de caixa antes dos impostos. O benefício fiscal da dívida não apenas possui um efeito direto nas decisões das empresas, mas também muda a distribuição dos projetos de investimento da indústria.

II. **Assimetria de Informações** – divulgação explícita de determinadas informações ao mercado pode ser prejudicial à própria empresa (LELAND e PYLE, 1977). De acordo com a teoria das trocas, uma empresa somente utilizaria a alternativa de endividamento caso houvesse benefício fiscal, até o ponto em que esse ganho não fosse superado pelo custo relacionado à probabilidade de falência. Leland e Pyle (1977), contudo, levantam a hipótese de que a estrutura de capital está relacionada ao valor de mercado da empresa, mesmo na ausência de impostos. Isso ocorre em virtude da posse assimétrica de informações, uma vez que gestores e pessoas internas dispõem de mais informações sobre as oportunidades de investimentos da empresa, do que os investidores externos.

A divulgação explícita de determinadas informações ao mercado pode ser prejudicial à própria empresa, uma vez que os concorrentes poderiam ter acesso a informações estratégicas (MYERS e MAJLUF, 1984). Assim, os investidores externos interpretam, por meio de sinais emitidos pelas ações dos executivos, como está a situação ou como é a expectativa futura de ganhos de uma determinada organização e, a partir dessa interpretação, definem o valor de mercado da companhia. Cientes disso, os gestores procuram emitir sinais positivos para o mercado, com o intuito de valorizar suas empresas. Lançamento e recompra de ações ou venda de títulos recebem interpretações divergentes pelo mercado. A emissão de novas ações, por exemplo, pode ser vista como um sinal negativo pelos que já detêm ações de uma empresa, uma vez que isso significa a distribuição de lucros futuros por um número maior de acionistas.

A opção de emissão de títulos de dívida aparece como um mecanismo menos sensível à assimetria de informações, dado que se oferecem garantias de remuneração previamente

especificadas. Numa escala descendente, a alternativa menos sensível à assimetria de informações seria aquela relacionada ao investimento dos recursos gerados pelos lucros acumulados, o que é sempre visto como um capital mais acessível, com menor risco e menor custo (THIES e KLOCK, 1992; MYERS e MAJLUF, 1984).

Os diferentes níveis de informação gerados por essas alternativas oferecem suporte à teoria denominada Pecking Order Theory (MYERS, 1984), que indica a existência de uma ordem de preferência, por parte dos gestores, sobre as futuras fontes de financiamento a serem utilizadas para os novos empreendimentos. Cada fonte de recursos somente seria considerada quando a anterior se esgotasse, na seguinte ordem: a) utilização de recursos internos; b) emissão de títulos de dívida; c) emissão de títulos híbridos; d) emissão de novas ações. Se a hipótese da pecking order estiver correta, cada componente do déficit de financiamento deverá gerar impacto sobre a estrutura de capital da empresa, mas esta conclusão nem sempre foi evidenciada pelas pesquisas empíricas.

Um estudo realizado junto a empresas brasileiras, com o intuito de verificar como as mesmas escolhem sua estrutura de capital, foi realizado por Eid Jr. (1996). Os resultados indicaram que, no Brasil, o nível do endividamento é definido a partir do oportunismo, ou seja, os recursos são captados na medida em que as oportunidades vão surgindo. Em segundo lugar, a hierarquização das preferências no processo de captação apareceu com resultados divergentes em relação a pecking order theory. A primeira fonte de recursos utilizada foi o endividamento bancário, seguido da emissão de ações ordinárias e, posteriormente, da retenção de lucros. Uma hipótese apontada para tal divergência é a de que, nos últimos anos, as organizações brasileiras vêm enfrentando sucessivas crises econômicas e não têm sido capazes de gerar lucros suficientes para financiar seus projetos de médio e longo prazo.

O mercado, por não ter acesso a informações privilegiadas acerca da empresa, faz sua avaliação por meio dos sinais contidos nas decisões tomadas pelo gestor, como o tipo de financiamento a ser utilizado. Então, caso a opção de financiamento emita sinais negativos para os investidores externos, o executivo poderá rejeitar o projeto para preservar o valor de mercado da corporação.

III. **Influências da natureza das empresas e/ou dos produtos** - Titman e Wessels (1988) identificaram alguns fatores determinantes na escolha da estrutura de financiamento de uma corporação, dentre os quais destacamos o tamanho da organização e a rentabilidade dos negócios. Thies e Klock (1992) acrescentaram o risco operacional como um elemento importante nesta decisão.

Thies e Klock (1992) acreditam que o risco operacional pode ser um obstáculo na aceitação de um novo investimento, pois se houver uma maior probabilidade do negócio não apresentar um resultado favorável, ou seja, se o risco for grande, o responsável pela decisão somente aceitará aqueles projetos cujo retorno, mesmo menor, seja certo. Neste caso, a expectativa é de uma relação negativa entre risco operacional e volume de investimento.

Para Titman e Wessels (1988), “a lucratividade passada de uma empresa e, portanto, a quantidade de lucros disponíveis para serem retidos, deveriam ser um determinante importante de sua estrutura de capital corrente” (TITMAN e WESSELS, 1988).

Nas organizações de menor porte, os custos diretos de falência, cuja incidência aumenta com o nível de endividamento, constituem uma proporção maior do que em empresas de tamanho elevado. Portanto, espera-se que as companhias menores possuam um percentual de endividamento inferior àquele encontrado nas grandes empresas (TITMAN e WESSELS, 1988).

IV. **Custo da Agência** – simboliza a dificuldade de conciliação de interesses entre “velhos” e “novos” acionistas, credores e gerentes (JENSEN e MECKLING, 1976). A teoria de agência analisa os conflitos que ocorrem nas empresas devido aos interesses divergentes entre alguns atores que influenciam as decisões da organização. Foram identificados por

Jensen e Meckling (1976) dois tipos de conflitos de agência: entre gerentes e acionistas e entre credores e acionistas. Conflitos podem ser gerados por divergências relativas a diferentes preferências em itens relevantes, tais como investimentos, liquidez, controle acionário ou estratégias de diversificação. As preferências são manifestadas em virtude de distintos direcionadores de valor para cada tipo de agente que compõe o mercado (administradores de carteiras, agentes atuantes em finanças corporativas, avaliadores em processos de fusões e aquisições e investidores, dentre outros). Como os direcionadores refletem os interesses e as expectativas de cada categoria, a maximização do valor da empresa depende da ótica do agente, e o conflito entre eles é, muitas vezes, inevitável (ALMEIDA, 2002). Conflitos entre acionistas e executivos são gerados em virtude dos diferentes direcionadores que guiam a lógica dessas duas categorias de agentes, embora o pressuposto básico fosse o de que executivos deveriam pautar suas ações pelo melhor interesse da empresa e, por conseguinte, de seus acionistas. A teoria da agência mostra que nem sempre isso ocorre e que a concentração de poder nas mãos de um gestor, que administra os recursos dos acionistas, gera os chamados conflitos de agência. Essa possibilidade tem sido discutida e testada pela literatura.

Silveira, Barros e Famá (2003), em estudo realizado com empresas brasileiras, concluíram que corporações cujas funções de diretor executivo e presidente do conselho de administração são executadas por pessoas distintas, normalmente, apresentam um valor de mercado maior do que aquelas em que tais funções são exercidas pela mesma pessoa. Os autores identificaram ainda que o número de membros do conselho de administração e seu grau de independência também influenciam o valor de mercado das empresas.

Divergências em decisões cruciais para as empresas – como aquelas relativas à estrutura de capital – levam os proprietários a buscarem formas de monitorar os administradores, com o objetivo de resguardar seus interesses (JENSEN e MECKLING, 1976), embora os custos dessa decisão possam ser elevados. Contratos que definem obrigações implicam custos de monitoramento e comprometimento e, embora atenuem o problema, não o eliminam.

Jensen e Meckling (1976) denominam perda residual aquela causada sobre o patrimônio dos acionistas, em virtude de decisões incorretas dos administradores. O custo total de agência seria, assim, representado pela soma dos custos de monitoramento, comprometimento e pela perda residual. Outra forma de tentar reduzir os impulsos dos executivos em empregar inadequadamente os recursos financeiros da empresa seria a utilização de um elevado nível de endividamento na estrutura de financiamento da empresa (TITMAN e WESSELS, 1988; HART e MOORE, 1995). Essa decisão geraria obrigações a serem cumpridas com credores externos, diminuindo, assim, o fluxo de caixa disponível e inibindo as ações do gestor. Entretanto, segundo Harris e Raviv (1991), os efeitos dessa ação dependerão do prazo e do volume de recursos de terceiros já captado. Essa estratégia também é considerada arriscada, pois, se, por um lado, ela inibe que maus investimentos sejam concretizados, por outro, fará com que a realização de bons projetos também não seja possível.

Estudos como os de Hart (1993), Garvey (1997) e Mayers (1998) avaliam como diferentes formas de composição da estrutura de capital poderiam minimizar os conflitos de agência. Conflitos entre acionistas e credores externos ocorrem em virtude dos diferentes níveis de risco e de remuneração ao qual estão expostas essas duas categorias de stakeholders. Os acionistas têm sua responsabilidade sobre as obrigações da empresa limitada ao valor aplicado na corporação. Já os credores externos, que financiam a organização, dispõem de ganho limitado ao valor contratado na época do empréstimo.

Grinblatt e Titman (2005) reafirmam esse pressuposto quando lembram que, se o valor total da empresa é a soma do capital de terceiros (dívida) mais o capital próprio (ações), então

decisões que diminuam o valor da dívida, sem alterar o valor total da empresa, aumentam o capital dos acionistas, já que transferem riqueza dos credores aos proprietários (substituição de ativos). Percebendo tal possibilidade, os credores cobram um custo maior por empréstimos concedidos às empresas que oferecem oportunidades muito arriscadas de investimentos, fazendo com que o valor das mesmas se reduza. Na medida em que o volume do endividamento cresce em relação ao capital total da empresa, aumenta o risco de ela não conseguir honrar seus compromissos financeiros, o que pode levar à falência ou à reorganização da empresa.

Constata-se, assim, que a alavancagem financeira pode ser utilizada para inibir as ações dos gestores relativamente à seleção de projetos que são contrários aos interesses dos acionistas, possibilitando a elevação dos custos de captação, caso a empresa apresente oportunidades de investimentos arriscadas. Portanto, o tipo de financiamento a ser utilizado afetará o processo de tomada de decisões em relação à concretização de um projeto.

Conforme citado anteriormente uma relação de agência é definida como a relação entre os acionistas e os credores de uma firma. Na ausência de quaisquer restrições, administradores têm um incentivo a agir em prol dos acionistas (em detrimento dos credores). Em decorrência deste fato os títulos geralmente são protegidos por cláusulas restritivas. No entanto, a companhia tem que ser monitorada para garantir que estas cláusulas sejam obedecidas e esses custos de monitoração são repassados aos acionistas sob a forma de maiores custos de endividamento. A perda de eficiência juntamente com a monitoração constituem um tipo importante de custos de agência, que aumentam o custo de capital e, conseqüentemente, reduzem as vantagens do endividamento.

Seja V_E o valor de uma empresa endividada e V_{NE} o valor daquela sem dívidas. Considere T a alíquota de impostos sobre as empresas, D o montante de dívida utilizado e TD o montante total pago de tributos. De maneira sintética, a relação entre o valor de uma empresa e seu uso de endividamento pode ser representada por:

$$V_E = V_{NE} + TD - (\text{Valor Presente Esperado da Insolvência Financeira}) - (\text{Valor Presente Esperado dos Custos de Agência}) \quad (\text{equação 1})$$

Considerando o modelo de Modigliani e Miller com impostos corporativos (1963), a equação anterior se reduz a:

$$V_E = V_{NE} + TD \quad (\text{equação 2})$$

e o valor de uma empresa aumentaria continuamente de dívida zero para 100% de endividamento. Observe que m , e então V_E , é maximizado se D estiver em um máximo (uma vez que T é fixo)¹.

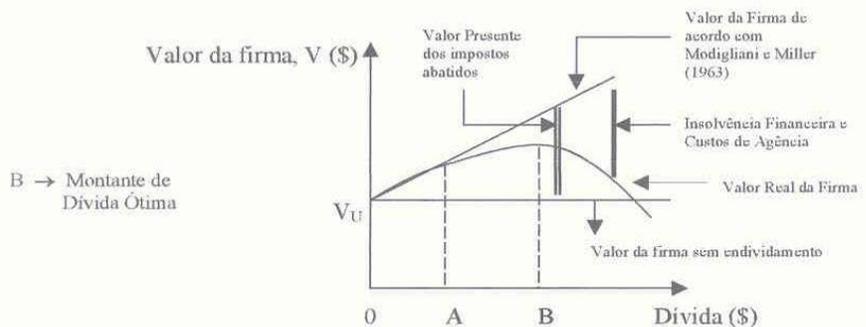
A relação expressa pela equação (1) está representada no Gráfico 1. O efeito da cobrança de impostos domina totalmente até o montante de dívida do ponto A . A partir daí insolvência financeira e custos de agência se tomam crescentemente mais importantes, compensando algumas das vantagens dos impostos. No ponto B , o benefício marginal de dívida adicional é exatamente compensado pelas desvantagens da dívida, e além do ponto B

¹ Há uma relação entre o valor dos ativos de uma empresa e seu custo de capital médio ponderado. Quando uma empresa utiliza mais dívidas, o custo de capital médio ponderado diminui, atingindo um mínimo e então começa a crescer. Além do mais, o custo do capital médio ponderado ocorre quando o preço da ação é maximizado, ao ponto B do gráfico 1. Portanto a mesma estrutura de capital que maximiza o preço das ações minimiza o custo do capital como um todo.

as desvantagens são maiores que os benefícios dos impostos. Portanto, a adição de insolvência financeira e custos de agência ao modelo de Modigliani e Miller (1963) resultam no modelo de Trade-off de estrutura de capital.

V. **Trade-off** – nesse modelo a estrutura de capital ótima pode ser visualizada como um trade-off entre os benefícios dos impostos e os custos do endividamento.

Gráfico 1 - Efeitos Líquidos do Endividamento sobre o Valor da Empresa



Fonte: Barcelos (2002)

Os modelos de Trade-off não podem ser usados para especificar a estrutura de capital ótima precisa, mas eles podem nos capacitar a fazer três proposições acerca de endividamento: em primeiro lugar, empresas com maiores riscos de negócios devem utilizar menos dívida que aquelas de baixo risco (com outras características constantes), pelo fato de que quanto maior forem os riscos de negócios, maior será a probabilidade de insolvência financeira a qualquer nível de dívida, e então maiores os custos da insolvência; em segundo lugar, empresas com ativos com valor de mercado, podem usar mais dívidas que aquelas cujo valor é derivado basicamente de ativos intangíveis, tais como patentes e reputação. Vale lembrar que os custos de insolvência financeira dependem não apenas da probabilidade de se incorrer em insolvência, mas também do que acontece se a insolvência acontecer. Ativos especializados e intangíveis são mais capazes de perder valor se a insolvência financeira acontecer que aqueles com ativos tangíveis. E por fim, empresas que usualmente pagam maiores taxas de impostos deveriam usar mais dívida.

2.1.2.2 Alavancagem e Decisões de Financiamento

O conceito preliminar de alavancagem deriva do significado de alavanca na Física, e estando relacionado com a indicação da obtenção de um resultado final em uma relação mais do que proporcional ao esforço empregado.

O conceito de alavancagem é definido por Gitman (2004) como a capacidade que a empresa possui para utilizar os ativos ou recursos com um custo fixo, no intuito de elevar os retornos de seus acionistas ou cotistas. Oscilações na alavancagem geram mudanças no nível do retorno e do risco associado. Dessa forma o risco refere-se ao grau de incerteza associado à capacidade da empresa em honrar suas obrigações fixas de pagamento. Normalmente, quando se eleve a alavancagem, o resultado é um aumento no risco e retorno; reduções na alavancagem resultam num menor risco e retorno. O nível de alavancagem na estrutura de uma empresa pode atingir significativamente seu valor, afetando o risco e o retorno. No ambiente econômico-financeiro das organizações, dois tipos de alavancagem se destacam, a operacional (relacionada com a estrutura de ativos) e a financeira (trata da estrutura de capitais).

Assaf Neto (2005) define alavancagem financeira como sendo a capacidade que os recursos de terceiros apresentam de elevar os resultados líquidos dos proprietários.

Segundo Gitman (2004), “a alavancagem financeira resulta da presença de encargos financeiros fixos no fluxo de lucros das empresas”. O autor também define alavancagem financeira como sendo a “capacidade da empresa para usar encargos financeiros fixos, a fim de maximizar os efeitos de variações no lucro antes dos juros e impostos (LAJIR) sobre os lucros por ação (LPA) da empresa” Gitman (2004). Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p.48), enfatizam:

“A alavancagem financeira está associada à intensidade com a qual a empresa utiliza recursos de terceiros (...) quanto mais endividada estiver uma empresa, mais provável é que se torne incapaz de cumprir suas obrigações contratuais. Em outras palavras, muita dívida pode levar a uma probabilidade maior de insolvência e dificuldades financeiras”.

Ross, Westerfield e Jaffe (2002) afirmam que o uso da alavancagem financeira, normalmente, causa a expectativa de maiores retornos esperados pelos investidores, ao mesmo tempo em que aumenta seu risco.

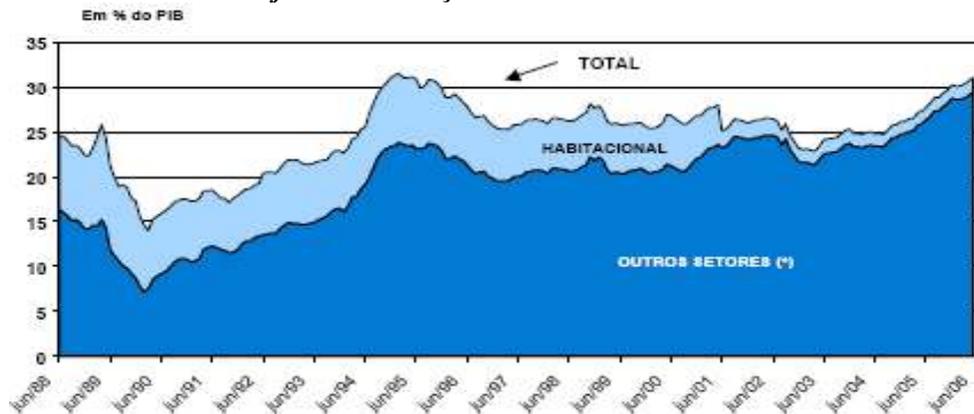
Pelas abordagens apresentadas, a alavancagem financeira reflete determinação do resultado e conseqüentemente aumenta o risco dos investidores. Porém, de forma positiva, o uso de capital de terceiros é importante, pois oferece vantagem fiscal significativa, por meio da redução da base tributária, devido ao reconhecimento do custo da dívida.

2.1.2.3 O Crédito no Brasil e no Cenário Internacional

O crédito privado no Brasil, quando comparado ao de outros países em fase de maturidade superior, apresentou, no período de 1990-2006, duas características marcantes. A primeira foi a de ser escasso. O saldo dessas operações correspondeu, em média, apenas 27% do PIB. Esse indicador é ínfimo quando comparado a economias em desenvolvimento de outros continentes, como no Leste da Ásia e região do Pacífico com 72% e, ainda no Oriente Médio e Norte da África que atingem 43%. A taxa brasileira se assemelha a taxa média verificada nas economias da América Latina nos anos 90, que foi de 28% (BNDES, 2006a).

A segunda característica em destaque do crédito brasileiro, de acordo com o BNDES (2006a) foi sua elevada volatilidade. Como se pode verificar no gráfico 2, entre janeiro de 1988 e maio de 2006, a proporção entre os saldos das operações de crédito com o setor privado e o PIB raramente superou 30%. No início dos anos 90, a curva de crédito brasileiro atingiu um dos seus piores momentos, com níveis inferiores a 15%. No âmbito internacional, a volatilidade apresentada pelo crédito brasileiro foi de grande impacto, somente comparável, nos anos 90, à apresentada por outros países latino-americanos e do leste europeu. Existe, no entanto, uma diferença estrutural entre estes dois grupos. No grupo, do Brasil, predominaram os choques macroeconômicos de natureza externa. No segundo grupo, predominam os países do leste europeu, nos quais os choques internos foram mais relevantes, sempre associados à transição que essas nações atravessaram em direção à economia de mercado.

Gráfico 2 - Evolução do Crédito ao Setor Privado



Fonte: BNDES (2006a)

(*) Indústria, Comércio, Serviços e Pessoa Física.

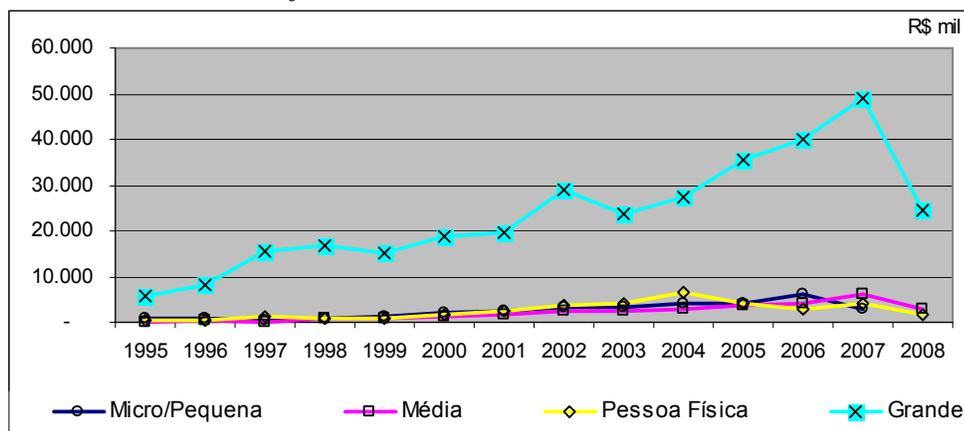
Ainda segundo os dados do BNDES (2006a), observa-se no gráfico acima, em termos de volatilidade do crédito, as três fases distintas que a economia brasileira viveu desde 1990. A primeira caracterizada por movimentos muito intensos de expansão e contração, decorrentes da implementação de planos de estabilização e da aceleração da inflação, fase que se estendeu até 1995.

Na fase seguinte, que abrange os anos que se seguiram à estabilização, a economia brasileira vivenciou sucessivos choques, principalmente de origem externa. A expansão verificada a partir de 1996 foi contida pelas crises da Ásia (1997) e da Rússia (1998). Esta última, por sua vez, deu origem a desvalorização cambial de 1999. Como consequência, o crédito apresentou níveis de retração significantes, particularmente entre 1995 e 1997. Os anos seguintes foram caracterizados por oscilações até meados de 2000, quando se verificou a retomada do crescimento, centrada no crédito à Pessoa Física.

Este movimento ascendente sofreu fortes abalos em 2002 relacionado ao processo eleitoral daquele ano e os seus possíveis desdobramentos. O impacto da crise de 2002 foi substancial. Entre novembro de 2002 e março de 2003, o crédito total ao setor privado com relação ao PIB chegou a recuar 3,6 pontos percentuais de 26,2% em novembro de 2001 para um mínimo de 22,6% em março de 2003. A partir deste período, dá-se início a terceira fase, marcada pelo mais longo ciclo expansionista de crédito dos últimos 10 anos. No segundo trimestre de 2006, o crédito ao setor privado havia atingido 31% do PIB, alcançando o maior nível que se tem registro desde 1995, dado divulgados pelo BNDES (2006a).

Outro fator predominante do crédito no Brasil, trata da concentração do desses créditos nas grandes corporações. Tanto o acesso ao crédito é restrito quanto às taxas de juros praticadas são exorbitantes. O gráfico 3 ilustra os desembolsos do Sistema BNDES, entre janeiro de 1995 até maio de 2008. Podemos observar que, as grandes empresas - empresas com patrimônio superior a cerca de US\$ 30 milhões, concentram 79%, em média, dos recursos disponibilizados pelo sistema, no período demonstrado.

Gráfico 3 - Desembolsos do Sistema BNDES



Fonte: BNDES

Mesmo com o virtuoso ciclo de orientação para atuação no segmento, as MPE's enfrentam diversas dificuldades na obtenção de recursos comparativamente às de maior porte.

Ao disponibilizar recursos para operações creditícias, os bancos tendem a fazê-lo de maneira mais restrita às de pequeno porte. Esta conclusão pode ser tomada a partir da análise das tabelas 1 e 2.

A tabela 1 foi realizada a partir de cálculos do BID, baseados em dados do Banco Mundial, colhidos entre os anos de 1999 e 2000.

Tabela 1 - Restrições de Financiamento por tamanho de empresa

Indicador	Tamanho da Empresa		
	Pequena	Média	Grande
Restrição média ao financiamento (escala 1 - 4)	2,87	2,85	2,58
Empresas que classificam as restrições ao financiamento como obstaculo importante %	38,68	37,83	27,62
Financiamento de bancos comerciais locais ou estrangeiros (%)	10,77	17,16	23,96
Empresas com acesso a credito bancário (%)	28,83	42,79	54,52

Fonte: BID (2005)

Em análise da tabela 1, verifica-se a existência da maior escala de restrição ao financiamento das pequenas empresas (2,87) do que para as grandes empresas (2,58) comparativamente, e que os bancos tendem a financiarem mais as grandes empresas em detrimento as pequenas, sempre voltados a reduzir o risco da operação. Outro ponto a ser destacado é o fato de que as empresas mais necessitadas de crédito são as que apontam a maior dificuldade e restrições ao acesso a estes recursos, um cenário que impõe relevantes obstáculos para o crescimento e desenvolvimento econômico das pequenas e médias empresas, que representam a origem da maioria do empresariado.

A pesquisa de Carvalho e Barcelos (2002), demonstra resultados semelhantes sobre a concentração do crédito para as pessoas jurídicas no Brasil. Os autores afirmam que a oferta de credito é predominantemente concentrada nas empresas de maior porte, dificultando seriamente o dinamismo empresarial dos negócios de pequeno e médio porte, que encontram

sérios obstáculos na obtenção do crédito, para diluir os riscos do negócio. Restando na maioria das vezes, somente a opção de financiar-se por meio de recursos próprios, o que muitas vezes é insuficiente para atender às necessidades e ao plano de crescimento e desenvolvimento pretendido, ou ainda por meio de outras fontes de recursos mais onerosas como uma alternativa de continuar a expansão, ou, até mesmo, optando pela decisão de não investir.

A tabela 2 foi retirada do trabalho de Carvalho e Barcelos (2002), e facilita o entendimento e visualização dos dados reais de mercado, fonte utilizada pelos autores para embasamento de suas conclusões sobre a questionável concentração do crédito nas empresas de maior porte, deixando a margem, as empresas de menor porte que tenderiam a apresentar resultados mais relevantes, caso tivessem acesso a esta fonte de recursos.

Tabela 2 - Uso do Crédito por Classe de Tamanho de Empresas

ANO		Total de Firmas	Crédito de Curto Prazo	Crédito de Longo Prazo
1994	Grande	533	87,05%	92,31%
	Média	518	74,71%	82,24%
	Pequena	517	48,55%	58,03%
	Total	1568	70,28%	77,68%
1995	Grande	611	88,87%	94,76%
	Média	593	74,70%	83,64%
	Pequena	592	52,36%	59,29%
	Total	1796	72,08%	79,31%
1996	Grande	693	81,47%	92,36%
	Média	673	54,74%	78,87%
	Pequena	672	32,23%	45,66%
	Total	2038	56,37%	72,45%
1997	Grande	745	91,01%	95,30%
	Média	724	73,34%	84,25%
	Pequena	723	45,92%	52,01%
	Total	2192	66,61%	73,91%
1998	Grande	741	90,82%	95,82%
	Média	720	73,33%	85,42%
	Pequena	720	46,53%	56,11%
	Total	2181	70,43%	79,28%

Fonte: Barcelos (2002)

A tabela 3 corrobora os dados anteriores através da quantificação em dias no prazo médio de captação entre as empresas brasileira no período de 2000 a 2002. Estes dados indicam que as empresas domésticas ou se defrontam com sérias restrições de crédito ou evitam se endividar (muito provavelmente devido às altas taxas de juros cobradas). Os aspectos microeconômicos do mercado de crédito têm sido pouco explorados, por exemplo, são desconhecidas as características que determinam o acesso ao crédito de longo prazo e a composição dos empréstimos entre curto e longo prazo. Ressalta-se que estes dados subestimam o problema do crédito no Brasil, pois se baseiam em balanços disponibilizados pelas próprias empresas (sociedades anônimas, que são obrigadas por lei a publicar seus balanços e algumas limitadas que os publicaram voluntariamente). Estas empresas, pela sua projeção, são geralmente as que menos encontram restrições creditícias. Assim, acreditamos que o quadro creditício das pequenas empresas é ainda mais grave do que o reportado acima.

Tabela 3 - Prazo Médio das Operações (em dias)

Nesta tabela foram excluídas as operações de desconto de promissória, desconto de duplicata, vendedor, hot money e conta garantia por serem operações típicas de curto prazo.

	Aquisição de Bens	Financ. Imobiliário	ACC	Export Notes	Resolução 63	Outros
jun/00	242	504	126	318	366	391
jul/00	250	504	124	279	385	347
ago/00	270	545	121	309	378	308
set/00	343	488	125	381	386	302
out/00	337	436	128	416	437	277
nov/00	341	448	124	404	421	298
dez/00	340	433	122	396	426	305
jan/01	338	443	120	386	412	320
fev/01	326	403	122	395	395	329
mar/01	337	438	125	443	377	333
abr/01	319	411	129	465	380	316
mai/01	307	379	131	449	376	319
jun/01	293	460	132	415	375	300
jul/01	302	453	131	355	367	306
ago/01	303	873	129	279	322	293
set/01	311	882	127	197	322	278
out/01	310	873	126	164	295	264
nov/01	305	898	125	159	289	252
dez/01	297	908	124	175	284	244
jan/02	291	941	124	235	279	242
fev/02	282	952	126	273	278	238
mar/02	286	957	126	290	278	236
abr/02	288	967	124	268	277	237
mai/02	287	994	121	249	273	243
jun/02	286	1007	120	287	270	255
jul/02	279	1037	119	332	271	244

Fonte: Banco Central do Brasil

Outros elementos importantes a ressaltar são os níveis dos juros e spreads bancários no Brasil, que estão entre os mais elevados do mundo. O gráfico 4 mostra a taxa média de juros cobrada das empresas em operações de financiamento de capital de giro, a taxa de captação para o setor bancário (CDB) e a taxa básica para repasses do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – o spread aparece como a diferença entre a primeira e a segunda.

Naturalmente, taxas como estas inviabilizam o sistema bancário privado como fornecedor de crédito de longo prazo. Assim, o BNDES, que fornece crédito subsidiado, aparece como um dos únicos provedores de recursos de longo prazo.

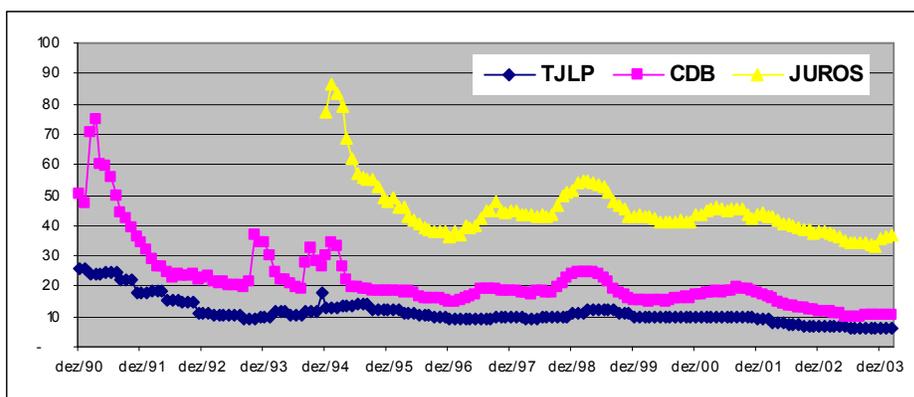
As taxas de juros para as linhas de financiamento de longo prazo do BNDES são incomparavelmente mais baixas do que as taxas de juros para capital de giro praticadas pelos bancos privados (ver gráfico 4). No entanto, o número de empresas que acessam estas linhas de crédito é relativamente pequeno, pois: 1) o volume de recursos do BNDES é inferior à necessidade das empresas domésticas e 2) como estas linhas de financiamento são repasses feitos pelo sistema bancário privado (o banco originador estrutura a operação, concede o empréstimo com os recursos do BNDES e é solidário em caso de inadimplência), a obtenção de recursos de longo prazo está condicionada aos padrões de análise dos bancos privados.

Deste modo, a empresa que não consegue obter financiamento de bancos privados dificilmente acessa as linhas do BNDES. Quando nos defrontamos com estas evidências, concluímos que o crédito empresarial no Brasil é muito caro e extremamente restrito.

Segundo Barcelos (2002), o pequeno desenvolvimento do sistema financeiro tem seu custo. Além de influenciar diretamente nos aspectos relevantes da estrutura econômica, há uma redução na taxa de crescimento do mercado. O processo de internacionalização desde o começo dos anos 90 tem trazido, de maneira radical, mudanças nas condições de competição e perspectivas para as empresas nacionais. “Aqueles que não conseguem acessar fontes de capital a custos competitivos têm muito menos chances de sobreviver e acabam sendo alvos para aquisição”. Fortes restrições financeiras surgem a partir das características apontadas pelo autor, como o baixo desenvolvimento, a grande concentração e a desnacionalização. “Mercados de crédito e capitais eficientes são vitais para garantir competitividade às empresas domésticas”.

Gráfico 4 - Juros Cobrados pelo Setor Bancário a Empresas e Spreads Bancários

Os juros reportados correspondem a uma média ponderada dos juros praticados nas seguintes operações: capital de giro, conta garantida, hot money, vendor, aquisição de bens, desconto de duplicatas e desconto de promissórias. Estas operações não incluem repasses via agências governamentais. O spread bancário aparece como a diferença entre os juros e o custo básico do capital (CDB). Todos os valores das taxas estão anualizadas.



Fonte: Relatório do Departamento de Estudos e Pesquisa - Bacen

Carvalho (2003) demonstra em seu trabalho que o crédito no Brasil é bastante limitado, tanto no acesso quanto em termos de custo (taxas de juros). Através da Tabela 4 extraída da pesquisa realizada pelo autor, verificam-se algumas evidências que corroboram tais afirmativas por meio de comparações internacionais. A tabela 4 exhibe dados sobre volume de crédito bancário como proporção do PIB durante o período 1994-97 para um conjunto de países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OECD). Carvalho (2003) afirma ainda que:

“Esta é a medida agregada mais comum de desenvolvimento do crédito. Em especial, ela provê uma indicação do potencial para melhoria. Podemos observar que o crédito bancário no Brasil está muito aquém do padrão de países em nível de desenvolvimento similar: a média brasileira é de 46,7% – correspondendo à trigésima oitava posição – padrão comparável ao de países como Colômbia, Índia, México e Paquistão”.

Segundo este mesmo autor alguns países em estágio similar de desenvolvimento ao do Brasil, como Malásia, Tailândia e Hong Kong, exibem na relação Crédito x PIB índices em torno de 150%. Para outros, como Cingapura, Egito, Coréia do Sul, Portugal, Israel e Grécia a relação deste indicador está entre 70 e 80%. De forma a sustentar a argumentação de que, se por um lado, estes indicadores apresentam que o crédito brasileiro pouco desenvolvido, por outro, mostra que temos grandes possibilidades de obter ganhos significativos, caso venhamos

a adequar nossa legislação e seguir o caminho das nações em fases a frente do desenvolvimento econômico.

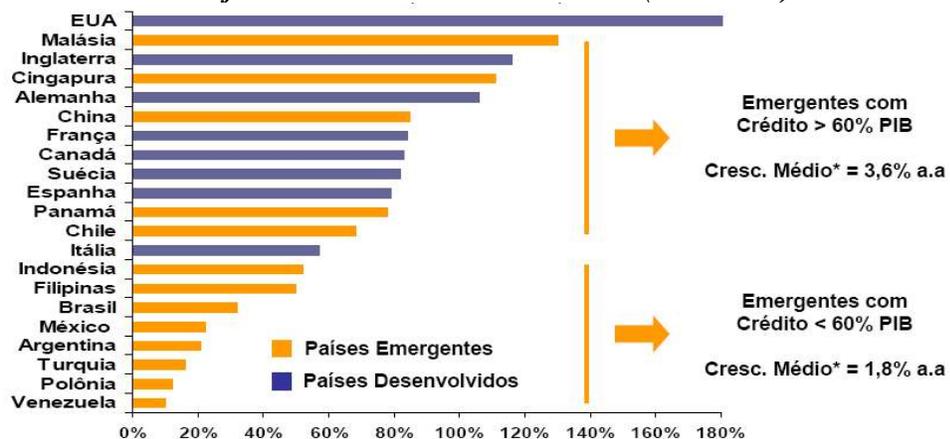
Tabela 4 - Crédito, PIB e PIB per Capita pelo Mundo (médias de 1994 a 1997)

País	Credito Bancário (proporção do PIB)		PIB per capita (US\$ milhares)		PIB (US\$ bilhões)	
	valor	ranking	valor	ranking	valor	ranking
Japão	293	1°	23,1	5°	5.231	2°
Suíça	182	2°	24,8	3°	308	14°
África do Sul	157	3°	7,2	32°	135	26°
Hong Kong	154	4°	23,4	4°	143	25°
Belgica	151	5°	21,9	8°	276	17°
Malásia	138	6°	7,4	31°	91	30°
Tailândia	136	7°	6,4	34°	169	23°
EUA	134	8°	27,7	1°	7.241	1°
Alemanha	133	9°	20,6	12°	2.430	3°
Austria	129	10°	21,5	10°	235	18°
Reino Unido	125	11°	19,7	16°	1.122	5°
Holanda	121	12°	20,1	13°	405	11°
Espanha	106	13°	15,1	22°	567	9°
França	101	14°	21,3	11°	1.548	4°
Suecia	99	15°	19,2	17°	231	19°
Canadá	98	16°	21,7	9°	582	8°
Itália	96	17°	19,7	15°	1.088	6°
Portugal	93	18°	13,4	23°	107	29°
Jordânia	93	19°	3,4	39°	7	47°
Nova Zelândia	89	20°	17,0	21°	61	38°
Grécia	88	21°	12,1	25°	115	28°
Israel	84	22°	17,6	20°	88	31°
Austrália	83	23°	19,8	14°	368	12°
Egito	83	24°	2,8	42°	61	39°
Cingapura	77	25°	26,0	2°	88	32°
Noruega	75	26°	23,0	6°	151	24°
Coreia do Sul	74	27°	12,5	24°	470	10°
Irlanda	73	28°	18,1	19°	67	36°
Filipinas	68	29°	3,3	40°	77	34°
Finlândia	65	30°	18,7	18°	129	27°
Chile	62	31°	11,6	26°	61	40°
Dinamarca	55	32°	22,4	7°	184	21°
Indonésia	53	33°	3,2	41°	209	20°
Quênia	52	34°	1,1	47°	9	46°
Paquistão	51	35°	1,5	46°	62	37°
Zimbabuê	51	36°	2,2	44°	7	48°
Índia	49	37°	1,5	45°	346	13°
Brasil	45	38°	6,2	35°	712	7°
Colômbia	44	39°	6,6	33°	81	33°
México	42	40°	8,0	30°	303	15°
Uruguai	38	41°	8,6	28°	19	43°
Equador	37	42°	4,8	37°	18	44°
Sri Lanka	34	43°	2,3	43°	13	45°
Turquia	31	44°	5,8	36°	176	22°
Venezuela	27	45°	8,5	29°	77	35°
Argentina	25	46°	9,6	27°	297	16°
Nigéria	19	47°	0,9	48°	29	42°
Peru	12	48°	4,4	38°	60	41°

Fonte: Carvalho (2003)

Outra informação que deve ser considerada é a relação Crédito Privado / PIB, países com elevada percentual de crédito sobre o PIB que têm sustentado fortes taxas de crescimento econômico, conforme demonstrado no gráfico 5.

Gráfico 5 - % Crédito Privado & PIB (1995-1999)



Adicionalmente, Carvalho (2000) faz algumas comparações internacionais, baseadas em dados de empresas de capital aberto, demonstrando que o uso de financiamento de longo prazo pelas empresas brasileiras é baixo, mesmo quando comparado com aquelas de países em estado de desenvolvimento semelhante, como também verificado no gráfico 5. Carvalho (2000) aponta ainda evidências mais contundentes ao expor que nossas empresas enfrentam sérias restrições financeiras e se desenvolvem de forma mais lenta quando comparadas com as de outros países.

2.2 CRÉDITO IMOBILIÁRIO

2.2.1 MERCADO IMOBILIÁRIO

2.2.1.1 Histórico da política nacional de habitação

Segundo a FGV (2007), a questão habitacional brasileira surge logo após o desenvolvimento manufatureiro-industrial que se deu a partir do século 19. O desenvolvimento das cidades, nas primeiras décadas do século 20, trouxe o crescimento da demanda por mão-de-obra e também a ocupação desorganizada da população sem que houvesse a infra-estrutura urbana necessária. A solução mais imediata para esse vertiginoso crescimento demográfico nas cidades foi a “habitação coletiva” – mais de uma família compartilhando o mesmo teto ou o mesmo terreno. Tempos mais tarde, as classes de renda mais elevada, ameaçadas economicamente pela desvalorização de seus imóveis nas imediações centrais das cidades, organizaram-se para retirar os cortiços dos bairros centrais para localidades periféricas, o que deu origem ao tipo precário de habitação chamado favela.

O estudo FGV (2007) relata que a construção de moradias no Brasil foi de responsabilidade da iniciativa privada durante todo o período anterior à década de 1930 e que somente após a intensificação do processo de industrialização e urbanização, o governo brasileiro passou a intervir diretamente na infra-estrutura e na construção dos primeiros conjuntos habitacionais.

Outro fator relevante apontado por este mesmo estudo refere-se à ausência de um indexador dos contratos, até meados dos anos 60. E somente em 1964 – ano em que foi criado do Sistema Financeiro de Habitação, SFH –, foram criados mecanismos de crédito habitacional estruturado capaz de articular a oferta e a demanda de recursos necessários para a realização de investimentos habitacionais, até então inexistentes. E sua grande maioria, o

crédito era obtido de maneira isolada, através do esforço individual. Quando as operações tinham os bancos como intermediários, a captação de recursos junto ao público era remunerada com taxas de juros nominais constantes. Com o incremento do processo inflacionário, as remunerações reais tornaram-se negativas, o que desestimulou a oferta de fundos e inviabilizou as operações de crédito.

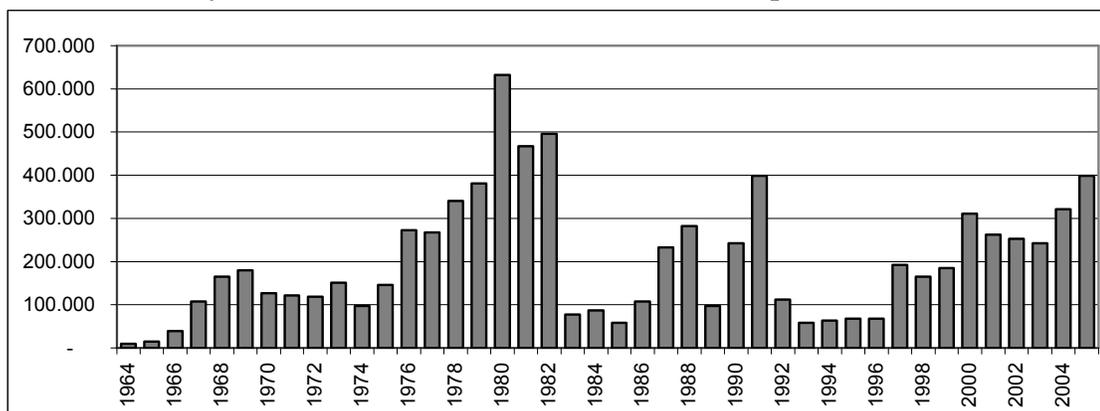
Diante da necessidade do incremento nos investimentos habitacionais, foi criado, pela Lei 4.380, de 1964, o SFH, segmento especializado do Sistema Financeiro Nacional, tornando-se o órgão central da habitação no país. No contexto das reformas bancárias e do mercado de capitais, esse foi o principal instrumento de captação de recursos para habitação e permanece até os dias de hoje como o pilar do crédito imobiliário. As principais inovações trazidas pelo sistema foram: (i) a correção monetária dos ativos e passivos, a qual garantia a rentabilidade real das aplicações dos poupadores; e (ii) a criação do Banco Nacional da Habitação (BNH), que se tornou o órgão central, orientando e disciplinando o sistema no País e propiciando a formação de uma rede de agentes financeiros especializados na intermediação da captação e na aplicação desses recursos (FGV, 2007).

A criação desse novo sistema baseava-se na concessão de crédito habitacional com fontes próprias de recursos, a partir de dois instrumentos de captação: as cadernetas de poupança e o FGTS. As cadernetas tinham o objetivo de captar a poupança voluntária das famílias e o FGTS como instrumento de poupança compulsória do sistema.

Nos anos de 1967 e 1969, foram criados o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS) e Coeficiente de Equiparação Salarial (CES), respectivamente. O primeiro tinha a missão de equilibrar o descompasso entre a evolução dos saldos devedores e das prestações, e tinham como premissa básica para a sua manutenção um ambiente econômico de crescimento e inflação estável, que caracterizou a década de 70. O segundo mecanismo tinha o intuito de dissolver resíduos oriundos das diferenças entre os reajustes das prestações (anual) e dos saldos devedores (trimestrais). Nesse contexto outro aspecto relevante a ser considerado na estruturação do SFH foi a prática de subsídios cruzados, a qual consistia em cobrar taxas de juros progressivas de acordo com o valor do financiamento, com o intuito de favorecer famílias de renda mais baixa, segundo FGV (2007).

No estudo elaborado por Faro (1992), esse sistema, avançado para as condições econômicas e financeiras da época, gerou impressionante volume de fundos para o financiamento habitacional. Em poucos anos de operação, mais precisamente entre 1965 e 1980, o número de unidades habitacionais financiadas passou de 8 mil por ano, em 1964, para 627 mil, em 1980. O gráfico 6 ilustra essa impressionante evolução.

Gráfico 6 - Unidades Habitacionais Financiadas pelo SFH, 1964 -2005



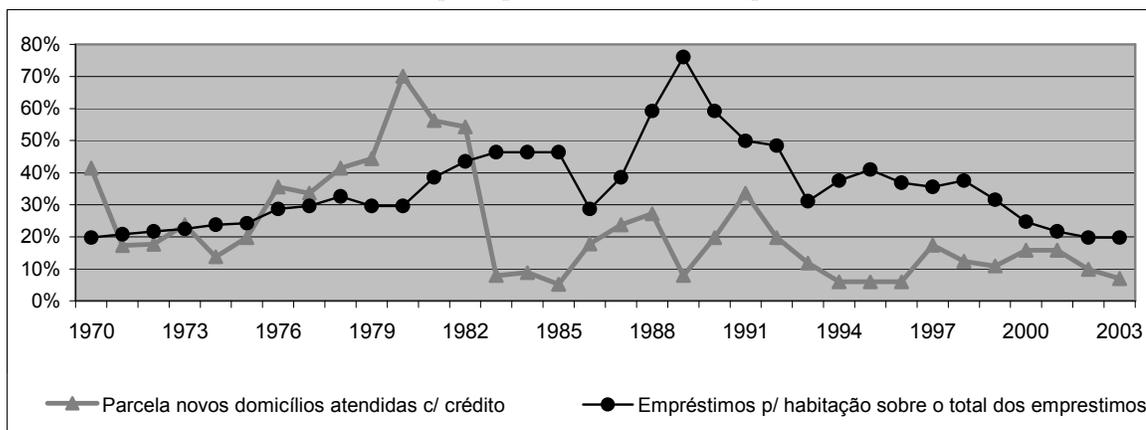
Fonte: Faro (1992)

Castelo A. M, Sistema Financeiro da Habitação. Apud FGV (2007), afirma que, a despeito do elevado ritmo de crescimento do número de famílias e, por conseguinte, de moradias, a notável expansão do crédito permitiu que parcela considerável das novas moradias criadas no país contasse com o financiamento habitacional.

A taxa de cobertura do sistema, definida como a parcela das novas moradias criadas no período que foram atendidas com financiamento, chegou a 70%, em 1980. Também em seus 15 primeiros anos de operação, a participação dos saldos de financiamentos habitacionais no total dos empréstimos bancários (públicos e privados) para o setor privado saltou de algo em torno de 2% para mais de 20%. Note-se que essa participação manteve-se acima desse patamar até final dos anos 90, como ilustra o gráfico 7.

Gráfico 7 - Evolução do SFH

Taxa de cobertura e de participações no mercado de capitais 1970-2003



Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE

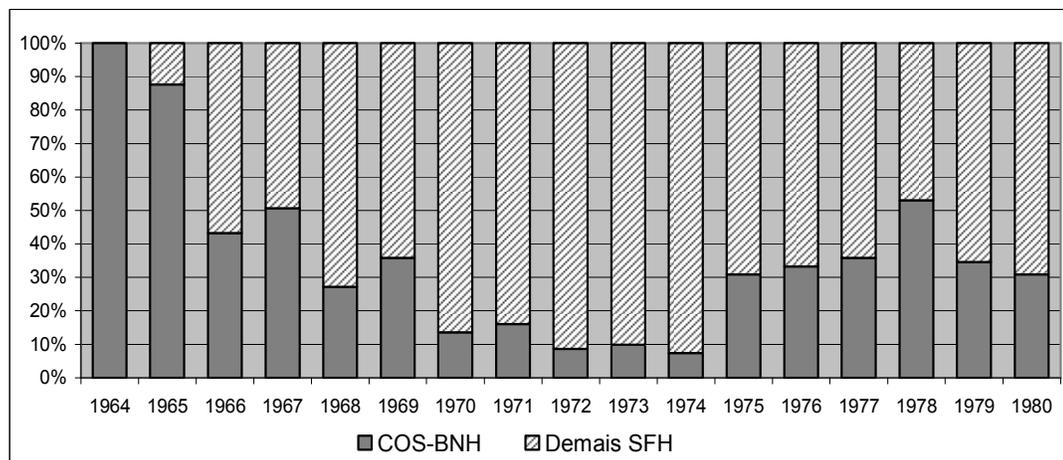
A insuficiência da estrutura de financiamento se mostra com a reversão da trajetória de expansão do crédito habitacional em meados dos anos 80. O sistema que chegou a atender 70% do incremento anual da demanda por domicílios, como é ilustrado pelo gráfico 7, atualmente é incapaz de atender a 10% dela (dados de 2003). O volume de crédito, que chegou a representar 57% do total de empréstimos ao setor privado, voltou a estar em patamar semelhante ao que esteve no início dos anos 70. É interessante notar que, mesmo no auge do sistema, cerca de 38% dos novos domicílios receberam financiamento do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) ou do FGTS, de acordo com ABECIP, SFI – como funciona o novo sistema de financiamento imobiliário. Apud Sousa 2006.

Outro ponto a ser destacado é o fato de que o SFH não obteve sucesso em destinar recursos à população de baixa renda, pelas próprias limitações de renda dessa parcela da sociedade. Os grupos de renda inferior necessitam de uma política específica para suprir suas necessidades habitacionais. Ao discutir a política de financiamento habitacional brasileira, entre 1964 e 1986, Néri e Carvalho (1999) destacam que o elevado valor do imóvel, em contraste com o prazo máximo do término do contrato, comprometiam excessivamente o orçamento mensal das famílias de baixa renda, o que inviabiliza a demanda dessas pessoas por investimentos habitacionais adequados. As evidências de que a política habitacional foi incapaz de permitir o acesso dos pobres ao crédito também foram trabalhadas por Garcia e Rebelo (2002) com base nas informações na PNAD de 1998.

O gráfico 8 ilustra o percentual dos empréstimos aprovados pela Carteira de Operações Sociais (COS) do BNH no total dos contratos do SFH entre 1964 e 1980. Durante a fase de expansão e implantação das companhias habitacionais – 1964 a 1969 –, o número de unidades habitacionais para as classes de baixa renda, com empréstimos aprovados pela COS-

BNH, cresceu continuamente, passando de 8,6 mil para 51 mil unidades. No entanto, desde 1968, esses contratos passaram a representar menos da metade do total de empréstimos do SFH. Nos anos 1970 até 1974, os contratos da COS-BNH representavam, em média, 12% do total do SFH, tendo uma ligeira recuperação entre 1975 e 1978, ano em que a COS-BNH chegou a financiar quase 200 mil unidades, dados reunidos por Azevedo e Andrade (1982) que ainda destacam que, mesmo no auge de operação do sistema, a cobertura para a população de baixa renda foi reduzida.

Gráfico 8 - Operações da COS-BNH e dos demais programas do SFH



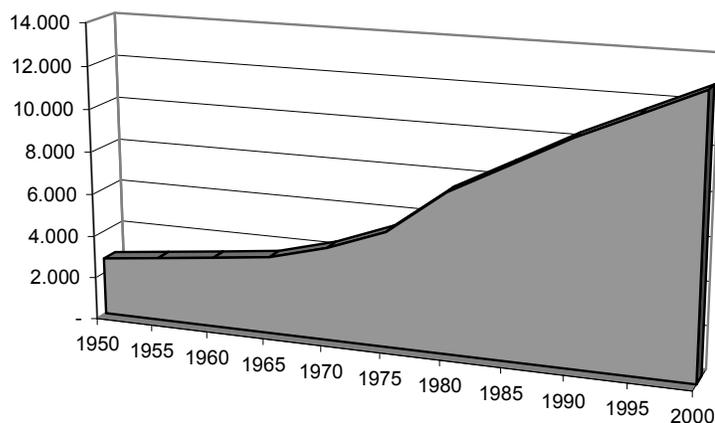
Fonte: Azevedo e Andrade (1982)

De acordo com Abecip (2006), outra evidência da insuficiência do sistema é a reversão do processo de acumulação de capital habitacional no Brasil. O gráfico 9 mostra a evolução do estoque habitacional por habitante entre 1950 e 2003. Nota-se que, em contraposição ao período 1965 a 1980, momento em que o estoque de capital habitacional per capita apresentava as maiores taxas de crescimento (4,6% ao ano), no período posterior à extinção do BNH o país tem encontrado sérias dificuldades em fazer crescer esse estoque de capital, visto que a taxa média anual se reduziu drasticamente, passando para 2,7% ao ano (1986 a 2003).

As falhas do SFH que contribuíram para o irrisório desenvolvimento habitacional foram apontadas por Castelo, Sistema Financeiro da Habitação. Apud FGV (2007). Ele destaca: (i) a taxa de juros fixa; (ii) a falta de canais de comunicação entre o SFH e os demais segmentos do mercado de capitais; (iii) a instabilidade congênita do sistema, ocasionada pelo prazo de permanência incerto dos depósitos nos fundos de financiamento do crédito habitacional; e (iv) seu caráter pró-cíclico. De acordo com esse autor, a taxa real de juros fixa impede o ajuste entre oferta e demanda por crédito. Outro ponto em destaque é o fato de que o SFH é um sistema “estanque”, sem qualquer articulação com o mercado de capitais brasileiro, o que impossibilita que os recursos captados por outros instrumentos financeiros sejam canalizados para a habitação.

No item referente a instabilidade congênita do SFH, somente um cenário favorável de crescimento econômico possibilitaria o funcionamento pleno de um sistema que capta recursos no curto e médio prazo e empresta-os no longo prazo, com relação ao comportamento pró-cíclico dos fundos é explicado da seguinte forma: quando aumenta a renda disponível das famílias, também aumenta a captação líquida do sistema; nos períodos recessivos, os saques tendem a superar os depósitos.

Gráfico 9 - Brasil, estoque de capital habitacional por habitante, 1950 a 2003



Fonte: Ipeadata

Adicionalmente aos problemas intrínsecos ao próprio sistema, a instabilidade e insuficiência de recursos, o estudo da Fundação Getúlio Vargas (2007) exibiu outros dois fatores que contribuíram na deficiência do sistema, como a escassez de poupança doméstica e a instabilidade econômica. Outro elemento fundamental para garantir a rentabilidade real da oferta de recursos destinados à habitação era a correção dos empréstimos concedidos. A combinação entre o agravamento da crise econômica que seguiu durante o período entre 1980 e 1990, o arrocho salarial, a queda do poder aquisitivo, a elevação das taxas de juros e a inflação, culminou na elevada inadimplência no SFH. À medida que o ambiente econômico apresentava instabilidade, e em razão de políticas oportunistas, o FCVS tornou-se incapaz de suportar o saldo residual².

Vale ressaltar que o sistema também perdeu capacidade de financiamento devido ao fato de que parte expressiva dos recursos aplicados não ter retornado ao sistema no prazo previsto. Nos anos 90, dos passivos junto ao FGTS, cerca de 75% haviam sido contraídos pelo setor público em seus diferentes níveis de governo, que dispôs de condições favorecidas no alongamento dos prazos de pagamento dos empréstimos. Isso comprometeu por completo a disponibilidade de fundos do FGTS para novos empréstimos. Não seria exagero afirmar que fatores externos levaram à crise do modelo, FGV (2007).

No início de 1986, o Plano Cruzado incluiu as cadernetas de poupança, o FGTS e as prestações dos financiamentos habitacionais no congelamento de preços. As prestações foram corrigidas segundo o valor real médio dos últimos meses, sendo o número de meses fixado de acordo com o prazo de reajuste de cada contrato. Mesmo voltando a ter correção trimestral e sendo o único ativo financeiro com prazo de correção inferior a um ano, as cadernetas de poupança registraram captação negativa no período. Isso se deveu a duas razões: (i) o grande aumento no consumo dos bens duráveis, que ocasionou uma retirada em massa das cadernetas; e (ii) o aumento dos depósitos compulsórios no Banco Central sobre os saldos, que agravou ainda mais a situação de esvaziamento do SFH, apesar de não ter um impacto direto na captação líquida dos contratos. Essas medidas introduziram distorções importantes no equilíbrio econômico-financeiro dos contratos (ABECIP, 1994).

² Esse saldo tem magnitude estimada, em valores de outubro de 2006, em R\$ 100 bilhões, segundo a Caixa Econômica Federal, Abecip, 1994.

Ainda em 1986, com a edição do Decreto-Lei 2.291, o SFH passou por uma profunda reestruturação com a extinção do BNH. Suas funções foram redistribuídas entre vários órgãos do governo. O Ministério de Desenvolvimento Urbano e Meio Ambiente (MDU) ficou responsável por formular propostas de política habitacional e de desenvolvimento urbano. Ao Conselho Monetário Nacional (CMN) couberam as funções de orientar, disciplinar e controlar o SFH. O BACEN ficou com as tarefas de fiscalizar as instituições financeiras que integravam o SFH e de elaborar normas pertinentes aos depósitos de poupança. À Caixa Econômica Federal coube a administração do passivo, do ativo, do pessoal e dos bens móveis e imóveis do BNH, bem como a gestão do FGTS.

É fácil compreender que as fragilidades inerentes ao SFH seriam exacerbadas em qualquer cenário de aceleração inflacionária e de queda da renda real. Isso aconteceu efetivamente a partir do aprofundamento da instabilidade macroeconômica nas décadas de 1980 e 1990. E, para piorar a situação, como já observado, parte substantiva dos fundos não voltou ao sistema nos prazos e valores previstos.

Atualmente as normas que disciplinam as regras para o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos são de atribuição do CMN, acompanhadas pelo BACEN.

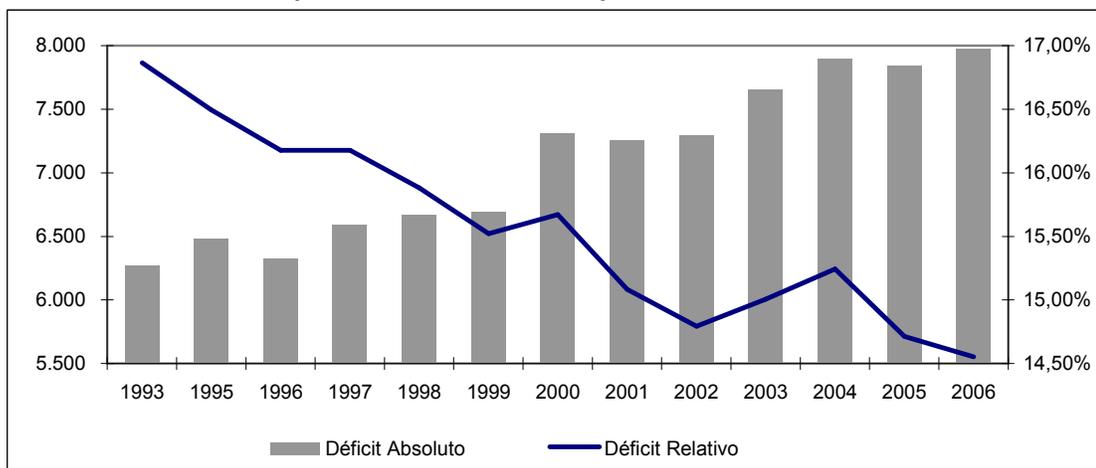
Os recursos do FGTS são regidos por normas e diretrizes estabelecidas por um Conselho Curador e a gestão e a aplicação são efetuadas pelo Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (MPOG), cabendo à CEF o papel de agente operador.

2.2.1.2 Evolução do mercado brasileiro na última década

Segundo o estudo do Sinduscon (2007), o déficit habitacional tem crescido em todo país, de acordo com os dados históricos coletados. O estudo aponta para o surgimento de 1,7 milhões de famílias que carecem de habitação adequada entre os anos de 1993 e 2006. Nesse mesmo período o déficit habitacional no país passou de 6,247 milhões para 7,964 milhões de moradias: um crescimento de 27,2%. Ao consideramos o número total de domicílios no País que passou de 37,064 milhões para 54,719 milhões, no mesmo período, verifica-se que, a despeito do aumento da carência de moradias em termos absolutos em todo País, o déficit relativo reduziu-se, passando de 16,9% para 14,6%, esta evolução pode ser melhor observada no gráfico 10.

Em seguida, no gráfico 11, pode-se observar que o déficit esta concentrado fundamentalmente nas classes com renda até 3 salários mínimos (PNAD, 2006).

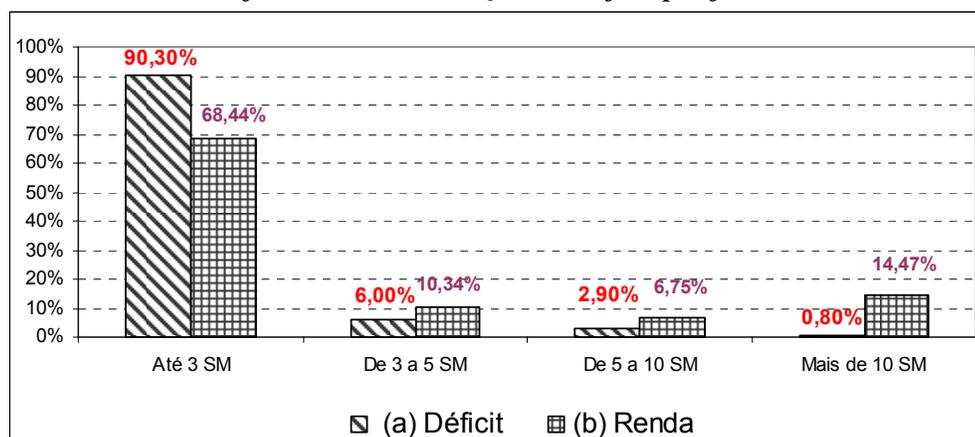
Gráfico 10 - Evolução do Déficit Habitacional Brasileiro



Fonte: PNAD (2006)

Em um país de dimensões continentais como o Brasil, é compreensível que, apesar do aumento no déficit absoluto 1993 e 2006, conforme gráfico 10, algumas regiões apresentem crescimento mais acentuado. Na região Norte, por exemplo, os números indicam um aumento acima da média do País, já no Amapá, Roraima e Pará, o déficit mais que dobrou nesse período. A inclusão das áreas rurais dos estados da região Norte na pesquisa responde por grande parte desse crescimento. Ressalta-se também o efeito do aumento da migração para essa área do país, em especial para o Estado do Pará (SINDUSCON, 2007).

Gráfico 11 - Concentração do Déficit por faixa de renda



Fonte: (a) Fundação João Pinheiro (2005) e (b) IBGE (2007)

Frente a esse cenário bastante desfavorável, buscaram-se mecanismos para contornar a crise, reformando o modelo de financiamento habitacional no Brasil. A principal medida nesse sentido foi a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário. Criado em 1997, pela lei nº. 9.514 (1997), como complemento ao Sistema Financeiro da Habitação, o SFI tem como principais fundamentos a securitização dos créditos imobiliários e a maior segurança jurídica dos contratos.

Ao contrário do SFH, o novo sistema vai captar recursos no mercado e não dispõe de um *funding* cativo ou taxa de juros determinadas. Os principais instrumentos para a securitização são os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI). A segurança jurídica seria garantida com a introdução da alienação fiduciária³.

De acordo com a ABECIP (1994), o maior êxito do SFI, em seus dez anos de existência, está associado ao financiamento de edificações comerciais. Na área habitacional, o sistema não logrou expressivos avanços. O que se deveu, em grande parte, às altas taxas de juros e aos entraves institucionais e jurídicos que permearam a política habitacional, muitos deles ligados à baixa satisfação dos direitos de propriedade e ao elevado custo de execução de hipotecas. Estando as instituições financeiras sujeitas as regras estritas do SFH, o direcionamento de recursos para financiamento habitacional acaba por limitar a participação dos bancos nesse mercado.

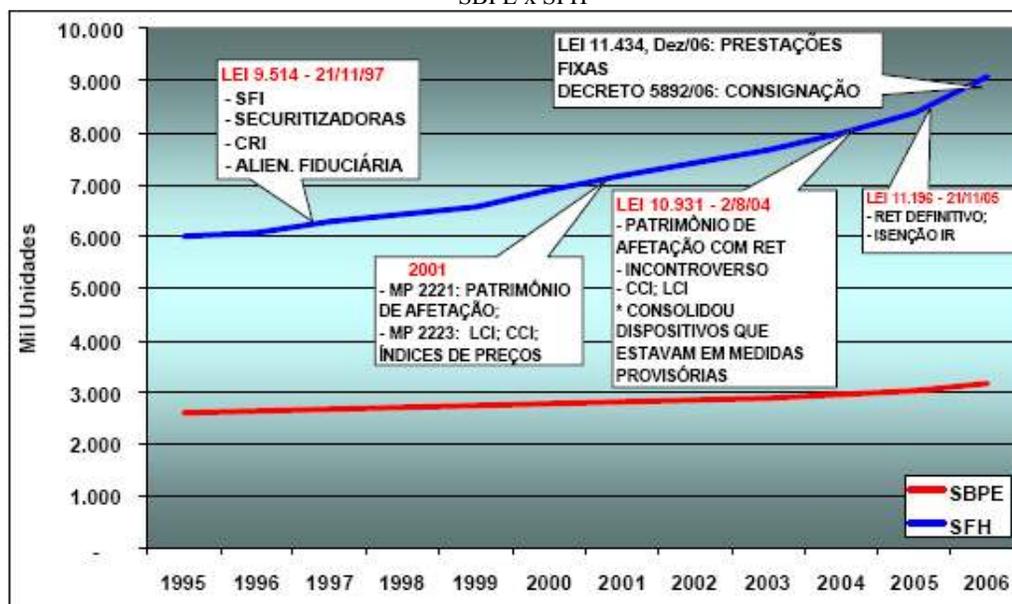
Visando contornar esses entraves, nos últimos três anos, o sistema de financiamento habitacional passou por modificações e aperfeiçoamentos importantes. A principal delas foi a promulgação da lei 10.931, que dispõe, entre outras coisas, sobre o patrimônio de afetação, que é um instrumento que permite a criação de um patrimônio próprio para cada

³ É importante ressaltar que o instrumento da alienação fiduciária pode ser utilizado em qualquer contrato e não apenas no crédito imobiliário.

empreendimento, que passa a ter a sua própria contabilidade, separada das operações do incorporador-construtor. O patrimônio de afetação não se comunica com os demais bens, direitos e obrigações do patrimônio geral do incorporador e somente responde por dívidas e obrigações vinculadas à própria incorporação. É um instrumento que pretende dar maior segurança e transparência ao comprador do imóvel e aos investidores. Vale mencionar que as empresas que aderirem ao sistema terão um regime de tributação especial.

Diversas mudanças aperfeiçoaram o arcabouço institucional voltado ao financiamento habitacional, o gráfico 12 demonstra de forma resumida e cronológica as que mereceram destaque. O patrimônio de afetação, introduzido pela Lei 10.931, é um dos itens que merecem ser destacados na implementação desse instrumento legal, outros elementos também têm seu lugar de destaque salvaguardado como: a inclusão da alienação fiduciária introduzida através do novo Código Civil, o aperfeiçoamento da legislação que regula a Letra de Crédito Imobiliário e Cédula de Crédito Bancário, a lei 11.196 com as medidas de desoneração fiscal, entre elas está a isenção das aplicações de pessoas físicas em ativos como as Letras Hipotecárias, Letras de Crédito Imobiliário e Certificados de Recebíveis Imobiliários e a discriminação nas petições judiciais do valor contestado, assegurando a continuidade do pagamento da parte da dívida que não é objeto de contestação (FGV, 2007).

Gráfico 12 - Evolução da última década na Regulamentação do Crédito Imobiliário
SBPE x SFH



Fonte: Fonseca (2007)

Outro ponto a se destacar é a evolução do estoque de CRI's entre 2000 e 2006, apresentada na Tabela 4. Nota-se que a partir de 2005, o sistema começa a ganhar maior dinamismo.

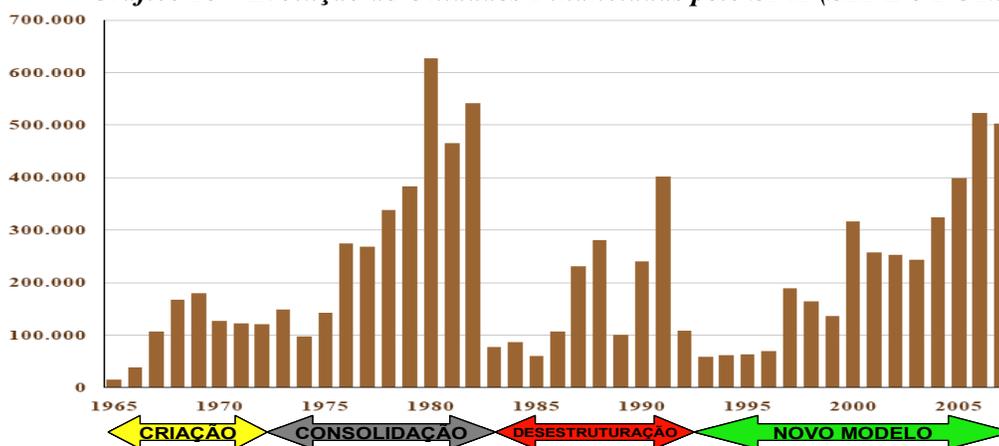
Quadro 1 - Emissão primária de certificados de recebíveis imobiliários

Emissão Primária – Registro CVM			
Ano	R\$ Mil	Número de Operações	Emissão Média R\$ Mil
2000	171.671	5	34.334
2001	222.796	13	17.138
2002	142.177	9	15.797
2003	287.599	17	16.918
2004	403.080	29	13.899
2005	2.102.322	34	61.833
2006	1.071.437	77	13.915
2007	645.353	31	20.818

Fonte: CVM

Desde a sua criação até os dias atuais, o SFH sofreu marcantes mudanças em sua estrutura que trouxeram um desenvolvimento significativo na oferta de recursos nos últimos anos, como ilustrado no gráfico 13. As operações com recursos da poupança cresceram significativamente a partir de 2004, com a resolução do Banco Central, que determinou uma aceleração na velocidade de exclusão dos créditos do FCVS virtual no cômputo das exigibilidades do sistema. A partir desse instrumento os créditos foram incorporados pelas instituições financeiras que assumiram parte dos bancos “quebrados” no âmbito das operações do Proer e permitiam que elas os utilizassem para comprovar as exigibilidades. Essa alteração na legislação das operações com recursos da poupança, resultou em uma movimentação de R\$ 4,8 bilhões em 2005, ou seja, mais que dobraram em relação ao total de 2003. A quantidade de unidades financiadas com esses recursos superou a marca de 60 mil, o que representou um aumento de 67% em relação a 2003 (FGV, 2007).

Gráfico 13 - Evolução de Unidades Financiadas pelo SFH (SBPE e FGTS)



Fonte: Fonseca (2007)

As operações com recursos do FGTS também apresentaram um incremento bastante intenso. A recuperação da capacidade de financiamento do FGTS começou a partir do início da década de 2000 e intensificou-se desde 2003. Assim, o número de unidades financiadas vem crescendo de forma bastante significativa, tendo alcançado cerca 332,6 mil unidades em 2005 – um aumento de 16% em relação a 2000 ou quase o dobro das unidades financiadas em 1997 (ABECIP, 2006).

É importante observar que a recuperação da capacidade de financiamento do SFH ainda é lenta e os números atuais mal retomam os patamares observados no início dos anos 90 e estão muito distantes dos volumes de financiamento do período áureo do sistema em 1980.

A dificuldade de recuperação do SFH está em grande parte relacionada a características intrínsecas ao próprio sistema, que vão além das políticas inconsistentes do final dos anos 80, da instabilidade macroeconômica ou do patamar da taxa de juros. A captação de recursos de curto prazo para a concessão de empréstimos de duração mais longa é um fator de instabilidade.

2.2.1.3 Experiências e Lições do Cenário Internacional

A reflexão sobre o modelo de financiamento habitacional brasileiro, as possíveis reformas que poderiam trazer-lhe mais eficiência e a possibilidade de contribuir de forma mais incisiva no processo de desenvolvimento nacional pode ser enriquecida a partir do estudo de algumas experiências internacionais.

As histórias do financiamento imobiliário pelo mundo afora trazem muitos elementos para reflexão. Antes de tudo, é fundamental ter em mente a extraordinária expansão que vive nas últimas décadas o crédito imobiliário nos países mais desenvolvidos. Desse exemplo de crescimento recente é possível depreender a importância da consolidação da estabilidade com a renda em elevação. Percebe-se também o papel de destaque desempenhado pelo quadro jurídico-institucional e pelas medidas de liberalização, condições necessárias para a redução dos riscos e a ampliação dos mercados financeiros (BROLLO, 2004).

Resolver uma complexa equação cujos resultados garantiriam um fluxo contínuo de recursos de longo prazo para financiar a formação de capital habitacional pelas famílias é uma tarefa central para todos os países, quaisquer que sejam seus estágios de desenvolvimento.

Discutimos abaixo algumas experiências internacionais. A escolha dos países procurou contemplar distintas formulações de sistemas de financiamento habitacional em países para os quais a questão habitacional está a diferentes distâncias de uma solução durável. Todos os casos escolhidos apresentam inegáveis elementos de sucesso. Em muitos deles, o êxito das políticas de financiamento habitacional esteve vinculado a um processo de fortalecimento das instituições – muitas vezes passando por medidas de liberalização financeira – conjugado a avanços na estabilidade macroeconômica.

Segundo FGV (2007), a expansão recente do financiamento habitacional tem sido marcada pelas transformações mais amplas nos sistemas financeiros em todo o mundo. Esse movimento ocorre em meio a um quadro de maior estabilidade macroeconômica e menor vulnerabilidade financeira. O cenário de estabilidade, muito importante para o desenvolvimento das economias de países emergentes, cria as condições para a ampliação da demanda por financiamento habitacional. Adicionalmente é possível observar que as operações de mercado vêm ganhando espaço no conjunto das modalidades de crédito disponíveis nos diversos países.

Somado as características econômicas favoráveis, o processo de liberalização e desregulamentação em muitos mercados nacionais, contribuiu de forma decisiva para amenizar as restrições sobre o crédito. A reestruturação e o fortalecimento dos mercados financeiros tornam-se, condição imprescindível para a expansão do mercado secundário de hipotecas (FGV, 2007).

“Essas tendências favoráveis no mercado de financiamento habitacional e a estabilidade macroeconômica atuam como elementos determinantes para uma boa precificação do risco nos empréstimos e uma melhor classificação do crédito” (FGV, 2007). O estudo mostra ainda que importantes aprimoramentos na avaliação do risco dos empréstimos e na sua classificação trouxeram mais eficiência para as transações de crédito. Simultaneamente, um crescimento das atividades de securitização tem criado um maior grau

de especialização aos mercados financeiros, permitindo aos investidores caminhos diversificados para sua carteira de ativos.

Ao observar os modelos internacionais de políticas e gestão imobiliária, ressalva-se a inevitável comparação do modelo norte-americano e o brasileiro. O modelo norte-americano detém inúmeras particularidades estruturais como, as especificidades institucionais e a cultura financeira do país, na qual operações de mercado de capitais ocupam um espaço prioritário. No entanto, devemos manter como referência as agências reguladoras e garantidoras dos mercados hipotecários, elementos centrais para esse modelo (FGV, 2007).

Gonçalves (2007), afirma que, “Os mercados de crédito brasileiro e americano são muito diferentes...” e que “o Brasil está livre de passar por uma crise no setor de crédito imobiliário semelhante à que ocorre atualmente nos Estados Unidos”. Ele explica também que o Brasil utiliza, para financiamento da casa própria, recursos do FGTS e da poupança, “que são bastante seguros e atualmente têm recursos em abundância para ser aplicados”. Se por um lado a trajetória de crescimento recente é semelhante à norte-americana, por outro os movimentos diferem em magnitude e nas características estruturais.

Accenture (2007) explica que no Brasil o crédito imobiliário foi impulsionado pela estabilidade, que proporcionou ambiente propício à concessão de crédito de longo prazo. Outro fator fundamental para a sustentabilidade desse processo foi a já mencionada queda de juros iniciada em meados de 2005. Além desses dois fatores fundamentais, do ponto de vista macroeconômico, o setor foi beneficiado por mudanças institucionais que facilitaram a contratação de crédito, tendo destaque às mudanças do FGTS em 2005. Mesmo no âmbito da concessão por parte dos bancos comerciais, o processo de expansão é reforçado.

No caso norte-americano, conforme HUD (2006), o imóvel é financiado com dinheiro do mercado secundário, em que os bancos emprestam o dinheiro e transformam essa dívida em títulos vendidos a outras instituições. A crise estourou porque uma grande quantidade de empréstimos foi feita no grupo do subprime, de altíssimo risco, com tomadores que não são obrigados a apresentar documentos que assegurem o pagamento da dívida, como comprovante de renda. Muitas pessoas e grupos com histórico ruim de pagamento fazem parte desse mercado. Como as taxas de retorno são bastante elevadas, investidores mais ousados acabam apostando nos papéis ofertados no subprime.

No Brasil, ao contrário, além de o processo incluir a exigência de várias garantias, o crédito imobiliário não passa pelo mercado secundário. “O nosso mercado de crédito é uma coisa mais estável, por isso não estamos observando nenhuma possibilidade de qualquer impacto da crise americana”, afirma Gonçalves (2007).

O México possui grandes semelhanças com Brasil, tanto pela própria história econômica e social, como pela magnitude das carências habitacionais e pela configuração de instituições públicas. No entanto os mexicanos vem se distanciando do modelo brasileiro, por algumas características marcantes, dentre elas se ressalta-se: o financiamento público, o SFH (Sociedade Hipotecaria Federal) é o órgão do governo responsável pelo *funding* de todo o crédito habitacional do país, a estruturação de um sistema de seguros e garantias para estimular a expansão do mercado para as faixas de renda mais baixas e ainda o desenvolvimento do mercado secundário de hipotecas. Essas medidas foram tomadas em paralelo com a articulação para atrair empresas de seguro dos Estados Unidos, para suportar tais mudanças. (PNH, 2007).

O Chile apresenta resultados mais inspiradores. As reformas financeiras e previdenciárias promovidas foram capazes de estruturar um sistema de financiamento imobiliário completo, firmando políticas específicas para as populações menos favorecidas e deixando ao mercado as operações para os grupos mais acima na pirâmide da renda nacional. Dentre as medidas adotadas pelo modelo chileno, destaca-se a criação de um convênio, entre os bancos e o governo, onde o ente público disponibiliza um instrumento de *funding* para os

financiamentos, exigindo que em seguida esse crédito seja revendido no mercado secundário, com emissão de cédulas específicas. No caso do mercado não absorver a totalidade desses créditos, o governo concede um subsídio que cubra a diferença. Além do subsídio implícito o governo oferece também um seguro de execução aonde, em alguns casos, essa cobertura chega a 100% do saldo devedor incluindo juros, taxas judiciais etc. “Os recursos para os subsídios da habitação, sejam eles implícitos ou não provém do orçamento público”. (PNH, 2007).

“O modelo chileno tem sido capaz de lograr importantes resultados na redução do déficit habitacional, ao mesmo tempo em que, pela competição e eficiência introduzidas nos mercados financeiros, trouxe especial dinamismo às operações de crédito. Vale a pena estudar essa experiência e buscar elementos passíveis de adaptação à realidade brasileira”.

FGV (2007).

Tendências de financiamento no mercado mundial

De acordo com o estudo realizado pela FGV (2007), o crescimento do volume de crédito imobiliário é um movimento real em muitos países, em destaque nos mais desenvolvidos. Esses recursos financeiros de crédito assumem formas distintas de acordo com a estrutura de financiamento vigente em cada país, reconhecendo as diferentes estruturas econômicas entre países e regiões, e ainda as características que compõe o endividamento das famílias, notadamente composto por financiamento habitacional e hipotecas.

O percentual do endividamento nacional atrelado a dívida das famílias aumentou entre 1985 e 2005, para um grupo de 14 países considerados em estudo realizado por BIS, Housing finance in the global financial market. Apud FGV (2007). Apesar do considerável aumento, o estudo aponta que esse tipo de dívida ainda representa uma parcela limitada da dívida total.

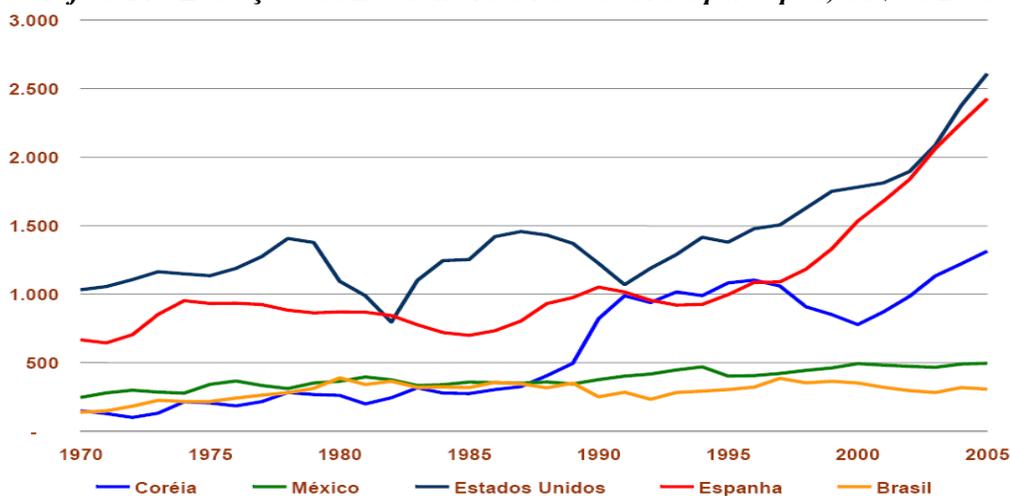
O Quadro 2 (p.51) apresentado mais a frente, a relação da dívida hipotecária *versus* o PIB no cenário internacional, comparando 15 países, incluindo o Brasil. Observa-se uma significativa variação entre os índices desses países, o que pode ser explicado pelas especificidades econômicas e dos sistemas habitacionais domésticos. Nos extremos a Holanda com a relação dívida hipotecária/PIB de 111% e o Brasil com seus pífios 1,7%.

“A dívida hipotecária cresceu nos últimos 20 anos, mas as taxas de juros caíram, fazendo com que o custo do serviço dessa dívida sofresse uma importante redução no mesmo período. Esses movimentos permitiram que, mesmo com acentuado crescimento da dívida hipotecária, o quociente dívida/ativos das famílias sofresse apenas uma ligeira elevação”.

FGV, (2007)

Apesar das características individuais de cada nação, existe um fato em comum nessas experiências de financiamento e política habitacional, que distingue o Brasil dos demais países: todas nutrem investimentos em habitação em níveis bem elevados, conforme (gráfico 14), contribuindo positivamente para a formação de capital dessas economias e, por conseguinte, para o seu crescimento econômico. Segundo FGV (2007), as incríveis taxas de crescimento da Coreia e do Chile, modelos exemplares de países com elevado ritmo de desenvolvimento econômico, são, em grande quantidade, sustentadas pelos investimentos imobiliários, os quais guardam relação direta com a oferta de crédito. Sem essa fatia do crédito imobiliário as taxas de crescimento dessas duas economias seriam certamente inferiores as atuais.

Gráfico 14 - Evolução dos Investimentos habitacionais per capita, US\$ de 2005



Fonte: Accenture (2007)

2.2.2 CREDITO IMOBILIÁRIO

O mercado imobiliário brasileiro vive por um das melhores fases de sua história, em grande parte devido à retomada do crédito pelos agentes que atuam no SBPE, cuja principal fonte de captação de recursos financeiros são as contas de poupança.

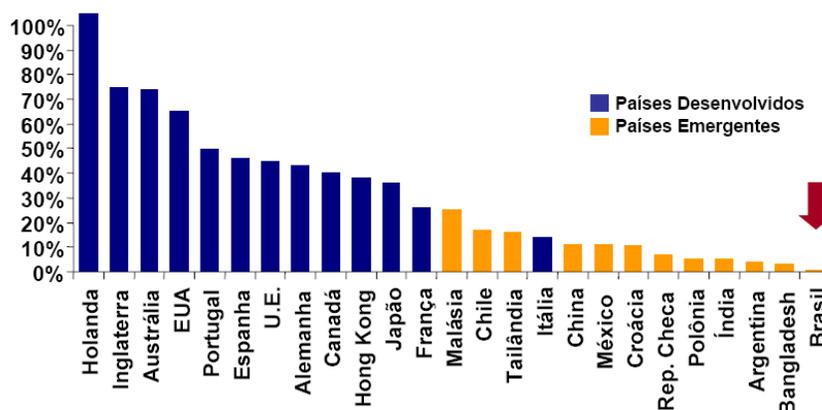
Tal afirmativa feita Gonçalves (2008), esta baseada no número nos indicadores recentes que apontam para mais de 227,6 mil unidades financiadas nos últimos doze meses, terminados em maio de 2007, que alimentam projeções recordes para 2008 com índices superiores ao de 1982 quando foram financiadas 258,7 mil unidades pelo SBPE.

Assim reforça-se a idéia que o crédito imobiliário é a engrenagem central no processo de desenvolvimento econômico de um país. Financiar imóveis é o alicerce da construção do patrimônio de um país. No Brasil, o investimento habitacional por habitante ainda é muito exíguo quando comparado a outras nações, não apenas países desenvolvidos, como também outros emergentes, FGV (2007). Isso se deve, a dois fatores, o primeiro é a limitação de renda disponível.

No Brasil como em quase todo mundo, as famílias mais pobres não tem condições de arcar com os custos de aquisição de uma habitação condizente. Para resolver essa dificuldade, normalmente os governos lançam mão de programas de subsídio ao crédito habitacional. O segundo fator são as restrições de crédito imobiliário. Uma forma de se superar as limitações de renda familiar corrente é recorrer ao crédito. Este mecanismo permite a efetivação de uma demanda por um bem de elevado valor em troca de um comprometimento de parte da renda futura do devedor por um longo prazo.

De acordo com Loyola (2006), no Brasil, no entanto, a participação do crédito imobiliário como fonte de recursos para a construção é, ainda, exígua – menos de 2% do PIB. Em países desenvolvidos, o crédito imobiliário chega a superar 100% do PIB, como é o caso da Holanda. Nossa situação fica ainda pior quando comparamos o quadro nacional com algumas economias emergentes, como o Chile, México e Argentina (ver gráfico 15).

Gráfico 15 - Crédito Imobiliário & PIB em 2004



Fonte: Loyola (2006)

O Quadro 2 revela o cenário de 15 países em 2005 na relação PIB versus Crédito, atendo-se a 3 comparações básicas: percentual total de crédito com relação ao PIB; a representatividade do Crédito Imobiliário perante o PIB e ainda o quanto os outros tipos de crédito representam do PIB.

Quadro 2 - O Crédito em outros países

PAÍS	TOTAL Crédito Privado / PIB	Crédito Imobiliário / PIB	Outros Créditos / PIB
EUA	249%	65%	184%
HOLANDA	166%	111%	55%
INGLATERRA	156%	73%	83%
AFRICA DO SUL	141%	20%	121%
IRLANDA	137%	53%	84%
ALEMANHA	105%	45%	60%
FRANÇA	87%	28%	59%
ESPAÑA	125%	46%	79%
CHILE	63%	13%	50%
HUNGRIA	46%	10%	36%
INDIA	37%	2,2%	34,8%
REP. TCHECA	33%	8%	25%
POLONIA	28%	6%	22%
MEXICO	17%	9%	8%
BRASIL	33%	1,7%	31,3%

Fonte: Elaboração BNDES, (2006).

Atualmente no Brasil, quando todas as atenções estão voltadas para a abertura de uma fase de crescimento sustentado, o estabelecimento de condições para a expansão de todas as formas de financiamento de longo prazo aparece como uma tarefa natural e premente. Assim, um esforço de compreensão da dinâmica do crédito imobiliário – de sua história, sua estrutura institucional e operacional e experiências internacionais – é tarefa imprescindível para o fomento das operações de financiamento de longo prazo e, por conseguinte, das condições necessárias ao desenvolvimento econômico e social.

2.2.2.1 Premissas e características do SFI

No ano de 1997, devido a fatores anteriormente apresentados e à necessidade de reformulação e revitalização dos mecanismos de financiamento à habitação, foi criada a Lei 9.514, aprovada pelo Congresso Nacional a partir da proposta de Lei elaborada pela ABECIP.

A nova lei estabeleceu o Sistema Financeiro Imobiliário – SFI, sistema complementar ao Sistema Financeiro da Habitação – SFH. Um dos objetivos SFI era a de aliviar o SFH, atendendo à demanda por crédito imobiliário para a classe média e alta⁴ (no SFH havia incompatibilidade do *funding* utilizado com o sistema de financiamento e ainda limitações de fontes de recursos tradicionais para as contratações) (SOUSA, 2006).

Essa lei representou um avanço bastante expressivo em diversos sentidos, visto que pregava um cenário menos intervencionista e mais mercadológico (VEDROSSI, 2002).

“O SFI é um conjunto de normas legais que regulam a participação de instituições financeiras (caixas econômicas, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos com carteira de crédito imobiliário, sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimos e companhias hipotecárias) e não-financeiras (companhias securitizadoras) na realização de operações de crédito imobiliário, com a efetiva garantia de retorno dos capitais emprestados”.

Sousa (2006)

Os instrumentos trazidos pelo SFI podem ser utilizados a quaisquer operações de comercialização de imóveis com pagamento parcelado, arrendamento mercantil de imóveis e financiamento de imóveis em geral.

Toda fundamentação do SFI está primordialmente na implementação da economia de mercado, na desregulamentação das operações imobiliárias e na desoneração dos cofres públicos. As operações de SFI são realizadas de acordo com as “condições de mercado” isto é, livremente praticadas nas diversas operações do mercado imobiliário, sendo o próprio mercado o seu provedor de recursos. (CIBRASEC. Artigos Eletrônicos 2005. Apud SOUSA).

Sousa (2006) complementa afirmando que a criação do SFI trouxe inúmeras inovações no crédito imobiliário nacional, em destaque a criação de instrumentos de securitização imobiliária⁵, que permitiram a transformação de bens imóveis em títulos mobiliários, como os Fundos de Investimentos Imobiliários – FII’s e os Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI’s⁶. A lei 9.514 que deu vida ao SFI instituiu também um novo veículo legal denominado Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários, que são sociedades com propósitos de fazer securitização dos recebíveis imobiliários através da emissão dos CRI’s, títulos imobiliários equivalentes a debêntures. Em resumo, todas essas mudanças convergem para um mesmo objetivo, a articulação do setor imobiliário com o mercado financeiro, para que seja estabelecido um processo de desintermediação bancária para o financiamento à produção, ao mesmo tempo em que oferecem possibilidades de ganhos financeiros aos investidores.

Os grandes investidores institucionais, fundos de pensão, fundos de renda fixa, companhias seguradoras, bancos de investimento, entre outros, são proprietários de expressivos ativos, não só no Brasil, como em outros países. Dessa forma tornam-se os principais compradores dos recebíveis imobiliários e conseqüentemente a principal fonte de recursos do SFI. Esses ativos somam bilhões de reais, somente no Brasil, e têm de ser

⁴ O SFI inspirou-se no modelo americano de crédito imobiliário, que hoje movimenta valores correspondentes a cerca de 60% do PIB americano.

⁵ Securitização é um processo estruturado, coordenado por uma instituição especializada (companhia securitizadora), através do qual os créditos imobiliários descontados pelo originador são transformados em títulos, denominados Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, a serem negociados nos mercados financeiro e de capitais. A securitização transforma um fluxo de recebíveis de médio e longo prazo em ativos financeiros negociáveis a vista, proporcionado novas alavancagens financeiras para empresas incorporadoras, construtoras, imobiliárias, instituições financeiras, enfim para todas aquelas que possuem créditos com lastro imobiliário e que possam atrelar a eles uma garantia, também imobiliária (Fonte: CIBRASEC).

⁶ Recebíveis Imobiliários são todos e quaisquer créditos decorrentes de operação de venda e compra ou promessa de venda e compra a prazo, financiamento, arrendamento, locação, entre outros, que tenham por objeto um imóvel residencial, comercial, industrial, rural ou lote urbanizado (Fonte: CIBRASEC).

aplicados em investimentos que lhes proporcionem não somente atrativa lucratividade, mas, sobretudo, segurança real para o retorno dos recursos investidos. Dando prosseguimento a cadeia produtiva do SFI, a securitizadora utilizará os recursos (obtidos na venda dos recebíveis) para a compra de outros créditos imobiliários junto às entidades financiadoras e outras integrantes do mercado imobiliário, as quais, desse modo, serão motivadas e ampliar a concessão de financiamentos, incorporações, loteamentos, locações entre outros, das mais variadas espécies de imóveis (SOUSA, 2006).

“A possibilidade do Brasil de consolidar seu processo de estabilidade monetária nos próximos anos abre perspectivas de uma elevação e aperfeiçoamento das atividades de concessão de crédito privado, em especial aqueles destinados as financiamento da casa própria. Desta forma, o desenvolvimento de um mercado secundário de letras hipotecárias no Brasil é essencial para atrair capitais para a construção civil e gerar eficiência alocativa de recursos no setor”.

VALPASSOS; CARNEIRO. Financiamento à habitação e instabilidade econômica – experiências passadas, desafios e propostas para a ação futura. Apud SOUSA 2006. p 38.

No entanto, SFI impõe algumas condições elementares para a contratação das operações de crédito imobiliário, são elas:

- o pagamento total do montante financiado e dos encargos estipulados no contrato;
- a capitalização dos juros;
- a contratação de seguros pelo beneficiário;
- o imóvel deve ser capaz de gerar uma garantia imobiliária, que servirá de base para a constituição de um fluxo de recebíveis imobiliários securitizáveis.

Nesse contexto, o SFI tem como principal bandeira, possibilitar às construtoras se concentrarem na sua atividade mãe, construir. Deixando livre a maior parte do seu capital de giro, que até então estava aplicado no financiamento direto das unidades, através da obtenção de recursos oriundos da venda dos recebíveis, das unidades construídas, reconstituindo o capital de giro e direcionando-o para aplicação em novos projetos, priorizando a sua atividade principal. Consequentemente devolvendo às instituições financiadoras e ao mercado de capitais a função de bancar o financiamento aos compradores (SOUSA, 2006).

Outra importante modificação, agora no âmbito jurídico, trazida pelo SFI, também apontada por Sousa (2006) foi a possibilidade de retomada do imóvel no caso de inadimplência, de grande importância no que diz respeito ao sucesso das operações de securitização de hipotecas. Além da evolução nas garantias, através do instituto da Alienação Fiduciária, que prevê a transferência e recuperação, pelo credor, da posse dos títulos representativos dos créditos cedidos, bem como promover a cobrança judicial dos devedores.

“A aplicação maciça do mecanismo da Alienação Fiduciária é um passo decisivo a expansão do SFI, pois permitirá a geração de créditos de boa qualidade. Em consequência, estimulará os negócios e propiciará, com a diminuição das disputas judiciais e da inadimplência, a redução dos custos dos empréstimos imobiliários, ampliando as possibilidades de acesso da população ao imóvel próprio”.

ABECIP. SFI – como funciona o novo sistema de financiamento imobiliário. Apud SOUSA, 2006.

O SFI tem plenas condições de se tornar o alavancador de *funding* para o crédito imobiliário, e o vem fazendo nos últimos 2 anos, já com R\$ 2,1 bilhões em 2005 e R\$ 1,1 bilhão em 2006 de emissões primárias de recebíveis imobiliários, apesar desses avanços importantes pouco se tem avançado na questão habitacional, visto que os recebíveis são em grande parte lastreados em transações comerciais. As altas taxas de juros, nada atrativas,

continuam como a grande vilã do segmento, acompanhadas por outros elementos ainda carentes de melhorias, conforme relata o PNH (2007):

- baixa alavancagem das instituições financeiras;
- ausência de um mercado secundário para os CRI;
- proliferação desordenada e regulamentação precária de companhias securitizadoras;
- a padronização dos créditos e do direcionamento obrigatório dos recursos do SBPE.

Podemos perceber que no momento atual, está em curso no país uma significativa modificação no sistema de crédito (haja vista, por exemplo, a criação do SFI e da CIBRASEC). Este processo que estamos vivenciando pode ser definido como uma etapa dessa transformação, na qual o sistema busca uma maior aproximação com o mercado imobiliário, com vistas a ampliar o número de operações de crédito.

2.2.2.2 Cenário Atual

As variadas experiências internacionais e o aprimoramento recente do financiamento imobiliário no Brasil mostraram o elevado potencial de desenvolvimento representado pela expansão do crédito imobiliário. Estabelecidos os pré-requisitos econômicos e institucionais para um desenvolvimento saudável e sustentável das operações de crédito e dada a enorme demanda habitacional no país, o financiamento tende a ser o combustível para a formação de capital e um instrumento de melhoria sólida do quadro socioeconômico nacional (FGV, 2007).

Costa e Lundberg (2004) estudaram as variações dos volumes de empréstimos totais concedidos pelo sistema financeiro ao setor privado e a quantidade de financiamentos associados à habitação. A autora identificou que os bancos investem no crédito habitacional somente o limite mínimo obrigatório por lei, demonstrando notada preferência às outras modalidades de empréstimo. Algumas motivações levam esses credores a se distanciar do crédito habitacional, afirma a autora, como por exemplo, os aspectos normativos e estruturais relativos aos limitadores da oferta de crédito e os impactos negativos dessa linha de crédito nas aplicações totais dos bancos comerciais. Dessa forma, os autores, em seu estudo recomendam a criação de políticas de incentivo ao crédito imobiliário com o objetivo de reduzir a preferência atual por outras linhas de crédito.

As experiências internacionais estudadas e as constatações oriundas da contínua tentativa de se aprimorar o cenário do crédito habitacional, confirmam a importância de um ambiente de estabilidade macroeconômica e de fortalecimento das estruturas institucionais para o desenvolvimento e manutenção do crédito imobiliário.

“O financiamento imobiliário tem como uma de suas características intrínsecas o fato de ser uma atividade de longo prazo, impulsionada por duas variáveis principais: juros e renda” (FGV, 2007). Atentando para o fato de que, quando se fala, em taxa de juros do crédito habitacional, sempre se têm dois ângulos de análise, a taxa real que mercado pratica, e o indexador dos empréstimos, no Brasil a TR. Tais ponderações nos ajudam a evidenciar que, mesmo com as taxas de juros relativamente constantes, os tomadores de empréstimos habitacionais foram beneficiados com a queda da TR nos últimos 10 anos (FELIX, 2006).

Sendo assim, um quadro econômico estável é vital para as tomadas de decisões dos agentes integrantes desse mercado, sejam tomadores de crédito, sejam intermediários financeiros, complementa o estudo da FGV (2007). A estabilidade tem impactos diretos sobre o custo do crédito e sobre o grau de risco envolvido nas operações (tabela 5).

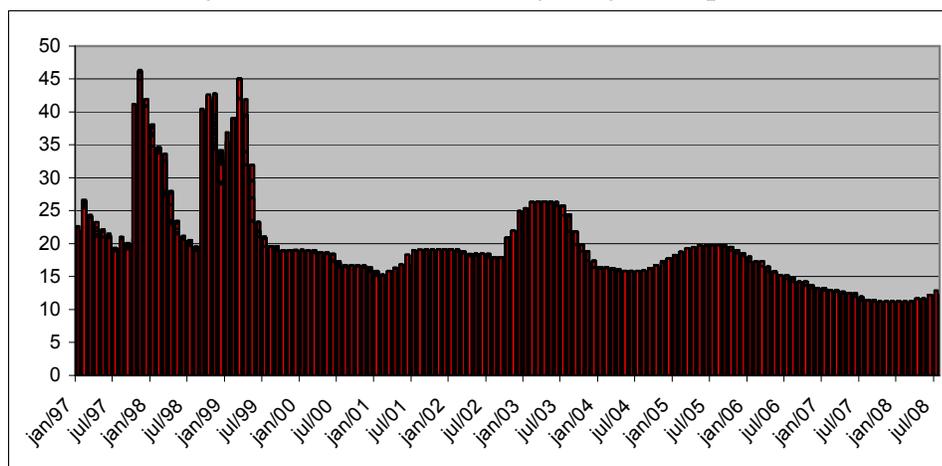
Tabela 5 - Evolução dos principais índices da economia brasileira

Anos	TR	IPCA	IGP-m	IGP-di	Sinduscon
2.001	2,29%	7,67%	10,37%	10,40%	8,48%
2.002	2,80%	12,53%	25,30%	26,41%	12,13%
2.003	4,65%	9,30%	8,69%	7,66%	13,84%
2.004	1,82%	7,60%	12,42%	12,13%	9,00%
2.005	2,83%	5,69%	1,20%	1,23%	4,99%
2.006	2,04%	3,14%	3,85%	3,80%	4,28%
2.007	1,17%	2,80%	2,74%	3,24%	5,05%
% 2001 a 2006	17,57%	55,33%	77,59%	77,02%	65,25%
Média 01 a 06	2,73%	7,62%	10,05%	9,99%	8,73%

Fonte: FGV, IBGE e Banco Central, 2007 até agosto.

Apesar da enorme necessidade de investimentos, o Brasil apresentou nas últimas décadas uma elevada taxa de juros, principalmente quando comparada aos padrões internacionais. As taxas em níveis elevadíssimos inibem os investimentos e desacelera a economia, conforme afirma o estudo da FGV (2007) e ilustrado no gráfico 16.

Gráfico 16 - SELIC – Taxa de juros fixados pelo COPOM



Fonte: Banco Central

O processo de desenvolvimento da estabilidade monetária e macroeconomia sustentável tiveram início há 12 anos e parece dar sinais de consolidação no momento atual. Esse fato abre espaço para uma queda mais acentuada e duradoura das taxas de juros. As políticas fiscais e monetárias têm a possibilidade de reduzir o endividamento do setor público e, assim, o decréscimo das taxas de juros, o que gerará de imediato efeitos positivos sobre o crédito imobiliário. Aliado a isso, a redução mais acentuada do custo do investimento poderá fomentar um ciclo virtuoso sobre o crescimento econômico e sobre a renda da população economicamente ativa (FGV, 2007).

Outro ponto destacado pela FGV (2007), foi estabelecimento do contexto macroeconômico saudável, é vital a manutenção de um arcabouço jurídico institucional que garanta, aos participantes, um ambiente seguro para a realização das operações. Avanços importantes foram alcançados nos últimos anos no marco jurídico-institucional. Da criação do Sistema de Financiamento Imobiliário, em 1997, até a instituição do Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social – SNHIS e do Fundo Nacional de Habitação de Interesse Social – FNHIS, em 2005, uma larga gama de medidas foram implantadas com o objetivo de trazer maior especialização ao mercado de financiamento imobiliário e uma amplitude maior na

diversidade de instrumentos de crédito. De forma resumida podemos destacar como fatores positivos, para a retomada da expansão da construção no país:

- estabilidade econômica;
- redução das taxas de juros;
- melhoria nos níveis de renda e empregabilidade;
- a maior oferta de crédito;
- as mudanças no marco regulatório;
- ampliação do direitos dos credores e a segurança dos adquirentes;
- desoneração tributária sobre os insumos;
- dentre outros.

Poder-se-ia arriscar a afirmar que, através dos exemplos de sucesso no cenário internacional conjugados com as importantes mudanças em andamento no país, que o melhor caminho seria o de diminuir progressivamente a intervenção estatal no mercado, de forma que a participação direta do governo ficasse limitada ao atendimento das camadas sociais de renda mais baixa, cujo acesso ao crédito é quase que inexistente diante da inviabilidade financeira para esse tipo de crédito, criando para essa camada subsídios e programas específicos para moradia. E ainda uma gradativa redução das obrigações de aplicação de recursos captados por instrumentos específicos e pela expansão dos meios de captação e incorporação de novos *players* ao mercado (FGV 2007).

Tais afirmativas, já se consolidam em avanços concretos do mercado de crédito imobiliário, através da surpreendente capitalização das empresas do setor da construção civil que foram ao mercado aberto. Nos anos de 2006 e 2007 foram 20 ao todo, dentre as que abriram capital nesses anos, temos as empresas de engenharia, intermediação imobiliária, material de construção e as construtoras. Os IPOs, em conjunto, superaram R\$ 11 bilhões somente nesses 2 anos, sendo que desses, R\$ 6,2 bilhões foram usados em atividades operacionais para a aquisição de terrenos, incorporações e lançamentos. Aumentando assim o nível de transparência e profissionalismo, provocando uma nova dinâmica ao setor e aumentando a confiabilidade tanto dos fornecedores de crédito como dos clientes finais – mutuários (PNH, 2007).

Segundo o Sinduscon (2007) os empresários da construção têm a visão de que o crédito continuará a se ampliar em 2008, numa amplitude maior do que há um ano. Décio Tenerello, presidente da ABECIP corrobora essa percepção. “Para 2008, nossa expectativa é de manutenção da expansão do mercado. Em 2007, os agentes que atuam no SBPE devem fechar o ano tendo contratado cerca de R\$ 18 bilhões. Para 2008, as expectativas são de superar R\$ 20 bilhões. Portanto crédito não será problema para o mercado imobiliário no próximo ano.” Apesar das boas perspectivas Tenerello lembra que ainda são necessários aprimoramento no sistema como um todo.

“É preciso, por exemplo, desburocratizar, desonerar e agilizar a originação dos contratos e criar mecanismos que viabilizem a dinamização do mercado secundário, o SFI. Para isso, será necessário modificar o atual critério de exigibilidades que os agentes do SBPE têm na captação de recursos por intermédio de contas de poupança. No estágio atual, não se justifica os agentes terem que manter em carteira os créditos para cumprir exigibilidades. O importante é conceder crédito e não ser obrigado a carregá-lo.”

(SINDUSCON, 2007)

2.2.2.3 Principais Propostas e desafios

Dados estatísticos corroboram a retomada do crescimento da construção civil, 6% em 2007 e projeções de mais 6,5% em 2008, promovidos em grande parte pelos ajustes macroeconômicos, pelo PAC (Programa de Aceleração do Crescimento), *pelo aumento*

significante do crédito imobiliário, pelos investimentos à preparação da Copa do Mundo de 2014, dentre outros fatores (CBIC, 2007).

Os dados de 2007 superaram as metas e expectativas do setor. Como esse crescimento não é de natureza especulativa, e sim um resultado das alterações institucionais e da evolução do cenário macroeconômico como um todo, fica assegurado esse nível de crescimento para os próximos anos, afirma CBIC (2007). O crédito imobiliário ocupa lugar de destaque nesse contexto, uma vez que vem impulsionando o mercado pelo seu expressivo crescimento que passou de R\$ 2,3 bilhões em 2003 para cerca de R\$ 18 bilhões em 2007, um salto de quase 800% em apenas cinco anos, ressalta ainda, CBIC (2007) que esse avanço se deu de forma sustentável, pois tem fundamentos legais que o suportam e garantem ampla segurança aos investidores.

Contrapondo essas boas notícias, o estudo da FGV (2007) relembra que alguns problemas podem ser originados pelas próprias regras de funcionamento do mercado, as quais, mesmo tendo sido criadas com o objetivo de atender necessidades legítimas das políticas habitacionais, podem acarretar restrições à plena operação desses mercados. Em algumas situações, podem em lugar de proteger os grupos aos quais se destinam transformar-se em obstáculos à expansão do crédito, por aumentar seu custo e os riscos envolvidos nas operações. Isso poderia ocasionar situações de racionamento de crédito, motivadas por uma oferta inferior à demanda.

Segundo Simão (2007), dois dispositivos, já em prática, foram de extrema relevância para a evolução do crédito imobiliário, a Lei 10.931/2004 e a Resolução 3.177 do Bacen também de 2004. As principais mudanças apontadas pelo autor, com a introdução desses dispositivos, foram:

- Diminuir a insegurança jurídica – através da criação do Regime Especial Tributário – RET para viabilizar o Patrimônio de Afetação; Nas discussões judiciais passa a ser exigido o depósito da parcela incontroverso; Insere o Instituto da Alienação Fiduciária no novo código Civil;
- Ajustar aspectos administrativos – através da regularização de divisas por meio administrativo; O instrumento particular passa a ter força de instrumento público;
- Agilizar securitização de recebíveis – através do congelamento da posição das Letras de Crédito Imobiliário - LCI e Letras Hipotecárias – LH; Altera de TR + 6,17% ao ano para 80% da TR a remuneração dos valores não aplicados e recolhidos ao BACEN;
- Dentre outras alterações.

A figura abaixo ilustra os segmentos do cenário brasileiro envolvidos com o debate em benefício do desenvolvimento do Crédito Imobiliário, tendo ao centro os dispositivos centrais impulsionadores dessa evolução.

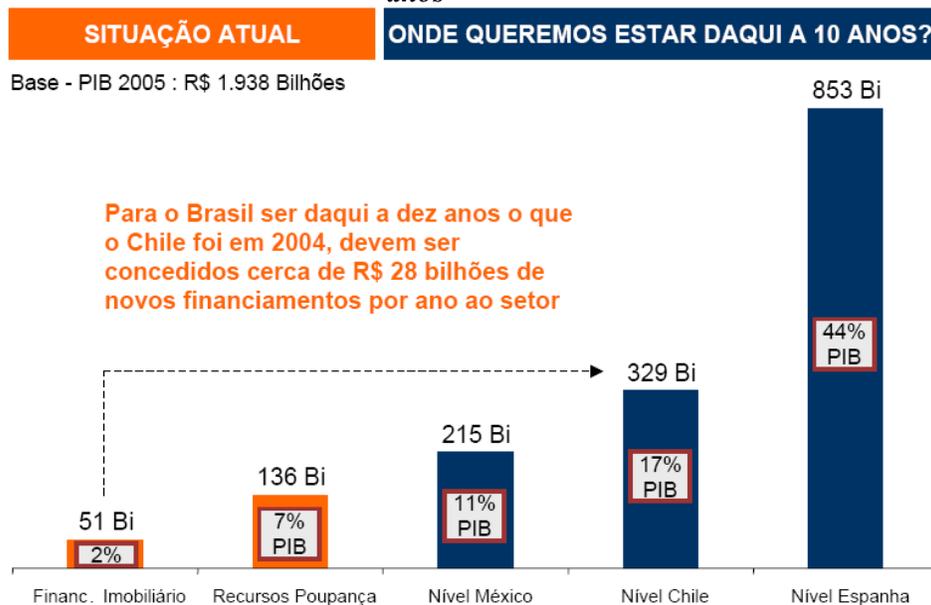


Fonte: Simão (2007)

Figura 1 - Segmentos Envolvidos no Debate para Melhoria do Crédito Imobiliário

No gráfico 17, como meta ao sistema brasileiro de crédito imobiliário, está exposta a expectativa de evolução do PIB dedicado a financiamento do mercado da construção civil para os próximos 10 anos, em comparação ao de países que já passaram por esse momento de intenso aquecimento imobiliário.

Gráfico 17 - Crédito Imobiliário – Situação Atual x Expectativa para os próximos 10 anos



Fonte: Accenture (2007)

O cenário brasileiro habitacional e em especial o mecanismo de crédito imobiliário tem sofrido, nos últimos anos, importantes alterações na sua estrutura de funcionamento, porém alguns estudos de variados autores como PNH (2007), Tenerello (2007), Abecip (2006) e Yazbek (2006), FGV (2007) dentre outros, apontam para algumas possíveis lacunas de aprimoramento e ainda pontos de atenção para que não tenhamos obstáculos nesse momento tão propício para o desenvolvimento do mercado. Tais elementos são:

- I. Insumos e Mão-de-Obra
- II. Medidas Fiscais / Carga Tributária
- III. Crédito Imobiliário
- IV. Operações do Mercado de Securitização
- V. Processo de Aprovação e Licenciamento
- VI. Processo de Registro de Imóveis

I. Insumos e Mão-de-Obra

Os insumos da construção civil já apresentam escassez em materiais, equipamentos e também mão-de-obra, de acordo com o PNH (2007). Dados também informados no PNH (2007) relatam a falta de cimento, grua, andaime e da carência de mão-de-obra em algumas cidades. Segundo dados publicados nessa mesma pesquisa as vendas de matérias de construção em 2005, aumentaram 3% em relação a 2004. Já no primeiro semestre de 2006, materiais como cimento e aço tiveram seus preços reajustados em 12% e 11% respectivamente, quando comparados com 2005. O setor já trabalha com 85% da capacidade instalada em 2006, ante 70% no ano anterior.

A mão-de-obra qualificada é um ponto ainda mais delicado, afirma a PNH (2007). A carência vem inflacionando os salários fazendo com que algumas construtoras desembolsem, em média, 70 a 80% a mais por um engenheiro residente. Além disso, os serviços técnicos especializados, como o de elaboração de projetos, já demandam prazos muito mais longos que os normais, devido a grande demanda.

De acordo com o PNH (2007) existem indicativos, da ABEF (Associação Brasileira de Empresas de Engenharia e Fundações e Geotécnica) que prevê gargalos no fornecimento de equipamentos, como guindastes, perfuradores e guinchos até, pelo menos, o final de 2008. Outros elementos da construção também podem sofrer escassez como a cerâmica, por exemplo, que depende diretamente do fornecimento de gás natural.

II. Medidas Fiscais / Carga Tributária

De acordo com o PNH (2007),

“A carga tributária incidente é considerada pesada pelo setor formal. A maior parte (63%) do valor adicionado no setor da construção vêm de empresas informais, cuja contribuição tributária é de apenas 15,5%, enquanto a do setor formal é de 45,7%”.

Diante desse cenário, um pacote de iniciativas de desoneração fiscal no setor da construção civil, poderá atuar como uma motivação adicional à constituição de capital habitacional no país. O incentivo tributário pode ser indireto, incidindo sobre o setor da construção civil e reduzindo o custo das obras, ou direto, atuando sobre os custos do crédito imobiliário (FGV, 2007).

Como demonstraram algumas das experiências internacionais analisadas, através do estudo da FGV (2007), existe uma gama de estímulos fiscais passíveis de aplicação nas atividades de financiamento imobiliário. Na hipótese de redução fiscal sobre operações financeiras, os instrumentos mais visíveis são aqueles tributos incidentes diretamente sobre operações, como o IOF, o PIS-COFINS e, de forma menos direta, o Imposto de Renda.

Diversas possibilidades de mudanças, com impactos, direto e indireto podem influenciar na redução dos impostos sobre as atividades de crédito imobiliário e do setor da construção civil como um todo. Todas as propostas, conforme FGV (2007), tem como objetivo final uma retomada da formação de capital habitacional em patamares elevados, como os já obtidos no passado. Três autores convergem para as possíveis frentes de desoneração tributária, Tenerello (2007), Abecip (2006) e Yazbek (2006), destacam-se:

- Para os Construtores – desoneração tributária para os insumos de produção;
- Para os Financiadores - redução do custo de transação nas operações de crédito, pela isenção PIS, COFINS e CSLL;
- Para os Adquirentes - redução dos impostos sobre a transmissão (ITBI) e dedução de juros referentes a pagamentos de prestação habitacional na declaração de imposto de renda de pessoas físicas e isenção fiscal para a troca de imóveis próprios.
- Para Investidores – incentivos em imóveis para aluguel social, revendo a tabela de Imposto de Renda Pessoa Física e assim criando atrativos para esse tipo de investimento.

Segundo Yazbek (2006), vale ressaltar que as proposições acima sugeridas, já fazem parte do dia-a-dia de nações como Bélgica, EUA, Holanda Suécia, Austrália, França, Portugal dentre outras, onde o mercado imobiliário já atingiu níveis satisfatórios para o desenvolvimento da população.

Adicionalmente as medidas de redução de impostos sobre o financiamento propriamente dito, medidas de desoneração dos insumos que compõe da cesta de materiais de

construção podem ter efeitos bastante positivos não apenas para o setor da construção, como também sobre o crescimento econômico, a renda das famílias e o déficit habitacional (FGV, 2007). Segundo dados do PNH (2007), dentre essas medidas já em andamento, destacam-se a redução do IPI sobre 41 itens da cesta de materiais, a redução do ICMS em estados como Santa Catarina, São Paulo e Paraná, a isenção de PIS e Cofins para novos investimentos em infra-estrutura dentre outros. Esse tipo de iniciativa fiscal embora não atinja de forma direta as operações de crédito, tem reflexos na elevação da renda da população e redução no custo de produção.

Outra ponderação do estudo da Fundação Getulio Vargas (2007) é quanto ao impacto indireto dessas medidas de desoneração fiscal podem ocasionar na decisão de aquisição de imóveis por indivíduos como uma alternativa de investimento, ampliando a oferta de imóveis para aluguel e expandindo o capital habitacional. É uma forma de estimular os proprietários de imóveis desocupados a alugá-los como forma alternativa de investimento, desde que sejam realizadas as alterações legais, para a equiparação tributária sobre a renda de alugueis à das aplicações financeiras.

III. Crédito Imobiliário

Um dos grandes desafios que o SFI tem pela frente é a ampliação das formas de captação de recursos. Com a redução importante nas taxas de juros vigentes no país, novos agentes podem passar a fazer parte deste mercado. Dessa forma agentes como seguradoras, fundos de pensão e fundos de investimento, tem maior facilidade na entrada do mercado, o que consequentemente amplia a captação do setor e possibilita uma desregulamentação gradativa do mercado, por meio da canalização dos recursos adicionais para os diferentes segmentos e faixas de renda, flexibilizando as regras de direcionamento de crédito (FGV, 2007).

Como objetivo central, deve-se procurar minimizar o custo da intermediação financeira e as imperfeições nos mercados. De maneira geral, é necessária a adoção de medidas no sentido de flexibilizar regras que atualmente são responsáveis pela restrição de crédito, tendo em vista a própria experiência internacional, em que a recuperação ou ampliação do crédito deu-se num ambiente de maior liberdade de mercado. Esse processo, segundo o PNH (2007) e FGV (2007), passa por:

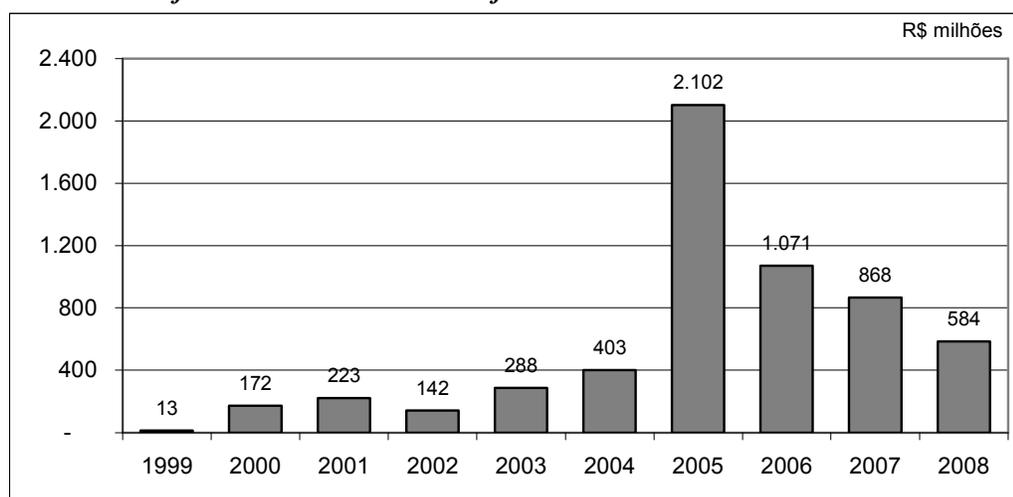
- Flexibilização do grau de rigidez sobre os juros a fim de trazer maior agilidade e atratividade ao mercado, através da redução da taxas praticadas.
- Rediscutir a possibilidade de criação do mercado secundário para os CRI emitidos, possibilitando maior alavancagem das instituições financeiras em geral.
- Criação do cadastro positivo ou incentivo ao financiamento imobiliário consignado nas empresas privadas, em busca de aumentar o grau de certeza das transações de crédito.
- Eliminar os limites de renda para as operações com recursos do FGTS, mantendo o enquadramento pelo valor do imóvel.
- Inclusão de outros instrumentos além da poupança, para maior flexibilidade na captação de recursos para o sistema.
- Agilizar as operações e reduzir os custos iniciais através da desburocratização na originação dos contratos, tanto para os tomadores de crédito como para os financiadores.
- Elaboração de um modelo moderno de funcionamento do mercado de crédito imobiliário que venha a suprimir as restrições sobre o livre funcionamento do setor, sem, no entanto, deixar desatendidos os diversos segmentos que o compõem. Essas mudanças devem contemplar medidas que encaminhem o atual sistema na direção de um modelo de financiamento habitacional que funcione de forma mais

integrada com o sistema financeiro como um todo, com menores restrições quanto à alocação de crédito. Um dos exemplos seria a democratização as aplicações com recursos do FGTS aos demais agentes financeiros, reduzindo a concentração na CEF.

IV. Operações do Mercado de Securitização

No Brasil a securitização de recebíveis imobiliários, embora ainda aquém dos níveis ideais, já é uma realidade. Dados do gráfico 18, divulgados pela CVM (2008), exibem uma realidade muito prospera para esse mercado, com picos de emissão em 2005 de R\$ 2 bilhões de recebíveis no mercado primário, cabe ressaltar que esse mercado é extremamente sensível às oscilações macroeconômicas do país e as mudanças legais, algumas ainda em discussão.

Gráfico 18 - Emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários



Fonte: CVM (2008)

Os mercados de CRI apresentam uma proeminente capacidade de desenvolvimento e podem ser o canal de atratividade de capitais de diferentes origens, além de investidores que tradicionalmente não atuavam em operações imobiliárias.

“A criação do SFI, em 1997, foi um marco institucional” afirma o estudo da FGV (2007). No entanto os instrumentos disponíveis no sistema ainda não foram testados em sua plenitude, carecendo de uma intensa massificação operacional a fim de colocá-la a prova da sua real eficiência. O mesmo estudo da Fundação Getúlio Vargas aponta ainda, a necessidade de estabelecer regras claras quanto a definição dos tipos de instituições e agentes que atuarão nesse mercado, o seu capital, e as condições de operação, entre outros aspectos. Longe de constituir-se em um engessamento do cenário, o estudo indica que essa regulamentação teria como objetivo maior minimizar os riscos e evitar processos de especulação exagerada. Abaixo alguns exemplos diretos de melhoria apontados por Yazbek (2006):

- Garantir maior segurança jurídica nas emissões de CRI's, através da alteração da MP 2158-35, em busca de compatibilizá-la com o que determina as Leis 9.514/97 e 10.931/04;
- Eliminar a intermediação financeira no serviço de escrituração dos CRI's, reduzindo os custos das Cias. Securitizadoras, através da alteração do item IV, do artigo 7º, da Lei 9.514/97;
- Revisão das restrições do mercado secundário e da aquisição de CRI's por investidores pessoas físicas, onde só é possível a emissão com valor mínimo de R\$ 300 mil, regulamentados pela Instrução Normativa nº. 414, da CVM;

- Aprimorar a regulamentação dos Fundos de Investimentos Imobiliários, por não refletir o real estágio do segmento no mercado de capitais, regidos hoje pela Instrução Normativa nº. 205/94, da CVM. Essa revisão já está prevista no Relatório Anual da CVM de 2005, (CVM, 2005).

Outra possibilidade de expansão das atividades, de forma concomitante, pode acontecer pelo aumento das operações dos próprios créditos emitidos originalmente no âmbito do SFH. Além disso, entre as diferentes medidas de incentivo à expansão das operações com títulos hipotecários, pode ser interessante a ampliação desse mercado pela incorporação de novos agentes, como fundos de pensão, seguradoras e companhias hipotecárias. Tendo o estado com o seu papel intervencionista para o atendimento e incentivo, destas instituições (FGV, 2007).

Em conjunto com o fortalecimento do instituto da alienação fiduciária como ferramenta central para o desenvolvimento do mercado, é fundamental o envigoroamento da hipoteca como uma diretriz decisiva para a dinamização dos mercados secundários, a exemplo do que se conhece da experiência dos mercados internacionais. Outra possibilidade, de ampliação para o mercado, seria a atração de investidores externos e fundos de pensão, através da criação de um fundo garantidor, de forma a ser mais um instrumento de segurança e de atratividade para o mercado de securitização (FGV, 2007).

V. Processo de Aprovação e Licenciamento

Uma enorme exigência de documentação e tramitação burocrática, fragmentados em varias etapas de análise, licença e aprovação e estes ainda distribuídos nas variadas esferas governamentais (municipal, estadual e federal), caracterizam o cenário atual para a aquisição de um terreno, licenças ambientais, averbação de uma construção, registro de incorporação imobiliária dentre outros processos também dispendiosos, lentos e pouco transparentes (PNH, 2007).

Dentre os principais pontos de aprimoramento apontados pelo próprio PNH (2007) e também pelo trabalho de Yazbek (2006), destacam-se:

- Revisão dos processos de análise e aprovação, tornando-os mais simplificados, ágeis, claros e transparentes. Eliminando as burocracias institucionais que retardam e provocam insegurança jurídica nas aprovações de projetos, fixando prazos, responsabilidades e penalidades;
- Conciliar as normas ambientais, nos diferentes entes federativos (União, Estados e municípios), definindo com clareza os órgãos públicos responsáveis pelas aprovações;
- Sistematizar, junto a estados e municípios, de forma a existir um mínimo de similaridade nas rotinas de aprovação mediante estudos e convênios;
- Criação de regras claras e objetivas, quanto a preservação e proteção ao patrimônio histórico, cultural, artístico e arquitetônico, com prazos para deliberações que efetivamente protejam o bem a ser tombado, e sem que impossibilitem o desenvolvimento responsável e sustentável;

VI. Processo de Registro de Imóveis

“Um processo mais eficiente de registro de imóveis, diminui o custo de transação e aumenta a segurança dos contratos de financiamento imobiliário”, afirma Yazbek (2006).

O registro eletrônico e concentração das informações na matrícula do imóvel (Projeto de Lei 3.057/00), destaca-se como o elemento mais evocado dos setores bancários e da construção, conforme destaca o PNH (2007). Além dessa principal reivindicação destacam-se outras a serem revistas, conforme Accenture (2007) e Yazbek (2006):

- Redução dos custos economicamente injustificáveis no processo de registro como as taxas *ad valorem* (baseadas no valor do financiamento ou do imóvel);
- A Diminuição do prazo de registro do imóvel permitindo aos originadores e liberação rápida do financiamento;
- Instituir o princípio da concentração do ônus/informações na matrícula, reduzindo os custos e aumentando a segurança jurídica (PL 3.057/00);
- Criação de uma agência, pública ou privada, que centralize as informações sobre as hipotecas;
- Uniformizar as tabelas e os procedimentos nacionalmente, evitando distorções regionais;
- Provisão e seguros devem ser estabelecidos de forma a assegurar aos compradores dos imóveis a indenização por erros no registro de imóveis.

Na tabela 6 pode-se verificar a lacuna de eficiência do processo de registro de imóveis do Brasil com relação a outros países do mundo, assim temos a real dimensão de quanto o sistema brasileiro está longe do desenvolvimento.

Tabela 6 - Tempo estimado para o processo de registro de imóveis - Brasil x Mundo

País	Ranking	Número de Procedimentos	Tempo (Dias)	Custo (% do Valor do Imóvel)
Nova Zelândia	1	2	2	0,08%
EUA	10	4	12	0,46%
Média Top 20	NA	3,2	8,8	1,71%
Chile	34	46	31	1,30%
México	71	5	74	4,73%
⇒ Brasil	110	14	45	2,80%
Nigéria	175	14	82	22%

Fonte: Accenture, 2007

3 METODOLOGIA

3.1 Visão geral da pesquisa

A pesquisa tem como objetivo o reconhecimento dos modelos de estrutura de capital das construtoras e como estes se comportam dentro dos três níveis de acessibilidade aos recursos financeiros, definido pelo autor, considerando as recentes mudanças e perspectivas para o mercado de crédito imobiliário.

Partindo da hipótese de que a velocidade, o grau de desenvolvimento e a quantidade de oportunidades das construtoras, nos últimos 5 anos, foram muito superiores ao que foi vivido pelas construtoras no passado mais remoto e que o acesso ao mercado de crédito imobiliário tem sido fator determinante para o posicionamento destas construtoras no mercado imobiliário. Dessa forma o estudo de caso tem a finalidade investigar a percepção dos construtores dos principais impactos advindo do incremento do crédito imobiliário, além de considerar as últimas décadas de experiência, em anos de retração do mercado, e as atuais formas de crédito imobiliário como possível diferenciador de posicionamento e *market-share* entre as empresas no cenário atual. Adicionalmente busca reconhecer quais são os principais problemas, dificuldades e riscos identificados pelas empresas do setor.

A presente investigação é definida como um estudo de casos múltiplos (YIN, 2005). Foram realizados três estudos de casos em diferentes construtoras de forma que fosse possível abranger os três níveis de acessibilidade aos recursos financeiros, em empresas atuantes no mercado imobiliário de edifícios residenciais de apartamentos, considerados de médio padrão, na cidade do Rio de Janeiro. Cabe ressaltar que todas as empresas estudadas possuíam outras unidades de negócio como por exemplos imóveis comerciais, industriais e de alto luxo.

A metodologia adotada para o desenvolvimento da pesquisa envolve as etapas de trabalho:

- a. Pesquisa Bibliográfica;
- b. Análise crítica e síntese dos requisitos conceituais, das estratégias de financiamento e estrutura de capital das empresas, com ênfase no crédito imobiliário e toda sua complexa gama de normas e legislação;
- c. Delimitação do segmento de mercado em estudo; reconhecimento de suas características e da natureza inerentes ao mercado imobiliário, através de pesquisas bibliográficas e publicações técnicas;
- d. Exploração (investigação exploratória através de entrevistas) das técnicas e práticas de financiamento a produção do mercado imobiliário, com intuito de identificar suas principais fontes de recursos e beneficiados, em diferentes momentos de maturidade operacional, através de estudo de multi-casos comparativos.
- e. Análise de Conteúdo e discussão dos resultados onde buscou-se identificar os pontos relevantes de similaridade e contra-posição, dos diferentes realidades de cada uma das construtoras estudadas. A validação da proposição de um cenário comum e favorável a todos os “players” envolvidos (agentes financeiros, construtoras, governo e mutuários). E ilustrar a percepção dos construtores residenciais quanto ao(s) principal(ais) instrumento(s) de alavancagem operacional e financeira.
- f. Considerações finais.

A pesquisa bibliográfica, inicialmente de caráter exploratório, teve como principal objetivo o reconhecimento do estado da arte sobre o tema com ênfase em definir as importantes técnicas de estratégia financeiras aplicadas ao mercado imobiliário e ainda as

principais regras e praticas do setor, em busca de formular um corpo de conhecimento capaz de analisar criticamente e sintetizar os aspectos mais relevantes.

Em outra etapa da pesquisa procurou reconhecer no segmento de mercado delimitado para o estudo:

- a. as características particulares do mercado de crédito imobiliário nas variáveis e inúmeras estratégias de financiamento;
- b. principais indicadores e instrumentos propulsores da evolução do mercado imobiliário;
- c. reconhecimento de oportunidades de melhorias através de alterações de legislações vigentes e a inserção de novos padrões e práticas.

A reflexão junto às características do segmento de mercado e análise crítica dos requisitos demandados pelo segmento de crédito e financiamento a produção tornou-se possível com o auxílio de um estudo de casos múltiplos.

A modalidade de estudo de caso se mostrou mais adequada aos propósitos da pesquisa do que a modalidade de levantamento⁷, uma vez que a modalidade de estudo de caso permitiria explorar com maior profundidade o assunto estudado, como destaca Gil (2002, p.138) no exemplo a seguir:

[...] quando se deseja verificar quanto uma população consome, realiza-se um levantamento. Quando, porém, deseja-se verificar as razões que determinam a preferência por esse produto, o levantamento pode mostrar-se insuficiente e, conseqüentemente, sugere-se a realização de um estudo de caso. Nessa hipótese, tal delineamento torna-se recomendável exatamente para proporcionar maior nível de profundidade, para transcender ao nível puramente descritivo proporcionado pelo levantamento.

Desta forma, o estudo de múltiplos casos teve como principal objetivo promover uma reflexão crítica junto às premissas assumidas na formulação das hipóteses de partida para a pesquisa, reconhecendo com maior profundidade os principais acontecimentos da ultima década para o crescimento do mercado imobiliário, os obstáculos na evolução do mercado do crédito imobiliário enfrentados pelas empresas, dentre outros aspectos.

O estudo de caso não teve o objetivo de concluir a pesquisa, mas sim de aprimorar um conjunto de idéias que unidas ao embasamento teórico possibilitaram o reconhecimento de estratégias financeiras das construtoras a superarem as dificuldades e hoje a alavancarem seus negócios.

Com base no trabalho publicado por Yin (2005), a elaboração e condução de um estudo de caso, devem contemplar o conjunto de etapas destacado a seguir:

- i. definição da unidade de caso e do número de casos;
- ii. processo de coleta de dados
- iii. questões do estudo de caso
- iv. análise dos resultados

⁷ Segundo Gil (2002) as pesquisas envolvendo a modalidade de levantamento “caracterizam-se pela interrogação direta das pessoas cujo comportamento se deseja conhecer. Basicamente, procede-se à solicitação de informações a um grupo significativo de pessoas acerca do problema estudado para, em seguida, mediante análise quantitativa, obterem-se as conclusões correspondentes aos dados coletados.”

Este conjunto de etapas tem a função de promover maior confiabilidade metodológica ao estudo de caso e eliminar as freqüentes críticas a esta modalidade de pesquisa, listadas a seguir:

- a) não apresentar um rigor metodológico, como ocorre com as modalidades de experimentos e levantamentos;
- b) ocorrência de vieses durante a coleta e análise de dados;
- c) dificuldade de generalização dos resultados em função do número de casos estudados;
- d) dificuldade de lidar com várias técnicas de análise devido à quantidade de fontes de evidência analisadas.

3.2 Definição da unidade de caso e do número de casos:

A unidade de caso é uma empresa do setor de construção civil que atua no segmento de edifícios de apartamentos do estado do Rio de Janeiro, tendo o acesso ao crédito como diferencial relevante entre elas. Com o intuito de reforçar as descobertas, o Estudo de Caso foi desenvolvido como um estudo de casos múltiplos, onde foram analisadas três empresas atuantes no segmento de mercado delimitado nesta pesquisa. A intenção de trabalhar com estudo de casos múltiplos faz parte de um dos principais objetivos da pesquisa que é a comparação entre as realidades das construtoras, quanto a estratégia e captação de recursos financeiros para alavancar sua produção.

O acesso ao crédito, principal fonte de diferenciação entre as empresas estudadas, é definido, pelo autor, através de três níveis:

- NÍVEL 1 - Acesso irrestrito ao crédito, neste caso a construtora além de todas as fontes de recursos proporcionadas pelos agentes financeiros, tem o mercado mobiliário (bolsa de valores) como alternativa de fonte de recursos.
- NÍVEL 2 - Acesso restrito ao crédito, para esse nível as construtoras tem acesso a recursos financeiros através dos agentes financeiros que lhe possibilita uma diversificada gama de opções como fonte de recursos, sendo a principal o “Plano Empresário” nome técnico dado ao financiamento a produção;
- NÍVEL 3- Sem acesso ao credito, neste caso as empresas constroem com recursos próprios ou financiadas pelo proprietário, são as chamadas “Obras por administração” ou “Grupo Fechado”.

As unidades de análise são compostas pelos profissionais da alta administração envolvidos no processo decisório e planejamento financeiro das construtoras, abrangendo cargos e funções mapeados no organograma da empresa, entrevistados pelo autor, sendo somente um profissional por empresa. Os dados coletados através de entrevistas com os profissionais foram corroborados pela análise de outras fontes de evidência, como documentos internos entre outros, sintetizam o posicionamento da empresa (unidade de caso) em relação ao posicionamento estratégico para financiamento de sua produção e crescimento sustentado ao longo do tempo.

As unidades de caso, as empresas, a serem estudadas estão abaixo descritas com suas principais características, relatadas por elas mesmas, e associadas à respectiva escala de nível de acesso ao crédito criado pelo autor.

UNIDADE DE CASO 1

A ROSSI Construtora SA, obedecendo as características traçadas pelo autor, está classificada no Nível 1 de acesso ao crédito. A empresa tem sua sede na Avenida das Américas, 500, Shopping Downtown - bloco 18, sala 105 - Barra da Tijuca - Rio de Janeiro, e teve a entrevista (unidade de análise) respondida pelo Diretor Regional, responsável pelos estados do Rio de Janeiro e Espírito Santo.

Descritivo da Empresa, obtido em <http://www.rossiresidencial.com.br/>

A Rossi faz parte do Grupo Rossi, fundado em 1913, hoje, na 4ª geração da família Rossi, um dos principais grupos de engenharia, construção e incorporação do Brasil. Ao longo de sua história colaborou com o desenvolvimento do País não só por meio das soluções de engenharia e habitação, da engenharia, mas também em outras áreas de atuação.

Desde sua fundação, o Grupo Rossi se caracteriza pelo desenvolvimento de métodos administrativos e operacionais modernos, pela utilização de tecnologias construtivas eficientes e pela experiência cada vez maior em todos os tipos de construção.

Nesses quase 30 anos de atuação na área de construção e engenharia, sua qualidade tecnológica e empresarial foi atestada em algumas das mais importantes obras do país, tanto no desenvolvimento de projetos quanto no gerenciamento e execução das obras, como por exemplo: o Elevado Arthur da Costa e Silva (“Minhocão”) e a Praça Roosevelt, em São Paulo; o Elevado do Joá, no Rio de Janeiro; o projeto de Itaipu; a Estrada de Ferro Carajás; o projeto e gerenciamento técnico das hidrelétricas de Tucuruí, no rio Tocantins, PA, e de Palmar, no Uruguai; o primeiro trecho de metrô no Brasil, entre as estações Santa Cruz e da Praça da Árvore em SP, entre muitas outras.

Participou ainda de obras nacionais de grande destaque através da Engemix - a maior concreteira do país, fundada e controlada pelo grupo durante 34 anos.

O sucesso na área da construção nas décadas de 60 e 70 fez com que o Grupo Rossi criasse e incorporasse outras empresas. Com a verticalização de soluções e diversificação de suas atividades, o grupo chegou a ter 22 mil funcionários, dos quais cerca de 2 mil eram engenheiros.

Em 1961 o Grupo Rossi iniciou suas atividades no setor imobiliário e, com a crescente procura por unidades residenciais, em 1980 foi criada a Rossi Residencial.

O nosso compromisso é ser uma das principais construtoras e incorporadoras do Brasil. Estar presente em mais de 50 cidades, com escritórios regionais em São Paulo, Campinas, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre e Fortaleza. Foi mais do que isso que a Rossi construiu nesses quase 30 anos de atuação: tornamos concretos milhares de projetos de vida.

A Rossi atua em diversos segmentos do mercado imobiliário e conta em seu portfólio inúmeros sucessos de vendas de imóveis residenciais e comerciais.

UNIDADE DE CASO 2

A GERCON Construtora LTDA, obedecendo as características traçadas pelo autor, está classificada no Nível 2 de acesso ao crédito. A empresa tem sua sede na Avenida das Américas, 8445, sala 1303 - Barra da Tijuca - Rio de Janeiro, e teve a entrevista (unidade de análise) respondida pelo Diretor de Incorporações e um dos Sócios da empresa.

Descritivo da Empresa, obtido em <http://www.gercon.com.br/>

Atuando no ramo da construção civil, com foco permanente na qualidade de suas obras e serviços, a GERCON Construções e Incorporações Ltda. é uma empresa de engenharia capacitada a apresentar soluções diferenciadas a seus clientes. Sua atuação

abrange as especialidades: civil, elétrica e mecânica da engenharia, realizando obras comerciais, industriais e residenciais dos mais diversos tipos.

A versatilidade aliada à qualidade é o grande diferencial da empresa, possibilitando a execução de obras e serviços para o setor público e empresas privadas de vários segmentos de atuação.

Desde sua fundação em 1992, a GERCON tem como política a valorização de seus recursos humanos. Incentiva permanentemente o aperfeiçoamento de seus profissionais, realizando programas motivacionais e de treinamento, mantendo assim uma equipe qualificada e preparada para atender a todas as necessidades e desafios de seus clientes.

UNIDADE DE CASO 3

CONCAL Construtora – Construindo um Rio mais bonito

A CONCAL Construtora LTDA, obedecendo as características traçadas pelo autor, está classificada no Nível 2 e Nível 3 de acesso ao crédito, simultaneamente. A empresa atua em distintos segmentos imobiliários (unidades de negócio), onde cada um deles tem características de *funding* diferenciados, no segmento de Alto Luxo centralizado principalmente na Zona Sul do Rio de Janeiro o *funding* vem dos próprios proprietários não carecendo de recursos bancários em nenhum momento, por tal característica essa unidade de negócio se classifica no Nível 3. No entanto o segmento que constrói para a classe média e classe média alto, necessita do *funding* imobiliário, que são os recursos provenientes das instituições financeiras, classificando-a no Nível 2. A sede da construtora esta localizada na Rua General Urquiza, 132 – Leblon – RJ e teve a entrevista (unidade de análise) respondida pelo Vice Presidente.

Descritivo da Empresa, obtido em <http://www.concalconstrutora.com.br>

Em 1971, um jovem arquiteto, José Conde Caldas, trocou a segurança do emprego em uma estatal pelo risco generoso de colocar em prática uma idéia amadurecida passo a passo. O nome da idéia era Grupo Fechado. Seu propósito, converter compradores de imóveis em incorporadores dos próprios prédios. Juntos, eles comprariam o terreno, personalizariam o projeto e acompanhariam as obras, executadas de acordo com os seus recursos.

Nascia, assim, a CONCAL. Atualmente, a CONCAL é uma das empresas mais tradicionais do mercado imobiliário no Rio de Janeiro. Visando sempre a modernização de seus produtos e serviços e participando ativamente do desenvolvimento sustentável da indústria imobiliária, foram criadas inúmeras áreas de excelência em qualidade de vida, todas de padrão alto luxo.

Com a utilização de materiais nobres, elementos de arte, sofisticadas varandas e jardineiras, a qualidade no acabamento e a valorização dos detalhes arquitetônicos são consagradas na expressão "padrão de acabamento CONCAL". A empresa também se destaca pelo departamento de arquitetura, responsável pela elaboração de projetos e execução de todos os prédios que constrói.

Reconhecida pelo público como uma das mais respeitadas empresas do mercado, a CONCAL é uma *holding* de um grupo de empresas, que incluem agências de propaganda, hotéis, imobiliárias e incorporadoras. A busca incessante pela qualidade trouxe a CONCAL premiações importantes, em diversas categorias no "Destaque ADEMI - Prêmio Máster Imobiliário".

Os quadros abaixo ilustram em detalhes as características dos entrevistados (unidades de análise) e das empresas (unidades de caso). Todos os dados abaixo foram obtidos na entrevista e são parte integrante do instrumento utilizado neste estudo que se apresenta na íntegra no Apêndice A, partes I e II.

Quadro 3 - Informações Gerais sobre os entrevistados

Informações	Caso 1	Caso 2	Caso 3
Nome do Entrevistado	Marcos Adnet	Roberto Campello	Rodrigo Conde Caldas
Cargo	Diretor Regional	Diretor de Incorporações (sócio)	Vice-Presidente
Tempo de Atuação na Empresa	Desde 1982 – 26 anos	Desde 1999 – 10 anos	Desde 1989 – 20 anos
Formação Acadêmica	Engenheiro Civil	Engenheiro Produção	Adm de Empresas
Especialização ou Certificações	Pós Graduação em Finanças	Mestrado em Administração	- x -
Experiência e tempo de atuação na área	Desde 1982 – 26 anos	Desde 1999 – 10 anos	Desde 1989 – 20 anos

Quadro 4 - Informações Gerais sobre as empresas

Informações	Caso 1	Caso 2	Caso 3
1- Tempo de atuação no mercado da construção civil	Desde 1961 - 48 anos	Desde 1992 - 17 anos	Desde 1971 - 37 anos
2- Tempo de atuação no mercado da construção civil de edifícios residenciais	Desde 1980, 28 anos	Desde 1999, 10 anos	Desde 1971 - 37 anos
3- Faturamento bruto anual da holding nos últimos 2 anos	2007 = R\$ 1,59BI e 2008 = R\$ 2,2BI	informação não disponibilizada pela empresa	informação não disponibilizada pela empresa
4- Área construída residencial e outras nos últimos 2 anos	2007 = 922.000m2 e 2008 = 877.000m2	informação não disponibilizada pela empresa	informação não disponibilizada pela empresa
5- Projeção de área a construir em 2009, residencial e outros	informação não disponibilizada pela empresa	informação não disponibilizada pela empresa	informação não disponibilizada pela empresa
6- Tipo de Empresa	S/A de capital aberto	LTDA	LTDA
7- Principal local / região de atuação.	Todo Brasil com presença em 60 municípios	Estado do Rio de Janeiro	Estado do Rio de Janeiro
8- Quantidade de empregados no escritório.	Total de 800 por todo o Brasil, segmentados em 6 diretorias regionais	28 empregados	50 empregados
9- Valor médio do Custo do m2 raso, sem a remuneração da construtora.	Plataforma A (alto luxo) de 1200 a 1500; Plataforma B (classe média) +/- 1200; Plataforma C (popular) < 1000.	Em média \$1.100,00	Segmento alto luxo \$ 1.450; Segmento popular \$ 1.050
10- Nível de Acesso ao Crédito Imobiliário	Acesso irrestrito – Nível 1	Acesso – Nível 2	Acesso – Nível 2 e 3
11- Quantas obras concluídas e/ou em andamento utilizam o Plano Empresário? Quais bancos?	100% - todos os bancos de 1º linha	1 (uma) com o Bradesco	informação não disponibilizada pela empresa

3.3 Processo de coleta de dados

3.3.1 Região e local

Empresas do segmento de empreendimentos imobiliários de edifícios de apartamentos residenciais, localizados na cidade do Rio de Janeiro.

3.3.2 Primeiro Contato

Contato com as empresas para solicitar autorização para o desenvolvimento do estudo de caso. Onde foi apresentada a visão geral e os principais objetivos da pesquisa. Todos os entrevistados permitiram a divulgação tanto do seu nome quanto do da empresa em que dirige. Uma correspondência do orientador da pesquisa poderia ter sido encaminhada à empresa assegurando o sigilo, porém não foi necessário.

3.3.3 Fontes de evidência

Neste estudo a unidade de caso são empresas atuantes no setor imobiliário residencial de apartamentos para atender os anseios do mercado da classe média na cidade do Rio de Janeiro e as unidades de análise de dados são os profissionais envolvidos no processo decisório das empresas, abrangendo cargos e funções mapeados no organograma da empresa.

Todas as entrevistas foram realizadas pelo autor, tendo apenas um entrevistado por unidade de caso.

3.4 Questões do estudo de caso

As entrevistas foram conduzidas através de um questionário semi-estruturado, apresentado na íntegra no Apêndice A, seguindo um roteiro de perguntas respondidas pelo entrevistado. Todas as entrevistas foram realizadas pelo autor que teve liberdade para aprofundar questionamentos e introduzir novas perguntas se achar necessário de acordo com o andamento da entrevista.

A entrevista foi dividida em cinco partes. A primeira e segunda parte, apresentados nos quadros 3 e 4 respectivamente, têm o objetivo de caracterizar o perfil do entrevistado e da empresa respectivamente, a terceira parte é composta de questões abertas e tem a intenção de identificar o posicionamento de mercado e os detalhes da utilização do crédito imobiliário dentro da construtora, a quarta parte buscou o reconhecimento dos anseios demandados pelas empresas, através da apresentação de uma série de desafios apontados no referencial bibliográfico para o setor, de forma que os construtores, em ordem de prioridade, apontem as principais demandas que entendem serem as mais importantes para sua empresa e para o mercado com um todo. Esta lista de propostas de mudanças (desafios) é apresentada no Apêndice A e está subdividida em tópicos como fiscal, mercado de crédito imobiliário, mercado hipotecário – securitização e registro de imóveis. A quinta e última parte apresenta alguns aspectos econômicos e cada entrevistado deve apontar qual ou quais desses aspectos foram decisivos para a composição atual da sua estrutura de capital, todos os itens que abordam esse tema estão apresentados no Apêndice A.

3.5 Processo de análise dos dados

Para a análise dos resultados foi utilizada a técnica Análise de Conteúdo, que consiste em um conjunto de técnicas de análise das comunicações, que utiliza procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens (BARDIN, 1979).

Ainda segundo Bardin (1979), o processo de sistematização e expressão do conteúdo de mensagens, promovido pela análise de conteúdo, é estruturado em três etapas realizadas em conformidade com a cronologia da pesquisa, essas etapas compreendem:

a) a pré-análise – etapa inicial de organização das idéias, coleta e organização do material a ser analisado. Nessa etapa é necessária a leitura exaustiva do material, organização do material de forma a responder a critérios de exaustividade, representatividade, homogeneidade e pertinência.

b) a descrição analítica – etapa em que os dados brutos de material são categorizados, através do estudo aprofundado do material, para alcançar o núcleo da compreensão do texto. Escolha das unidades de análises (a palavra, o tema, a frase, os símbolos, etc.). Essas unidades são juntadas segundo algum critério e definem as categorias.

As categorias de análise são elementos constitutivos e reagrupamento baseado em analogias, essas categorias podem ser criadas a priori, isto é, pre-determinados em função de uma busca de resposta específica do investigador ou não definidas a priori, emergem da fala, do discurso ou ainda do conteúdo das respostas. Nesse estudo optou-se por deixar que as categorias surgissem a partir do discurso dos participantes, não havendo intenção de categorização prévia com base na literatura.

As categorias devem ser exaustivas e mutuamente excludentes, ou seja, devem ser exaustivas para englobar o máximo dos conteúdos e mutuamente exclusivas onde uma palavra, frase, símbolo, etc., não pode existir em mais que uma categoria (Martins e Lintz 2000)

c) a interpretação inferencial – nessa última etapa os dados são submetidos a operações estatísticas, com uma abordagem quantitativa fundamentada na frequência de aparição de certos elementos da mensagem, a fim de se tornarem significativos e válidos e de evidenciarem as informações obtidas. De posse dessas informações, o autor propõe suas inferências e realiza interpretações através de uma abordagem qualitativa, se utilizando de indicadores não frequenciais suscetíveis de permitir essas inferências; por exemplo, a presença (ou a ausência), pode constituir um índice tanto (ou mais) frutífero que a frequência de aparição.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Antes das análises visando atingir os objetivos propostos no presente estudo, é apresentada uma descrição completa dos dados obtidos nesta pesquisa. Os dados são apresentados na seqüência dos itens do questionário e estruturados sempre em 2 tabelas, a primeira com todas as categorias obtidas através do discurso dos entrevistados e a segunda tabela ilustrando as opiniões individuais de cada unidade de estudo.

De acordo com o objetivo geral do presente estudo, foi realizada a análise de conteúdo (BARDIN, 1979) das categorias obtidas a partir das categorias obtidas das cinco questões abertas “em sua opinião, o Crédito no Brasil é satisfatório?”, “quais as vantagens obtidas e as dificuldades enfrentadas, ao utilizar o Crédito Imobiliário?”, “deseja mudar entre os níveis de acesso ao crédito Imobiliário?”, “no seu ponto de vista, quem são os grandes beneficiados com esse “boom” imobiliário? bancos, construtores, governo ou mutuários?” e “o que representa o Mercado de Crédito Imobiliário para seu negócio?” e em seguida comparada as percepções dos três construtores sobre os temas que circundam o Mercado de Crédito Imobiliário.

As categorias emergiram do discurso dos entrevistados, não havendo a criação de categorias *a priori*, isto é, pré-determinadas em função de uma busca de resposta específica do investigador.

Na primeira questão onde o objetivo foi identificar se o crédito, de maneira geral, é satisfatório no Brasil, observou-se inicialmente 20 categorias a partir das respostas dos 3 construtores que participaram do estudo. Num segundo momento, tais categorias de respostas foram reduzidas ao número de 9, considerando-se o conteúdo das mesmas. Dessa forma, o Quadro 5 apresenta as categorias, de forma exaustiva, do primeiro item do questionário aberto.

Quadro 5 - Categorias sobre “o crédito no Brasil é satisfatório?”

Categorias	Freqüência	Porcentagem
Dificuldade em gerar negócios com capital próprio	5	25%
Restritivo as classes sociais mais altas	4	20%
Ganhos elevados dos Bancos por falta de concorrência	3	15%
Insatisfatório	2	10%
Taxas de juros elevadas	2	10%
Satisfatório	1	5%
Otimista	1	5%
Burocrático	1	5%
Operações de Curto Prazo	1	5%

As categorias “Taxas de juros elevadas” e “Operações de curto prazo” foram compostas por respostas que identificam o crédito no Brasil com taxas muito elevadas de juros, escasso e de curto prazo. Assim são identificadas respostas como “o crédito é escasso, caro e de curto prazo” e “a taxa de juros é uma das mais altas do mundo”. Convergindo para as afirmativas encontradas na pesquisa, autores como Carvalho (2003), Barcelos (2002) e os dados divulgados pelo BACEN recentemente compartilham da opinião quanto à escassez, altas taxas e restrição do crédito brasileiro.

Nas categorias “Restritivo as classes sociais mais altas” e “Dificuldade de gerar negócios com capital próprio”, apresenta-se respostas como “credito dado às classes A e B” e

“o crédito no Brasil não está disponível para as classes C, D e E” e ainda “no Brasil para você ter crédito é necessário apresentar garantias superiores ao valor que você está pleiteando” e “nos países desenvolvidos é possível montar um negócio somente com capital de terceiros, as repostas ilustram a dificuldade da obtenção do crédito que é frequentemente direcionado a quem tem condições atuais de pagá-lo. Reforçando a idéia de que os contemplados pelo crédito, frequentemente, são aqueles que não precisariam pegá-lo e ainda que o empreendedor brasileiro tenha grandes dificuldades em dar prosseguimento a seus desafios, caso não tenha capital próprio para investir. Estudo apresentado pelo BID (2005) fortalece os dados obtidos na pesquisa, com a apresentação de grandes restrições do crédito para as classes menos favorecidas.

Quadro 6 - Quadro comparativo das categorias sobre “o crédito no Brasil é satisfatório?”

<u>Caso 1</u>	<u>Caso 2</u>	<u>Caso 3</u>
-- x --	Taxas de Juros elevadas	Taxas de Juros elevadas
Restritivo as classes sociais mais altas	-- x --	Restritivo as classes sociais mais altas
Satisfatório	Insatisfatório	Insatisfatório
-- x --	Dificuldade em gerar negócios com capital próprio	Dificuldade em gerar negócios com capital próprio
Otimista	-- x --	-- x --
-- x --	Operações de curto prazo	-- x --
-- x --	-- x --	Ganhos elevados dos bancos por falta de concorrência
-- x --	-- x --	Burocrático

O Quadro 6 facilita o entendimento das categorias, restantes, visto que segrega as repostas por empresa, onde se pode observar claramente o posicionamento de cada uma das construtoras em seus níveis de amadurecimento profissional. Quanto a “Satisfação” e “Insatisfação”, observa-se que a empresa do Caso 1, está satisfeita com o momento atual do crédito e ainda “otimista”, tal posicionamento deve-se ao fato da empresa ter vivido diversas crises ao longo dos seus 96 anos de existência e por isso entender que ainda se tem um longo caminho pela frente, mas que a realidade atual representa o melhor momento já vivido na história brasileira.

As duas últimas categorias que emergiram do discurso foram “Burocrático” e “Ganhos elevados dos bancos por falta de concorrência”. Onde os construtores apontam a quantidade exígua de concorrentes e conseqüentemente burocracia imposta pelas instituições financeiras como um dos relevantes fatores para a realidade atual do crédito brasileiro. Nestas categorias verificaram-se respostas como “burocracia no processo” e “os bancos ganham muito dinheiro por falta de concorrência real”.

Quando se tratou de identificar as vantagens e desvantagens na utilização do financiamento à produção (plano empresário), identificou-se inicialmente 20 categorias a partir das respostas dos construtores e em uma segunda análise, reduziu-se tais categorias para 6, todas ilustradas no quadro abaixo.

Quadro 7 - Categorias sobre “vantagens e desvantagens do plano empresário”

Categorias	Freqüência	Porcentagem
Restrito a condições financeiras	5	25%
Vantajoso Financeiramente	4	20%
Burocrático	3	15%
Operacionalidade Difícil	3	15%
Impulsionador	3	15%
Aderente ao negócio	2	10%

Na análise deste item tornou-se evidente e unânime a concordância da importância desse mecanismo por todos os construtores, independente do seu grau de maturidade operacional ou nível de acesso ao crédito. As categorias identificadas como vantagens foram: “impulsionador”, “vantajoso financeiramente”, “aderente ao negócio” presente em todos os discursos, através de respostas como “capital barato”, “taxas de juros baixas”, “capital de longo prazo”, “permite alavancar e partir para empreendimentos maiores” e “reduz significativamente a exposição de caixa”, corroborando a afirmativa de Felix (2006), onde o autor afirma que os tomadores de empréstimos habitacionais foram beneficiados ao longo dos últimos 10 anos. As estão ilustradas no Quadro 8, logo abaixo.

Quadro 8 - Quadro comparativo das categorias sobre “vantagens e desvantagens do plano empresário”

Caso 1	Caso 2	Caso 3
Impulsionador	Impulsionador	Impulsionador
Vantajoso financeiramente	Vantajoso financeiramente	Vantajoso financeiramente
Aderente ao negócio	Aderente ao negócio	-- x --
Restrito a condições financeiras	Restrito a condições financeiras	Restrito a condições financeiras
-- x --	Burocrático	Burocrático
-- x --	Operacionalidade difícil	Operacionalidade difícil

Pode-se verificar que da lista de categorias que emergiram do discurso dos construtores, referentes as desvantagens, umas delas “restrito a condições financeiras” se apresentou em todos os casos, tal categoria surge das respostas como “restrito à empresas com alta liquidez”, “dificuldade na aprovação” e “exigências pré-contratuais” e independente de cada uma das empresas sofrer tais impactos é de notório saber que eles existem. Entretanto as outras duas categorias “burocrático” e “operacionalidade difícil” estão presente apenas nos casos 2 e 3, onde as empresas têm uma estrutura financeira de menor porte e em sua fundação não utilizavam o plano empresário em suas obras, migrando em determinada fase da vida operacional da empresa por necessidade de mercado, para o nível 2 de acesso ao crédito imobiliário. Ao contrario da empresa do caso 1, onde ela já nasce no nível 2 de acesso ao crédito e tem 100% de suas obras financiadas por instituições financeiras.

Os quadros 9 e 10 demonstram as categorias encontradas no discurso dos entrevistados quanto ao interesse em mudar de nível de acesso ao crédito imobiliário. Importante ressaltar, nesse item, que o movimento de alteração de nível ou ainda aderir a outro nível e operar simultaneamente em 2 ou mais níveis implicara em uma revisão no seu modelo de negócios, devido ao enorme impacto que a estrutura de capital sofrerá.

Neste item observou-se inicialmente 22 categorias a partir das respostas dos entrevistados que participaram da pesquisa. Em uma segunda etapa, tais categorias de respostas foram restringidas ao número de 7, considerando-se o conteúdo das mesmas.

Observou-se que as categorias encontradas nessa questão, surgiram de respostas fundamentadas na filosofia de cada empresa, com exceção do Caso 2, as outras empresas estão convictas do seu posicionamento e estratégia de utilização de crédito imobiliário. O Caso 2 é a entidade que tem menos tempo de operação e uma estrutura financeira menos robusto, portanto carece ainda de amadurecimento e posicionamento forte em seu mercado de atuação.

Quadro 9 - Categorias sobre “pretensão de mudar de nível de acesso ao crédito imobiliário”

Categorias	Frequência	Porcentagem
Não tem interesse migrar p/ Nível 1	9	39%
Mercado de Capitais, estratégia financeira para poder de negociação	4	18%
Não tem interesse migrar p/ Nível 3	4	17%
Opera nos Níveis 1 e 2 simultaneamente	2	9%
Opera nos Níveis 2 e 3 Simultaneamente	2	9%
Tem interesse, mas não tem volume para migrar para o Nível 1	1	4%
Alternativas de Capitalização	1	4%

A empresa do Caso 1 é uma Cia de Capital Aberto de atuação nacional, onde, desde a sua fundação tem como estratégia de negócio operar como o plano empresário Nível 2 e a partir do ano de 1997 opera no mercado de capitais, o Nível 1 de acesso. Suas categorias e respostas foram obtidas respectivamente: “Opera no nível 1 e 2 simultaneamente”, “o *funding* do plano empresário é o mais adequado para a produção” e “o *funding* do mercado de capitais não deve ser usado para a produção, somente para fortalecer a estrutura de capital”, neste sentido estudo do PNH (2007), ratifica o intenso movimento de abertura de capital das empresas deste segmento, com captação de mais de R\$ 11 bilhões somente nos anos de 2006 e 2007; outra categoria foi obtida das mesmas respostas “não tem interesse em migrar para o nível 3”, tal afirmativa se base na convicção do modelo de negócio e no sucesso do mesmo até hoje.

Outra categoria encontrada foi a “Estratégia Financeira Operacional – Poder de Negociação”, obtida através das afirmativas “o *funding* do mercado de capitais facilita e lhe dá poder de negociação para operações de longo prazo” e “o *funding* do mercado de capitais servirá também para a compra de terrenos a vista, em situações estratégicas”. O Quadro 10 ilustra as categorias comparando cada um dos casos estudados.

O Caso 2 da empresa que opera somente no Nível 2 de acesso ao mercado de crédito imobiliário é diferenciado das demais, visto que é a única que apresentou interesse em mudar de Nível de acesso, apesar do momento não ser o mais propício. Tal afirmativa provém das seguintes categorias e respostas, respectivamente: “Tem interesse, mas não tem volume para migrar para o Nível 1”, “não temos tamanho ainda para o Nível 1 e nem é o momento mais oportuno”; “Alternativas de Capitalização”, “estamos buscando outros meios para alavancar nosso negócio”.

Esta mesma empresa corrobora a categoria “Estratégia Financeira Operacional – Poder de Negociação”, apresentada no Caso 1, com a resposta “é necessário um estrutura de capital forte para ter acesso ao plano empresário” e ainda descarta a possibilidade de atuar no Nível 3 “Não tem interesse de migrar para o Nível 3” através das respostas “não gostamos de operar

no Nível 3”, “não temos estrutura para isso” e “obras por administração não é a nossa filosofia”.

Quadro 10 - Quadro comparativo das categorias sobre “pretensão de mudar de nível de acesso ao crédito imobiliário”

Caso 1	Caso 2	Caso 3
Opera nos níveis 1 e 2 simultaneamente	Tem interesse, mas não tem volume para migrar para o nível 1	Opera nos níveis 2 e 3 simultaneamente
Não tem interesse em migrar para o nível 3	Não tem interesse em migrar para o nível 3	Não tem interesse em migrar para o nível 1
Mercado de Capitais, estratégia financeira para poder de negociação	Mercado de Capitais, estratégia financeira para poder de negociação	-- x --
-- x --	Alternativas de capitalização	-- x --

O Quadro 10 demonstrou também as categorias obtidas no discurso do Caso 3, onde, assim como no Caso 1, existe uma clara e sólida estratégia em andamento com aderência plena aos diferentes segmentos econômicos de atuação dentro do mercado residencial do Rio de Janeiro. Outra característica importante e verificada claramente no discurso é que se trata de uma empresa familiar, com princípios e valores tradicionais comuns a esse tipo de empresa.

A primeira categoria obtida foi “Opera nos Níveis 2 e 3 simultaneamente” através das seguintes respostas “temos 2 negócios bem distintos, cada um dele com *fundings* diferenciado”, “o mercado de alto luxo não necessita de plano empresarial”, a outra categoria obtida foi “Não temos interesse em migrar para o Nível 1”, obtidas através das respostas “não penso em abrir capital”, “abertura de capital gera um crescimento acelerado que fez as Cia’s cometerem muitos erros”, “somos uma empresa familiar”, “já tivemos inúmeras oportunidades para tal operação” dentre outras.

Com relação aos players, do mercado imobiliário, beneficiados com o elevado crescimento nos últimos anos. O Quadro 11 demonstra as manifestações, quase que unânimes entre os entrevistados. Quanto ao tema, nele verificou-se, através da frequência das respostas, que em todos os casos os construtores afirmam terem ganhado e que todos os outros envolvidos no processo, os mutuários, os bancos e o governo foram claramente beneficiados com esse crescimento. Tal afirmativa está baseada no contexto em que a construção civil se enquadra, com relevantes elementos de sua estrutura 100% nacional, tais como terreno, mão-de-obra e matéria-prima, dentre outros.

Sobre esse assunto, verificou-se inicialmente 19 categorias a partir das respostas dos entrevistados. Em uma segunda etapa, tais categorias de respostas foram reduzidas ao número de 6, conforme demonstrado no Quadro 11.

Quadro 11 - Categorias sobre “quem são os grandes beneficiados com o boom imobiliário?”

Categorias	Frequência	Porcentagem
Todos ganharam	4	22%
Bancos - ganharam muito	3	17%
Mutuários - realização do maior sonho	3	17%
Governo - geração de empregos e renda, sem risco	3	17%
Construtores - negócios alavancados	3	17%
Setor 100% Nacional	2	11%

As categorias apresentadas tiveram respostas bem semelhantes, aproximando muito o discurso dos três casos. Na categoria “todos ganharam” foram encontradas respostas como “não existe um maior ganhador” e “todos foram muito favorecidos”. Já a categoria “setor 100% nacional” presente no discurso somente do caso 1, é composta pelas seguintes afirmativas “é um setor 100% nacional” e “todo o ciclo operacional e seus componentes, desde a material-prima até os serviços, são nacionais”.

Quando comparada as categorias obtidas entre os três casos, pode-se reafirmar a idéia de que todos os envolvidos nesse mercado foram beneficiados, ressaltando apenas que os construtores participantes desse estudo comungam de tal afirmativa, divergindo apenas da seqüência de quem seriam os mais beneficiados.

A categoria “bancos - ganharam muito” foi obtida com respostas como “ganharam dinheiro como nunca”, “os bancos ganharam dinheiro, mas tem a inadimplência contra eles” e “ganharam dinheiro com operações colaterais”, já a categoria “mutuários – realização do maior sonho” foi obtida em sua totalidade com uma única afirmativa comum a todos os participantes “tiveram o sonho da casa própria realizado, o bem mais importante que uma pessoa pode comprar em toda sua vida”. O construtor do caso três chega a afirmar que estes são os maiores beneficiados, os mutuários, pois foram inseridos nesse cenário de possibilidades que até então era inimaginável, pois foram capazes de comprar imóveis pagando apenas 20% do valor total, até a entrega das chaves. Conforme apresentado no Quadro 12.

Quadro 12 - Quadro comparativo das categorias sobre “quem são os grandes beneficiados com o boom imobiliário?”

Caso 1 (*)	Caso 2	Caso 3
Todos ganharam	Todos ganharam	Todos ganharam
Setor 100% Nacional	-- x--	-- x --
Bancos - ganharam muito	Governo - geração de empregos e renda, sem risco	Mutuários - realização do maior sonho
Mutuários - realização do maior sonho	Mutuários - realização do maior sonho	Construtores - negócios alavancados
Governo - geração de empregos e renda, sem risco	Bancos - ganharam muito	Governo - geração de empregos e renda, sem risco
Construtores - negócios alavancados	Construtores - negócios alavancados	Bancos - ganharam muito

(*) com exceção das categorias do caso 1, todas as outras estão dispostas em ordem decrescente dos beneficiados com o boom imobiliário.

A categoria que descreve o governo como beneficiado foi composta de respostas do tipo “o governo se promoveu com a geração de empregos e aumento da renda”, “foi o maior beneficiado, pois é o único que não tem risco” e “o governo ganha muito, pois a construção civil é a mola mestra da economia, geradora de empregos e pagadora de impostos”. Tal afirmativa também é compartilhada pelo estudo da FGV (2007), onde é exposto que o crédito imobiliário é a engrenagem central no processo de desenvolvimento econômico de um país.

A categoria nomeada “construtores – negócios alavancados” surge de respostas como “os construtores aumentaram sua carteira”, “os construtores passaram para um patamar de projeção nacional” e “os construtores tiveram seus negócios alavancados, porém o custo da construção subiu muito, a rentabilidade pode estar comprometida”. O referido tema, de relevância destacada, por se tratar de um dos objetivos específicos do estudo, tem parte de sua fundamentação auxiliada pela afirmativa da CIBRASEC, no envolvimento e participação benéfica a todos os envolvidos, pois, o SFI está alicerçado primordialmente na implementação da economia de mercado, na desregulamentação das operações imobiliárias e na desoneração dos cofres públicos. As operações de SFI são realizadas de acordo com as “condições de

mercado” isto é, livremente praticadas nas diversas operações do mercado imobiliário, sendo o próprio mercado o seu provedor de recursos. (CIBRASEC. Artigos Eletrônicos 2005. Apud SOUSA).

A questão apresentada nos Quadros 13 e 14 logo abaixo, talvez seja a de maior relevância e abrangência para o estudo. Neste item foi questionado a cada um dos construtores “o que representa o Mercado de Crédito Imobiliário para o seu negócio?”, tal questionamento compõe um dos objetivos específicos deste estudo, onde se buscou entender o que seria o mercado da construção civil sem o mecanismo do crédito imobiliário.

As categorias que emergiram deste item atreladas às frequências em que ocorreram elucidam a importância do tema para o setor da construção civil residencial. A categoria que descreve como “fundamental” o crédito imobiliário tem a maior frequência no discurso dos construtores e foi obtida através de respostas como “é fundamental”, “é um dos 3 pilares da construção civil” e “sem ele a empresa não anda”.

Outras categorias também muito presentes nos discursos dos construtores e que tem um conteúdo complementar a primeira, são: “viabilizador do negócio” e “determinante para a continuidade do negócio”. Onde a primeira delas foi obtida através das respostas “no período de 1986 e 1997 tivemos a atuação, basicamente, as construtoras que atuam no nível 3, sem acesso ao crédito”, “os projetos ao viabilizam com o custo de capital próprio” e “sem ele a exposição de capital seria enorme e inviável”. Já a categoria apresentada como “determinante para a continuidade do negócio” emergiu de respostas como “as construtoras minguaram no período de 1986 a 1997”, “não existe continuidade do negócio” e “para projetos de classe média e classe média alta, sem o crédito imobiliário o empreendimento não existe”.

Quadro 13 - Categorias sobre “o que representa o crédito imobiliário para o seu negócio?”

Categorias	Frequência	Porcentagem
Fundamental	5	33%
Viabilizador do Negócio	3	20%
Determinante para a continuidade do Negócio	3	20%
Dificuldade na manutenção do negócio	2	13%
Desnecessário para as obras por ADM - Nível 3	2	13%

Nessa linha de pensamento, fatos históricos corroboram as afirmativas dos construtores no sentido da importância desse elemento para o desenvolvimento do setor, em 1986 com a extinção do BNH pelo Decreto Lei 2.291 o país entrou em um período de desestruturação do setor (ver gráfico 13) onde os financiamentos as construções praticamente inexistiram, segundo Fonseca (2007) e que durou até 1997. Neste ano foi criado, através da Lei 9.514, o SFI inspirado no modelo americano de crédito com características da não existência de *funding* cativo e nem de taxas de juros determinadas, conforme Souza (2006).

Quadro 14 - Quadro comparativo das categorias sobre “o que representa o crédito imobiliário para o seu negócio?”

<u>Caso 1</u>	<u>Caso 2</u>	<u>Caso 3</u>
Fundamental	Fundamental	Fundamental
Determinante para a continuidade do Negócio	Determinante para a continuidade do Negócio	Determinante para a continuidade do Negócio
Viabilizador do Negócio	Viabilizador do Negócio	-- x --
Dificuldade na manutenção do negócio	-- x --	-- x --
-- x --	-- x --	Desnecessário para as obras por ADM - Nível 3

As duas últimas categorias surgem das características particulares da realidade econômica e de modelo de negócios da construtora do caso 1 e caso 3. No caso da categoria “dificuldade na manutenção do negócio” emergiu da resposta do construtor do caso 1, que é uma empresa de capital aberto e que opera desde a sua fundação com o financiamento a produção, isto é, tem todo seu modelo de negócios baseado no crédito com a afirmativa de que “no período de 1986 a 1997 onde inexistiu o crédito imobiliário nos criamos o plano 100”, que representou uma resposta criativa pela Cia para minimizar e combater os efeitos da realidade econômica da época (OSSAMU, 2009). Cabe ressaltar que tal saída pra a crise só pôde ser desenvolvida e colocada em prática por ser tratar de uma empresa sólida e bem estruturada financeiramente.

O caso da afirmativa isolada da construtora do caso 3 “desnecessário para as obras de adm – nível 3”, dá-se ao fato de ser a única, dentre as empresa estudadas, que detém uma unidade de negócio que trabalha exclusivamente com o mercado imobiliário onde não são necessários os recursos das instituições financeiras, as obras por administração ou grupo fechado que são regidas pelas Leis 4.591/64 e 4.864/65, conforme descrito por Nery (2009). A categoria foi obtida através das respostas “para as obras por administração o crédito não é necessário” e “nas obras por administração os próprios mutuários são os financiadores”.

Durante o estudo realizado, foi observada uma série de demandas de aprimoramento do mercado da construção civil, que foram agrupadas em 5 classes: melhorias do mercado de crédito imobiliário; insumos, mão-de-obra e medidas fiscais; estímulo às operações nos mercados hipotecários; aprovação e licenciamento de projetos; e melhoria no processo de registro de imóveis. Cada uma das classes reuniu de 4 a 6 proposições de melhorias, referendadas por Abecip (2006), Accenture (2007), FGV (2007), PNH (2007), Tenerello (2007) e Yasbek (2006).

A cada uma das unidades de análise foi apresentado as propostas de melhorias, que totalizavam 25 itens, para que expusessem sua opinião quanto a importância de cada um dos itens. O questionário era do tipo Likert e possuía 5 níveis de resposta, variando de “nada importa” ao qual foi atrelado o número 1 até “muito importante” representado pelo número 5.

Quadro 15 - Resultados Classe 1 de Propostas - Mercado de Crédito Imobiliário

Classe 1	<u>Caso 1</u>	<u>Caso 2</u>	<u>Caso 3</u>
Proposta 1	4	5	5
Proposta 2	4	5	4
Proposta 3	5	4	4
Proposta 4	5	4	2
Proposta 5	5	4	4

O Quadro 15 ilustra as propostas de melhorias específicas do mercado de crédito imobiliário, observa-se uma grande significância nessa classe, dentre as demais, tendo grau de importância obtido entre importante e muito importante, demonstrando a relevância do tema entre os construtores. Existe uma gama de desafios que o SFI tem pela frente, quanto a ampliação das formas de captação de recursos, redução da taxa de juros e a flexibilização das regras de direcionamento de crédito (FGV, 2007).

As propostas consolidadas na classe 2 e apresentadas no Quadro 16, quanto a insumos, mão-de-obra e medidas fiscais, obtiveram o maior grau de importância dentro do estudo realizado, além disso, observa-se o maior índice de concordância entre os diferentes construtores analisados, apesar de cada um dos casos estudados apresentarem realidades econômicas diferenciadas e modelos de negócios divergentes. Tal fato pode estar relacionado à unanimidade de opinião entre todos, sobre a relevância e representatividade da mão-de-obra da construção civil, não só para o setor, mas sim para toda a economia de um país. Em fase de crescimento acelerado, esse item tornasse preocupante, conforme apontam os dados do PNH (2007), com preocupação para a qualificação, a elevação dos salários e ainda o aumento dos prazos para serviços técnicos, como a elaboração de projetos.

O PNH (2007) apresenta ainda dados concretos que fortalecem a necessidade de reavaliação da estrutura fiscal, apresentados nas propostas 3, 4 e 6 desse estudo. A carga tributária incidente é considerada pesada pelo setor formal. A maior parte (63%) do valor adicionado no setor da construção vem de empresas informais, cuja contribuição tributária é de apenas 15,5%, enquanto a do setor formal é de 45,7%. As mudanças fiscais têm como um dos seus objetivos centrais a formalização do setor.

Quadro 16 - Resultados Classe 2 de Propostas - Insumos, Mão-de-obra e Medidas Fiscais

Classe 2	<u>Caso 1</u>	<u>Caso 2</u>	<u>Caso 3</u>
Proposta 1	5	5	4
Proposta 2	5	5	5
Proposta 3	5	5	5
Proposta 4	5	5	5
Proposta 5	5	5	5
Proposta 6	5	5	5

O Quadro 17, logo abaixo, reuniu as propostas relativas ao mercado hipotecário e securitização, que segundo dados da CVM (2008), encontram-se muito aquém dos níveis ideais, mas já é uma realidade. Esta classe de propostas obteve o segundo menor conjunto de repostas dentre todas as demais, tais respostas podem estar associadas a retração financeira atual que o país atravessa, visto que esse mercado é extremamente sensível às oscilações macroeconômicas do país e as mudanças legais, algumas ainda em discussão.

Quadro 17 - Resultados Classe 3 de Propostas - Estimulo as Operações nos Mercados Hipotecários

Classe 3	<u>Caso 1</u>	<u>Caso 2</u>	<u>Caso 3</u>
Proposta 1	4	4	4
Proposta 2	3	4	5
Proposta 3	4	4	5
Proposta 4	4	4	4

Uma gama enorme de exigências documentais e tramitações burocráticas, fragmentadas em varias etapas de análise, licença e aprovação e estes ainda distribuídos nas variadas esferas governamentais (municipal, estadual e federal), caracterizam o cenário atual para a aquisição de um terreno, licenças ambientais, averbação de uma construção, registro de incorporação imobiliária dentre outros processos também dispendiosos, lentos e pouco transparentes (PNH, 2007).

O Quadro 18 reuniu algumas das propostas de melhorias identificadas nesse estudo, através do PNH (2007) e Yasbek (2006), dentre as quais o destaque para a proposta 1, que obteve o grau máximo e importância, por se tratar especificamente da “eliminação das burocracias institucionais que retardam e provocam insegurança jurídica...”, todas as demais propostas também se mostram muito importantes na opinião dos construtores, cabe ressaltar que a proposta 3 apresenta uma necessidade de uniformizar todos os procedimentos nas 3 esferas governamentais, proposta com média próxima a indiferença, acredita-se que tal fato deve-se a utopia de se extinguir as diferenças regionais de cada localidade, me busca de atender as realidades dentro de um país continental como o Brasil.

Quadro 18 - Resultados Classe 4 de Propostas - Aprovação e Licenciamento de Projetos

Classe 4	Caso 1	Caso 2	Caso 3
Proposta 1	5	5	5
Proposta 2	5	4	4
Proposta 3	4	4	2
Proposta 4	4	4	5

De acordo com Yasbek (2006), um processo mais eficiente de registro de imóveis, diminui o custo de transação e aumenta a segurança dos contratos de financiamento imobiliário, o Brasil apresenta hoje uma enorme morosidade neste processo. Um estudo apresentado pela Accenture (2007) divulgou um ranking, onde o Brasil aparece na 110ª colocação com um tempo médio de conclusão do processo de registro de 45 dias e custo de 2,8% sobre o imóvel, estando muito atrás da média dos 20 primeiros países que apresentam uma média de dias para conclusão do processo de 8,8 dias e custo de 1,71% sobre o valor do imóvel.

As propostas apresentadas, apesar da relevância, obtiveram a menor média dentre todas as classes e grandes oscilações entre as respostas dos construtores, tal ocorrência pode estar relacionado ao fato de que o processo de registros de imóveis está capitaneado por órgãos cartoriais de conduta duvidosa e com sinais evidentes de degeneração, devido aos inúmeros processos judiciais já instaurados no país contra esses órgãos. Impossibilitando assim a crença de que tais propostas de melhorias sejam factíveis.

Quadro 19 - Resultados Classe 5 de Propostas - Melhoria do Processo de registro de Imóveis

Classe 5	Caso 1	Caso 2	Caso 3
Proposta 1	4	5	4
Proposta 2	4	5	4
Proposta 3	4	5	4
Proposta 4	3	4	2
Proposta 5	4	4	2
Proposta 6	3	4	2

Por último, foi questionado a cada um dos construtores, quais dos aspectos econômicos relacionados tiveram influência direta na composição da estrutura de capital da sua empresa. Tal indagação buscar atender um dos objetivos específicos onde busca-se compreender as relações das características dos negócios de cada uma das empresas e suas respectivas estruturas de capital.

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002) estrutura de capital ou de financiamento é a combinação entre o volume de recursos próprios e de terceiros utilizados por uma organização. As empresas procurarão sem uma estrutura de capital “ótima”, que minimize ao mesmo tempo os seus custos e riscos, afirma Zonenschain (2002). A autora completa ainda que quanto maiores as vantagens de custo associadas ao nível corrente das taxas de juros e dos impostos, maior a tendência ao uso do endividamento, ocorrendo o inverso quanto maior o risco de falência.

Quadro 20 - Influência dos aspectos econômicos na estrutura de capital

<u>Itens</u>	<u>Caso 1</u>	<u>Caso 2</u>	<u>Caso 3</u>
1. Estabilidade Econômica	SIM	SIM	SIM
2. Desenvolvimento de Mercado de Capitais	SIM	NÃO	NÃO
3. Tributação	NÃO	NÃO	NÃO
4. Tamanho de Empresa	SIM	SIM	SIM
5. Lucratividade da Empresa	SIM	SIM	SIM
6. Setor da Indústria	SIM	SIM	SIM
7. Taxa de Crescimento da Empresa	SIM	SIM	SIM
8. Especificidade do Produto	NÃO	SIM	SIM / NÃO (*)

(*) neste caso a empresa apresenta 2 unidades de negócio, sendo a primeira resposta referente a unidade que trata de projetos para classe média e classe média alta e a segunda para a unidade que trata de imóveis de altíssimo luxo.

As respostas obtidas e expostas no Quadro 20 corroboram os fundamentos apresentados pelos diversos autores citados nesse estudo, quanto a estrutura de capital. Salienta-se a especificidades da realidade de cada empresa, como por exemplo, as empresas dos casos 2 e 3 não possuem acesso ao mercado de capitais, o que está caracterizado no aspecto econômico apresentado no item 2 e apresentou respostas negativas por ambas. Outro ponto em destaque, que representa a particularidade das empresas estudadas é o aspecto econômico apresentado no item 8, a Cia do caso 1, desde a sua fundação e independente do produto (projeto) desenvolvido, recorre a mesma fonte de capital, no entanto a empresa do caso 3 apresenta duas fontes bem distintas de capital para cada um dos seus produtos.

O aspecto econômico apresentado no item 3, tributação, foi o único a exibir resposta negativa para todos os casos, tais respostas podem estar relacionadas ao fato do Brasil ter a maior carga tributária do mundo, característica apontada pela maioria dos especialistas e empreendedores como o maior obstáculo para o desenvolvimento das empresas que aqui desejam se instalar (CINTRA, 2008).

A importância deste tema em finanças decorre do fato de que não há respostas definitivas acerca da melhor composição entre capitais próprios e de terceiros para os inúmeros tipos de organizações existentes, de setores de atividades diversos e expostas a ambientes empresariais distintos.

Cada estrutura de financiamento pode trazer vantagens e desvantagens para uma empresa, dependendo de suas características específicas em relação as oportunidades de crescimento, classificação e grau de especialização do setor, tamanho da organização,

volatilidade dos rendimentos e rentabilidade dos negócios (TITMAN e WESSELS, 1988); e à instabilidade do ambiente ao qual a companhia está inserida.

5 CONCLUSÃO

Este estudo buscou identificar a percepção de construtores quanto obtenção de recursos financeiros através do Mercado de Crédito Imobiliário, de maneira geral, os resultados obtidos apontam para uma grande dependência da construção civil residencial em relação a esse *funding* específico do financiamento a produção (Plano Empresário) oferecido pelas instituições financeiras tradicionais. Esse grau de dependência abrange todos os segmentos econômicos, exceto os de altíssimo luxo, onde o montante envolvido extrapola em muito os limites de financiamento que possuem algum tipo de incentivo governamental e assim só poderiam ser financiados com recursos próprios dos bancos, fato que elevaria em muito as taxas praticadas. E ainda ressalta-se que esta camada da sociedade, ao longo da história, não registra déficit habitacional explicado em parte pela sua grande capacidade de poupança.

O Plano Empresário, maneira pela qual os construtores chamam o instrumento de financiamento a produção, tornou-se peça fundamental no novo cenário vivido pelo mercado brasileiro. Dito ainda pelos construtores estudados, que a manutenção e longevidade do setor está baseada na existência e desenvolvimento deste instrumento de financiamento, de “importância fundamental”. Na revisão histórica realizada pelo estudo, em busca de pontuar os principais marcos do mercado da construção civil, foram identificados fatos que corroboram com o discurso atual dos construtores, com relação a representatividade do crédito para o setor. Dados estatísticos da época demonstram que o período em que as fontes de recursos eram escassas ou inexistentes, as construtoras minguavam e o setor como um todo sofria forte desaceleração, como ocorrido entre os anos de 1986 e 1997, como a extinção do BNH até a criação do SFI.

Apesar de o Plano Empresário ocupar lugar de destaque nesse cenário devido a suas características estruturais reconhecidas pelo mercado, como as taxas de juros reduzidas e por ser um *funding* auto-pagável, cabe a ele algumas ressalvas expostas pelos mesmos construtores que o intitulam de fundamental. Tais críticas estão relacionadas à burocracia documental e processual para sua obtenção, a difícil operacionalidade do dia-a-dia e ainda a rigorosa análise financeira que as construtoras e seus projetos são submetidos, restringindo em muito o número de empresas aptas a utilizá-lo. Em busca de contornar as restrições financeiras, impostas pelas instituições financiadoras, e ampliar sua produção mantendo o Plano Empresário, como principal *funding* a produção, as maiores empresas do setor buscaram se fortalecer financeiramente através do mercado de capitais. Sendo assim, captaram recursos suficientes para o fortalecimento da sua estrutura de capital e continuidade no acelerado crescimento que o mercado propiciava no período em análise. Vale lembrar que na pesquisa realizada junto aos construtores, eles ressaltaram que o *funding* do mercado de capitais foi muito importante para a alavancagem das companhias, entretanto comete um erro grave quem o aplica na produção em detrimento do plano empresário que é o *funding* mais aderente ao negócio de construção.

Foi neste período, compreendido entre 2005 e 2007, que se verificou as relevantes aberturas de capital do setor da construção civil e como um movimento natural de um mercado em plena ebulição, a evolução e desenvolvimento das empresas menores com passagem destas para níveis superiores de acesso ao crédito, aqui neste estudo determinado como **Nível 1**, para acesso irrestrito, incluindo o mercado de capitais; **Nível 2**, para acesso restrito, incluindo apenas o plano empresário; e o **Nível 3**, para as empresas que não tem acesso e por isso dependem de um único modelo de negócios que é a obra por administração onde os compradores se auto-financiam, modelo tradicionalmente usado para os imóveis de altíssimo luxo. Merece destaque o direcionamento de mercado adotado pela empresa do caso 1, a maior delas atualmente, onde desde 1980, na sua fundação, observou-se o

estabelecimento do Plano Empresário como mola mestra do seu modelo de negócio, desde a referida década quando ainda o mercado era insipiente.

Outro ponto investigado neste estudo foi a hipótese de que poderia variar, de acordo com cada um dos tamanhos de empresas, a questão da influencia dos aspectos econômicos na composição do seu capital, disposto em próprio e de terceiros. Todos os casos estudados indicaram resultados semelhantes quanto aos aspectos influenciadores ou não. Entende-se que, como foi apresentado um conjunto básico de aspectos econômicos, mesmo a menor empresa do setor, estaria sujeita a tais influencias no mesmo sentido, pois apesar de terem realidades de acesso ao crédito diferentes, a modelagem financeira do setor é bem semelhante e caminha em uma única direção.

Uma das partes relevantes da entrevista realizada com os construtores foi conduzida por um instrumento fechado, onde buscou-se exibir aos construtores as principais propostas, identificadas pelo presente estudo e em discussão na atualidade, dispostas em 25 itens e agrupadas em 5 classes. Tratava-se de propostas no campo das Operações de Securitização, Aprovação e Licenciamento de Projetos, Processo de Registro de Imóveis, Insumos, Mão de Obra, Medidas Fiscais e Crédito Imobiliário. Foram apurados significativos resultados com a média máxima, onde significa “muito importante”, e ainda com igualdade entre todas as empresas estudadas, para os itens relativos a desoneração fiscal da mão-de-obra, medidas fiscais em busca de redução dos tributos relacionados a venda e financiamento de imóveis e adicionalmente a desburocratização do processo de aprovação de projetos que tem provocado insegurança jurídica no setor.

Interpreta-se que as propostas em destaque compõem o conjunto de itens de grande peso orçamento dos envolvidos no projeto. A mão-de-obra por representar quase 40% dos custos diretos da construção, os tributos para quem compra representando um custo adicional de quase 3%, segundo estudo da Accenture (2007) e ainda no mesmo item as instituições financiadoras são tributadas em PIS, COFINS, CS e IR, dificultando a redução das taxas e por fim a lentidão e burocracia dos diversos entes governamentais envolvidos no processo de aprovação de um projeto, que traz ao mercado um engessamento e insegurança, que economicamente se traduz em prejuízos financeiros reais e redução no poder de manobra mercadológica.

De forma a concluir, pesquisou-se quem seria ou quem seriam os grandes beneficiados com o crescimento e a manutenção do alto nível de produção do setor imobiliário. Foram apresentados os bancos, o governo, os mutuários e os construtores, como os principais players do setor. Todos os respondentes foram convictos em responder que todos esses players ganharam muito, apresentando explicações individuais para cada um deles, bem semelhantes.

No entanto não foram unânimes na ordem entre os principais beneficiados, porém ao ranquear as repostas observa-se que os mutuários e o governo aparecem em lugar de destaque nos ganhos, com leve vantagem para os mutuários, em seguida surgem as construtoras e os bancos. Ao considerar os mutuários os maiores beneficiados com esse “boom imobiliário”, entende-se que tal fato justifica-se pela possibilidade de milhares de pessoas, que durante anos foram excluídos do rol de indivíduos que detinham a possibilidade de adquirir a casa própria, e que nesse momento passam a integrar esse seleto grupo, de proprietários e proponentes à aquisição do maior bem que um ser humano pode vir a comprar em sua vida.

Para o governo, apontado também como grande beneficiado, salienta-se o fato de que o mercado da construção civil é a mola mestra da economia de qualquer país, pelo tamanho da sua representatividade em relação a geração de empregos, arrecadação de impostos e geração de renda, considera-se ainda o fato do governo ser o único dos players que não corre risco algum nesse movimento, ao contrário dos bancos, com a inadimplência; dos mutuários, com o risco de perder o emprego e não conseguir honrar a dívida e perder o investimento; e dos

construtores, na possibilidade de não ter lucro no projeto ou mesmo de não receber o financiamento para a construção do mesmo. As construtoras foram favorecidas pelo aquecimento do setor, em quantidade de compradores e crédito abundante, que possibilitou a projeção de muitas empresas para níveis antes inimagináveis, com dezenas de empresas abrindo capital, fato que até então era raro de ser presenciado para empresas desse segmento.

O fator multiplicador estava presente no cotidiano das construtoras e com ele o risco, gerado por um gigantismo no endividamento e dificuldades de operacionalização, de um setor tradicionalmente composto por empresas familiares e de uma atividade antes de âmbito municipal e/ou regional e agora nível nacional em alguns casos. Por fim, os bancos foram os menos beneficiados, pois de acordo com os resultados obtidos, as instituições financeiras são obrigadas a disponibilizar o dinheiro para esse mercado, e só o fazem no montante obrigatório (COSTA E LUNDBERG, 2004), sob o risco de terem que aumentarem o depósito compulsório no BACEN, além disso, as taxas praticadas para esse mercado são baixas e comparação com os demais produtos bancários. Entretanto, os bancos tem seus ganhos relacionados as operações colaterais que envolvem os mutuários e empresas do setor.

Em evidência por todo o estudo realizado, destaca-se a importância do desenvolvimento do mercado de crédito imobiliário, para o setor da construção civil. Permeando todos os elementos constitutivos, de maneira fundamental, ao ponto de poder inferir que tal avanço e desenvolvimento no mercado da construção civil residencial, percebido nos últimos anos, foi fomentado essencialmente por este mecanismo.

Espera-se que novos trabalhos envolvendo os construtores do mercado residencial e as características do *funding* por eles utilizados, possam validar e complementar os resultados encontrados nesta pesquisa. Nesta linha, sugerem-se trabalhos que tenham como unidade de caso os outros players envolvidos, de maneira a poder corroborar a percepção aqui relatada ou até mesmo estudos com especialistas do setor, mas que sejam independentes dos quatro principais players envolvidos no processo, mutuários, governo, construtores e bancos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABECIP, Associação Brasileira de Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança. **O sistema financeiro da habitação em seus 30 anos de existência – realizações, entraves e novas proposições**. Brasília: Abecip, 1994.
- _____. **SFI – como funciona o novo sistema de financiamento imobiliário**. Apud SOUSA, A.A. **O Papel do Crédito Imobiliário na Dinâmica do Mercado Habitacional**. In: I PRÊMIO ABECIP DE MONOGRAFIA EM CRÉDITO IMOBILIÁRIO E POUPANÇA, Rio de Janeiro, 2006.
- _____. **A Evolução do crédito imobiliário no Brasil e medidas para viabilizar sua expansão**. São Paulo. Abecip, 2006.
- ACCENTURE. **Crédito Imobiliário – Proposta para torná-lo um efetivo instrumento promotor do desenvolvimento econômico e social do país**, 2007. In: Convenção SECOVI-SP, 2007.
- ALMEIDA, R. J. Conflitos entre acionistas majoritários, acionistas minoritários e administradores profissionais causados por importâncias assimétricas dos direcionadores de valor das empresas. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 1, jan./mar. 2002.
- ASSAF, A. N. **Finanças corporativas e valor**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- AZEVEDO, S.; ANDRADE, L. A. G. **Habitação e poder. Da Fundação da Casa Popular ao Banco Nacional de Habitação**. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1982.
- BACEN, **Boletim do Banco Central do Brasil – Relatório Anual 2007**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM2007>> Acesso em 10 ago 2008.
- BARCELOS, L. C. **Determinantes do Acesso ao crédito empresarial no Brasil: teorias e evidências empíricas**. 2002. 84p. Dissertação (Mestrado em Economia). Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, .
- BARCLAY, M.; SMITH, C. **The Maturity of Corporate Debt**. The Journal of Finance. Junho, 1995.
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Lisboa : Edições 70. 1979
- BAXTER, N. Leverage, Risk of Ruin and The Cost of Capital. **Journal of Finance**, v.22, n.3, September 1967.
- BID – Banco Interamericano de Desarrollo. **Libertar o crédito: Como aprofundar e estabilizar o financiamento bancário**. Relatório 2005. Cap. 14 - Acesso das pequenas e médias empresas ao financiamento: Rio de Janeiro. Campus. 2005.
- BIS – Bank for International Settlements. **Housing finance in the global financial market, CGFS**. Apud FGV. **O Crédito Imobiliário no Brasil, Caracterização e Desafios**. FGV – Projetos. São Paulo, mar. 2007. Disponível em: http://www.abecip.org.br/sitenovo/arquivos/Trabalho_FGV.pdf Acesso em: 10 fev 2008.
- BNDES. **Crédito habitacional acelera o investimento residencial no país**. Visão do Desenvolvimento. Nº 18. Rio de Janeiro, 2006.
- _____. **Nível do crédito bancário é o mais alto desde 1995**. Visão do Desenvolvimento. Nº 02. Rio de Janeiro, 2006a.
- BRASIL. Ministério do Planejamento. **Lei 4.380, Institui 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**. Brasília, ago, 1964. Disponível em: <<http://www3.dataprev.gov.br/sislex/paginas/42/1964/4380.htm>>. Acesso em: 15 mai. 2008.
- _____. Ministério das Cidades. **Projeto Lei 3.057, Alteração pontual à Lei nº 6.766, de 19 de dezembro de 1979, que trata do parcelamento do solo urbano, acrescentando um dispositivo (§ 2º do art. 41) para dispor que, em caso de regularização de loteamento suburbano de pequeno valor, implantado até 31 de dezembro de 1999, e dá outras**

Providências. Brasília, fev, 2000, Disponível em: <<http://www.cidades.gov.br/secretarias-nacionais/programas-urbanos/biblioteca/regularizacao-fundiaria/anais-de-eventos/seminario-projeto-de-lei-no-3-057-00/PL3057.pdf>>. Acesso em:17 mai. 2008.

_____. Presidência da Republica. **Lei 4.864, Cria Medidas de estímulo à Indústria de Construção Civil.** Brasília, nov, 1965, Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4864.htm>. Acesso em:17 mai. 2008.

_____. Presidência da Republica. **Lei 4.591, Dispõe sôbre o condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias,** dez, 1964, Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4591.htm>. Acesso em:17 mai. 2008.

_____. Presidência da Republica. **Decreto-Lei 2.291, Extingue o Banco Nacional da Habitação - BNH, e dá outras Providências.** Brasília, nov, 1986, Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/CCIVIL/Decreto-Lei/Del2291.htm>>. Acesso em:17 mai. 2008.

_____. Presidência da Republica. **Lei 9.514, Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências.** Brasília, nov, 1997, Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9514.htm>. Acesso em:17 mai. 2008.

_____. Presidência da Republica. **Lei 10.931, Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário.** Brasília, ago, 2004. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2004/Lei/L10.931.htm>. Acesso em:17 mai. 2008.

_____. Presidência da Republica. **Lei 11.196, Institui o Regime Especial de Tributação para a Plataforma de Exportação de Serviços de Tecnologia da Informação - REPES, o Regime Especial de Aquisição de Bens de Capital para Empresas Exportadoras - RECAP e o Programa de Inclusão Digital; dispõe sobre incentivos fiscais para a inovação tecnológica.** Brasília, nov, 2005. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/Lei/L11196.htm>. Acesso em:17 mai. 2008.

_____. Presidência da Republica. **Medida Provisória, 2158-35, Altera a legislação das Contribuições para a Seguridade Social - COFINS, para os Programas de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público - PIS/PASEP e do Imposto sobre a Renda, e dá outras providências.** Brasília, ago, 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/MPV/2158-35.htm>. Acesso em:17 mai. 2008.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Principles of Corporate Finance.** 8th edition, McGraw-Hill/Irwin, 2005.

BRITO, R. D.; LIMA, M. R. A Escolha da Estrutura de Capital sob Fraca Garantia Legal. **Revista Brasileira de Economia,** Rio de Janeiro, V. 59, N. 2, P. 177-208, 2005.

BROLLO, F. **Crédito imobiliário e déficit de moradias: uma investigação dos fatores econômicos e institucionais do desenvolvimento habitacional no Chile e no Brasil.** 2004. 1 v. Dissertação (Mestrado em Administração), Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getulio Vargas, São Paulo.

CAMLOFFSKI, R. **A Formulação da Estratégia Financeira nas Empresas de Construção Civil localizadas em Curitiba – PB.** 2007. Disponível em: http://www.artigos.com/components/com_mtree/attachment.php?link_id=2563&cf_id=24 Acesso em 20 abr. 2008.

CARVALHO, A. G. Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil – a experiência dos anos 90. **Revista de Economia Aplicada,** São Paulo, v. 4, n. 3, p. 595-632, 2000.

_____. **Lei de Falência, acesso ao crédito empresarial e taxas de juros no Brasil. Texto Preparado para a FEBRABAN.** Universidade de São Paulo, mai. 2003.

CARVALHO, A. G.; BARCELOS, L.C. Determinantes do Acesso ao Crédito Empresarial no Brasil. In: XXIV ENCONTRO BRASILEIRO DE ECONOMETRIA, 2002, Nova Friburgo. **Anais...** Nova Friburgo. 2002. v 1.

CASARROTO F., N.; KOPITTKE, B. H. **Análise de investimentos**. São Paulo: Ed. Atlas, 1994.

CASTELO, A. M. **Sistema financeiro da habitação**. Apud FGV. **O Crédito Imobiliário no Brasil, Caracterização e Desafios**. FGV – Projetos. São Paulo, mar. 2007. Disponível em: <http://www.abecip.org.br/sitenovo/arquivos/Trabalho_FGV.pdf> Acesso em: 10 fev 2008.

CBIC. **Construção: Cenários e Perspectivas**. Brasília. Dez. 2007. Disponível em: <<http://www.sinduscon-rio.com.br/doc/balanco.pdf>> Acesso em 10 set. 2008.

CIBRASEC. **Artigos Eletrônicos 2005**. Apud SOUSA, A.A. **O Papel do Crédito Imobiliário na Dinâmica do Mercado Habitacional**. In: I PRÊMIO ABECIP DE MONOGRAFIA EM CRÉDITO IMOBILIÁRIO E POUPANÇA, Rio de Janeiro, 2006.

CINTRA, M. **Brasil tem a maior carga tributária do mundo**. Artigo Eletrônico, jan 2008. Disponível em: <http://www.cfa.org.br/arquivos/adm_notindividual_n.php?p=adm_notindividual_n.php&id=790&coditem=31&n=Brasil+tem+a+maior+carga+tribut%Elria+do+mundo> Acesso em 10 jan 2009.

COSTA, A. C. A.; LUNDBERG, E. Direcionamentos de Crédito no Brasil: uma avaliação das aplicações obrigatórias em crédito rural e habitacional. Work Paper. Departamento de Estudos e pesquisas do Banco Central, Brasília 2004. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/Pec/SemEcoBanCred2004/Port/paperV.pdf>> Acesso em 10 jul. 2008.

CVM, Comissão Valores Mobiliários. **Instrução Normativa, 414. 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**. São Paulo, dez, 2004. Disponível em: <http://www.icbrasil.com.br/legislacao/Legislacao_icb_28_5_07_2.doc>. Acesso em: 30 abr 2008.

_____. **Instrução Normativa, 205. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento Imobiliário**. São Paulo, dez, 1994. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst205.htm>>. Acesso em: 30 abr 2008.

_____. **Relatório Anual, 2005**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/relgest/cvmra2005.pdf>>. Acesso em: 30 abr 2008.

_____. **Informativo CVM**. São Paulo. 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/public/ASE/icvm/base_financeira/Imobiliarios.xls> Acesso em: 30 ago 2008.

DIAMOND, D. Monitoring and Reputation: the Choice Between Bank Loan and Directly Placed Debt, **Journal of Political Economy** 99, 1991.

EID Jr., W.. Custo e Estrutura de Capital: o Comportamento das Empresas Brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**. v. 36, n. 4, 1996.

FARO, C. **Vinte anos de BNH – a evolução dos planos básicos de financiamento para a aquisição da casa própria no bnh: 1964-84**. Niterói: EDUFF e Rio de Janeiro: Editora da Fundação Getúlio Vargas, 1992.

FELIX, R. N. **Um Estudo do Mercado de Crédito Imobiliário no Brasil utilizando o modelo de Equilíbrio Geral com Mercados Incompletos e Colaterais**. Dissertação (Mestrado). Universidade Católica de Brasília, PUC. 2006.

FGV. **O Crédito Imobiliário no Brasil, Caracterização e Desafios**. FGV – Projetos. São Paulo, mar. 2007. Disponível em: <http://www.abecip.org.br/sitenovo/arquivos/Trabalho_FGV.pdf> Acesso em: 10 fev 2008.

FLEURY, C.E.D. **Crédito imobiliário no Brasil e Execuções Hipotecárias**. São Paulo 2004. Disponível em: <http://www.cinder.info/files/Cr%C3%A9dito%20Imobili%C3%A1rio%20no%20Brasil.pdf> Acesso em: 14 set 2008.

FONSECA, O. C. **A expansão do crédito imobiliário e as novidades do mercado**. Convenção SECOVI-SP, 2007. In: Salão Imobiliário São Paulo, 2007.

FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO. **Déficit habitacional no Brasil 2005**. In: Informativo CEI. Belo horizonte: Fundação João Pinheiro, abr. 2007.

GARCIA, F.; REBELO, A.M. **Déficit Habitacional e Desigualdade da Renda Familiar no Brasil**. Revista de Economia aplicada, Vol 6, n.3. São Paulo, 2002.

GARRIDO, J. **Mercado Gigante em Construções**. Valor Setorial – Mercado Imobiliário. Pg. 8-14. Mai. 2008.

GARVEY, G. T. **Marketable incentive contracts and capital structure relevance**. The Journal of Finance, v. 52, n. 1. Mar. 1997.

GHEMAWAT, P.. **A estratégia e o cenário dos negócios**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

GIL, A.C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GITMAN, L. J. **Princípios da administração financeira**. 10.ed. São Paulo: Pearson, 2004.

GONÇALVES, J. P. **Setor Imobiliário não corre risco**. Ago, 2007. Disponível em <<http://www.jhoje.com.br/20082007/geral.php>>. Acesso em: 20 abril 2008.

_____. **Evolução e Perspectivas do Crédito Imobiliário: Os Fatores que o Impulsionaram e Perspectivas para os Próximos Anos**. Revista Construção e Mercado, n.85, p. 52-54, São Paulo, ago. 2008.

GRINBLATT, M.; TITMAN, S. **Mercados Financeiros e Estratégia corporativa**. 2.ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

GUEDES, J.; OPLER, T. The Determinants of Maturity of Corporate Debt Issues. **Journal of Finance**, Aldan, dec. 1996, vol.51, nº 5. United States, p.1809-1833.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The Theory of Capital Structure. **Journal of Finance**, Aldan, mar. 1991, vol.46, nº 1. United States, p.297-355.

HART, O. **Theories of optimal capital structure: the managerial discretion perspective**. Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1993.

HART, O.; MOORE, J. **Debt and seniority: an analysis of the role of hard claims in constraining management**. American Economic Review, v. 85, n. 3. June 1995.

HUD, Housing and Urban Development. **Evolution of U.S. Housing Finance System: A Historical Survey and Lessons for Emerging Mortgage Markets**. U.S. Department of Housing and Urban Development – Office of Policy Development and Research, apr. 2006.

IBGE, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. **Contagem da População 1996**. Disponível em: http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/condicaodevida/indicadoresminimos/nota_sindicadores.shtm> Acesso em 20, maio 2008.

_____. **Pesquisa Anual da Indústria da Construção (PAIC 2005)**. Disponível em: ><http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/economia/industria/paic/2005/paic2005.pdf> > Acesso em 20, maio 2008

_____. **Contagem da População 2007**. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/contagem2007>>. Acesso em 20, maio 2008.

_____. **Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD 98)**. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/trabalhoerendimento/pnad98/analise.shtm>. Acesso em 25 de maio 2008.

_____. **Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD 06)**. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/trabalhoerendimento/pnad2006/default.shtm>>, Acesso em 10 de jun 2008.

JENSEN, M.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 3, Oct. 1976. United States, p.305-360.

KIM, E.H. **A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity**. Apud SOARES, K.T.C. **O Perfil de Endividamento das Empresas Negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo antes e depois do Plano Real**. 2000. 1v. Dissertação (Mestrado em Administração), Escola de Administração de Empresas, UFRGS, Rio Grande do Sul.

KRAUS, A.; LITZENBERGER, R. H. A state-preference model of optimal financial leverage. **Journal of Finance**, Aldan, sept. 1973, vol.28, nº 4. United States, p. 911-922.

LELAND, H. E.; PYLE, D. H. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. **Journal of Finance**, Aldan, may. 1977, vol.32, nº 2. United States, p. 371-387.

LEVINE, R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. **Journal of Economic and Literature**. June 1997, v. 35, nº 2, p. 688-726.

LOYOLA, G. Crédito Imobiliário no Brasil. In: XXXIII ENCONTRO DE OFICIAIS DE REGISTRO DE IMÓVEIS DO BRASIL, 2006. Porto Alegre. **Anais...** Porto Alegre: IRIB/Instituto do Registro Imobiliário do Brasil, 2006.

MAKSIMOVIC, V.; ZECHNER, J. Debt, Agency Costs, and Industry Equilibrium. **Journal of Finance**, Aldan, jun. 1991, vol.46, nº 5. United States, p. 1619-1643.

MARTINS, G. A.; LINTZ, A. **Guia para elaboração de monografias e trabalhos de conclusão de curso**. São Paulo: Atlas, 2000.

MAYERS, D. Why firms issue convertible bonds: the matching of financial and real investment options. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 47, nº 1. jan. 1998. United States, p.304-405.

MINTZBERG, H.; QUINN, J. B. **O Processo da Estratégia**. 3.ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

MISHKIN, F.S. **Moedas, Bancos e Mercados Financeiros**. 5.ed. Rio de Janeiro: 2000.

MITCHELL, K.. **The Debt Maturity Choice: Na Empirical Investigation**. Journal of Financial Research. 1991.

MODIGLIANI, F.; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, June 1958. United States, p.261-297.

_____. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **American Economic Review**, v. 53, n. 3, June 1963. United States, p.433-443.

MONTEIRO, V. **Construção civil esboça reação em 2004**. Investnews, 2005.

MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. **Journal of Finance**, Aldan, jul. 1984, vol.29, nº 3. United States, p. 575-592.

MYERS, S. C; MAJLUF, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information The Investors Do Not have. **Journal of Financial Economics**, Rochester, v. 13, nº 2, jun. 1984. United States, p.187-221.

NÉRI, F.; CARVALHO, A. **Demanda por moradia, financiamento habitacional e comportamento financeiro das famílias**. Estudos Econômicos da Construção, vol.3 n.2, São Paulo, 1999.

NERY, O.B.G. **Obras a Preço de Custo**. Abr, 2009 Disponível em <<http://www.bianchi.com.br/construtora/obras.htm>>. Acesso em: 20 abril 2009.

OSSAMU, C. **A Rossi foca na classe média, mercado comprador**. mar, 2009 Disponível em <<http://www.dcomercio.com.br/Materia.aspx?canal=67&materia=13313>>. Acesso em: 20 abril 2009.

PNH. Plano Nacional de Habitação. **Contextualização do Plano Nacional de Habitação: análise e sistematização do contexto habitacional atual, constrangimentos, potencialidades e cenários possíveis**. dez 2007. Disponível em: <http://www.cidades.gov.br/secretarias-nacionais/secretaria-de-habitacao/planhab>. Acesso em 14 set 2008.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R. W; JAFFE, F.J. **Administração financeira: corporate finance**. São Paulo: Atlas, 2002.

SAUNDERS, A. **Administração de Instituições Financeiras**. São Paulo: Atlas 2000.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. de C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo. FEA/USP. v.10, n. 1, jan/mar, 2003.

SINDUSCON. **Déficit Habitacional 2006**. Nota Técnica. 21, nov. 2007 São Paulo. Disponível em: http://www.sindusconsp.com.br/downloads/deficit_habitacional_2006.pdf Acesso em 14 fev 2008.

_____. **XXXIII Sondagem Nacional da Indústria da Construção Civil**. nov. 2007. Disponível em: <http://www.sindusconsp.com.br/msg.asp?id=1475> Acesso em 20 ago 2008.

SIMÃO, P.S. **Desafios do Crédito Imobiliário no Brasil**. CBIC, Salvador 2007.

SLYWOTZKY, A.; MORRISON, D. J. **A estratégia focada no lucro: Profit Zone: Desvendando os Segredos da Lucratividade**. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

SOUSA, A.A. **O Papel do Crédito Imobiliário na Dinâmica do Mercado Habitacional**. In: I Prêmio ABECIP de Monografia em Crédito Imobiliário e Poupança, Rio de Janeiro, 2006.

STIGLITZ, J. Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Take-Overs. **Bell Journal of Economics and Management Science**, v.3, nº 2, 1972. p.458-482.

STOHS, M. MAUER, D.C. **The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure**. Journal of Business, n. 3.1996.

TENERELLO, D. **Desafios do Crédito Imobiliário no Brasil**. In: Conferência Internacional de Crédito Imobiliário do Banco Central. Salvador, 2007.

THIES, C. F.; KLOCK, M. S. Determinants of capital structure. **Review of Financial Economics**, v. 2, Summer 1992.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **Journal of Finance**, Aldan, mar. 1988, vol.43, n. 1. United States, p. 1-19.

VALPASSOS, M.V.F.; CARNEIRO, D. D. **Financiamento à habitação e instabilidade econômica – experiências passadas, desafios e propostas para a ação futura**. Apud SOUSA, A.A. **O Papel do Crédito Imobiliário na Dinâmica do Mercado Habitacional**. In: I Prêmio ABECIP de Monografia em Crédito Imobiliário e Poupança, Rio de Janeiro, 2006.

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

YAZBEK, R. **Desafios do Crédito Imobiliário no Brasil: propostas para redução dos entraves burocráticos à dinamização dos investimentos**. Capítulo Brasileiro da Federação Internacional das Profissões Imobiliárias. SECOVI-SP, 2006.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 3.ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

ZONENSCHAIN, C. N. **Estrutura de Capital das Empresas no Brasil**. Revista Conhecimento, BNDES, 2002. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/rev1003.pdf>> Acesso em 19 mar 2009.

ZYSMAN, J. **Government, markets and growth**. Apud BATISTA, A.F. et al. **Estrutura de Capital: Uma estratégia para o endividamento ideal ou possível**. In: XXV Encontro Nac. de Eng. de Produção – Porto Alegre, 2005.

GLOSSÁRIO

Agente Fiduciário

Criado pela lei nº 6404/76 (a “Lei das S/A”), é qualquer empresa credenciada pelo Banco Central para promover a execução extrajudicial de empréstimos hipotecários vinculados ao SFH. Representa o interesse dos credores e investidores e entre suas atribuições fiscaliza e faz cumprir os dispositivos relativos à escritura de emissão de um título de crédito.

Alienação Fiduciária

Transferência ao credor do domínio e posse de um bem, em garantia de pagamento por uma obrigação que lhe é devida.

Altíssimo Luxo

Nomenclatura dada a imóveis residenciais com valor de venda superior a um milhão de reais.

Conta Garantia

É uma conta empréstimo separada da conta corrente, com limite de crédito de utilização rotativa destinado a suprir eventuais necessidades de capital de giro.

Captação

Obtenção de recursos para aplicação a curto, médio ou longo prazo.

Crédito Imobiliário

Empréstimo concedido por instituições financeiras para custear a construção, a reforma ou a compra de um imóvel.

CRI – Certificado de Recebíveis Imobiliários

Título mobiliário privado. São papéis emitidos por empresas securitizadoras e lastrados em contratos de financiamento de imóveis. O CRI permite que o concedente desse tipo de crédito possa repassá-lo a outros investidores com perfil mais compatível com o risco e o prazo do contrato de financiamento imobiliário, cujo prazo médio supera 10 anos. Além disso, o CRI permite que diversos contratos de baixo valor possam ser negociados em conjunto, em um único título de securitização, dando maior escala à operação e possibilitando maior volume e liquidez ao mercado primário de crédito imobiliário.

Financiamento

Operação bancária pela qual o banco antecipa numerário sobre créditos que o cliente possa ter, com o objetivo de emprestar-lhe certa soma e proporcionar-lhe recursos necessários para a realização de certo negócio ou empreendimento.

Funding

Denominação à fonte de recursos financeira que as empresas podem utilizar. Como exemplo a seguir: Independente do tipo de funding (se é financiamento de banco, recurso externo...) o empreendedor deve considerar o custo deste recurso.

Garantia

Item usado pelo credor para assegurar o pagamento da obrigação pelo devedor.

Hipoteca

Colocação de bens imóveis como garantia de pagamento de uma dívida. O devedor detém a propriedade e a posse do imóvel, que poderá ser tomado pelo credor por meio de execução judicial ou execução extrajudicial.

Hot-money

O termo hot money, amplamente empregado por bancos comerciais, por extensão de sentido aplica-se também a empréstimos de curtíssimo prazo (de 1 a 29 dias). Esses empréstimos têm a finalidade de financiar o capital de giro das empresas para cobrir necessidades imediatas de recursos, sem contrato de empréstimo de caráter complexo.

Inadimplência

Situação em que não é possível efetuar o pagamento como acordado. Não reflete uma situação temporária, ou problemas operacionais, mas sim é resultado de dificuldades financeiras.

Incorporações Imobiliárias

Contrato pelo qual alguém vende, ou se compromete a vender, fração de terreno com vinculação à unidade autônoma de edificação, por construir sob regime condominial, na forma de projeto de construção aprovado pela autoridade administrativa e de memorial que o descreve e arquivado no Registro de Imóveis.

Lastro

Termo que é usado para determinar a garantia implícita de um ativo. Desta forma, quando uma moeda tem lastro os investidores não questionam sua aceitabilidade, pois sabem que seu valor é garantido.

Linha de Crédito

É um acordo sujeito a revisões periódicas, que um banco e um cliente fazem para tomar crédito de forma simples, dentro de um limite previamente estabelecido.

Liquidez

Disponibilidade de moeda corrente ou posse de títulos ou bens conversíveis rapidamente em moeda corrente.

Obras por Administração

Também conhecida como Grupo Fechado e Obra por Preço de custo. Caracteriza-se pela formação de grupo fechado para construção a preço de custo é a união de pessoas físicas e/ou jurídicas objetivando a construção de imóveis, contratando uma Construtora para sua realização.

Operação de Crédito

É o compromisso financeiro em razão de mútuo de crédito, emissão e aceite de título, aquisição financeira de bens, recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços, arrendamento mercantil e outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros.

Patrimônio de Afetação

É o mecanismo legal pelo qual se materializa a segregação patrimonial de uma incorporação imobiliária dos demais ativos do incorporador, com o objetivo de proteger as partes envolvidas em um projeto imobiliário. A lei nº 10.931/2004 introduziu aperfeiçoamento no

Patrimônio de Afetação para que este funcione como instrumento de melhoria do grau de governança do empreendimento, propiciando meios eficazes de fiscalização do patrimônio afetado e viabilizando a continuidade da obra em caso de falência da incorporadora.

Plano Empresário

É o empréstimo destinado a empresas da construção civil para viabilizar a produção e comercialização de empreendimentos imobiliários.

Pecking Order Theory

Myers (1984) considera a existência de assimetria de informação entre gestores e investidores, de uma maneira a afirmar que a formação de capital por parte das empresas está baseada na idéia de que estas possuem uma hierarquia, lógica e racional, de captação de fontes de financiamento, tal hierarquia é denominada Pecking Order Theory.

Recebíveis

Títulos de crédito originados do faturamento de bens e serviços vendidos.

Rentabilidade

Ganho financeiro de uma operação ou carteira de crédito, traduzido entre a diferença dos custos de captação e as receitas de aplicação.

Risco

Elemento de incerteza que pode afetar a atividade de um agente ou o desenrolar de uma operação econômica.

Securitização de Recebíveis

Conversão de empréstimos bancários e outros ativos em títulos para vendê-los a investidores. A instituição que fez o empréstimo vende-o a uma empresa securitizadora. Com lastro nesse crédito, a securitizadora emite “certificados recebíveis mobiliários”, ou simplesmente, postos à venda para investidores.

SFH

Sistema Financeiro de Habitação – Neste sistema todos os recursos são primordialmente destinados ao financiamento de imóveis habitacionais e se originam dos depósitos da caderneta de poupança e do FGTS. A rigor os recursos do FGTS são direcionados, em maior parte, ao financiamento de imóveis para famílias de renda mensal mais baixa, cabendo à caderneta de poupança o atendimento à classe média.

SFI

Sistema Financeiro Imobiliário - Este sistema abrange tanto financiamentos para imóveis residenciais quanto comerciais, seus recursos baseiam-se na emissão de recebíveis imobiliários frutos da securitização de créditos mantidos por construtores e incorporadores contra os seus clientes. No entanto, esse sistema responde por menos de 10% do volume total de crédito habitacional.

Subprime

O termo é empregado para designar uma forma de crédito hipotecário (mortgage) para o setor imobiliário, surgida nos Estados Unidos e destinada a tomadores de empréstimos que representam maior risco. Esse crédito imobiliário tem como garantia a residência do tomador e muitas vezes era acoplado à emissão de cartões de crédito ou a aluguel de carros.

Títulos de Securitização de Créditos do Setor Imobiliário

Complementarmente à instituição do patrimônio de afetação, a Lei nº 10.931/2004 concluiu também a regulamentação do processo de securitização de créditos imobiliários, que havia sido iniciada com a Lei nº 9.514/1997, que criou o Sistema Financeiro Imobiliário. Foram criados dois novos instrumentos complementares: a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI) e a Letra de Crédito Imobiliário (LCI). Esses dois instrumentos fortalecem os canais de financiamento ao setor imobiliário, pois propiciam a fácil emissão e negociação dos direitos creditórios decorrentes de operações de financiamento.

Vendor

As operações de “vendedor” ocorrem quando uma empresa (vendedora) transfere o crédito de uma venda ao banco que lhe paga a vista e financia o comprador, mediante uma taxa de intermediação. Essa operação oferece vantagens para o vendedor: recebimento a vista, economia fiscal e redução dos custos de cobrança. Em troca, oferece fiança como garantia; e também para o comprador: pagando a vista, pode reduzir custos da compra.

APÊNDICE A - QUESTIONÁRIO DO ESTUDO DE CASO

PESQUISA ACADÊMICA

Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro - UFRRJ – Pós Graduação – Mestrado

Mercado de Crédito Imobiliário: Um Estudo da Percepção de Construtores da Cidade do Rio de Janeiro

Empresa –			
Data:	Início:	hs	Fim: hs
Local da Entrevista:	Permite divulgar o nome da empresa? SIM NÃO		

PARTE I – INFORMAÇÕES GERAIS SOBRE O ENTREVISTADO	
Nome do Entrevistado	
Cargo	
Telefone / Email	
Tempo de Atuação na Empresa	
Formação Acadêmica	
Especialização ou Certificações	
Experiência e tempo de atuação na área	

PARTE II – QUESTÕES GERAIS SOBRE A EMPRESA	
1- Tempo de atuação no mercado da construção civil	
2- Tempo de atuação no mercado da construção civil de edifícios residenciais	
3- Faturamento bruto anual da construtora e da holding (caso exista) nos 2 últimos anos	
4- Área construída residencial e outras nos últimos 2 anos	
5- Projeção de área a construir em 2009, residencial e outros	
6- Tipo de Empresa: se LTDA ou S. A.	
7- Principal local / região de atuação.	
8- Quantidade de empregados no escritório.	
9- Valor médio do Custo do m2 raso, sem a remuneração da construtora.	
10- Nível de Acesso ao Crédito Imobiliário	
11- Quantas obras concluídas e/ou em andamento utilizam o Plano Empresário? Quais bancos?	

PARTE III – QUESTÕES ABERTAS

1 – Em sua opinião, o Crédito no Brasil é satisfatório?

2 – Quais as vantagens obtidas e as dificuldades enfrentadas, ao utilizar o Crédito Imobiliário (financiamento a produção)?

3 – O estudo definiu 3 níveis de acesso ao crédito Imobiliário. "Nível 1", acesso Irrestrito (Cia aberta, plano empresário e etc.). "Nível 2", acesso Restrito (só plano empresário). "Nível 3", sem acesso (obra por administração). A sua empresa pretende mudar o nível de acesso ao crédito? ou operar, quando possível, em mais de um nível?

4- No seu ponto de vista, quem são os grandes beneficiados com esse "boom" imobiliário nos últimos 2 a 3 anos? E por quê?

Bancos?

Construtores?

Governo?

Mutuários?

5 – O que representa o Mercado de Crédito Imobiliário para seu negócio?

O QUANTO É IMPORTANTE PARA O SEU NEGÓCIO?

Mercado de Crédito Imobiliário

1. Reduzir o grau de rigidez sobre os juros a fim de trazer maior agilidade ao mercado e contribuir para queda das taxas.	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
2. Aumentar o grau de certeza das transações de crédito, garantindo a segurança jurídica dos contratos nos aspectos referentes a taxas de juros e planos de financiamento, através da criação do cadastro positivo ou incentivo ao financiamento imobiliário consignado nas empresas privadas.	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
3. Eliminar os limites de renda para as operações com recursos do FGTS, mantendo o enquadramento pelo valor do imóvel.	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
4. Dar maior flexibilidade para captação de recursos para o sistema, com a inclusão de outros instrumentos além da poupança.	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
5. Elaboração de um modelo de mercado que venha a eliminar as restrições sobre o livre funcionamento. Em direção a um modelo de financiamento habitacional que funcione de forma mais integrada com o sistema financeiro como um todo, com menores restrições quanto à alocação de crédito. Um dos exemplos seria a democratização as aplicações com recursos do FGTS aos demais agentes financeiros, reduzindo a concentração na CEF.	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante

Insumos, Mão-de-obra e Medidas Fiscais

1. Desoneração fiscal dos insumos de produção, incentivando a expansão dos investimentos na própria produção desses insumos e na redução dos custos de obra ;	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
2. Redução do custo de transação nas operações de crédito, pela isenção PIS, COFINS e CSLL;	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
3. Redução dos impostos sobre a transmissão (ITBI)	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
4. Dedução de juros referentes a pagamentos de prestação habitacional na declaração de imposto de renda de pessoas físicas e isenção fiscal para a troca de imóveis próprios.	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
5. Incentivos em imóveis para aluguel social, revendo a tabela de Imposto de Renda Pessoa Física e assim criando atrativos para esse tipo de investimento.	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
6. Desoneração fiscal da mão-de-obra empregada nas construções, incentivando a regularização do setor e assim o aumento do emprego formal.	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante

Estímulo às operações nos mercados hipotecários – securitização

1. Alterar a MP 2158-35 para compatibilizar o que determinam as Leis 9.514/97 e 10.931/04, garantindo maior segurança jurídica nas emissões de CRI's;	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
2. Alterar o item IV, do artigo 7º, da Lei 9.514/97, eliminando a intermediação financeira no serviço de escrituração dos CRI's, reduzindo os custos das Cias. Securitizadoras;	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
3. Aprimorar a Instrução Normativa nº 414, da CVM, que restringe o mercado secundário e a aquisição de CRI's por investidores pessoas físicas, já que só é possível a emissão com valor mínimo de R\$ 300 mil;	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
4. Aprimorar a Instrução Normativa nº 205/94, da CVM, que regulamenta os Fundos de Investimentos Imobiliários, por não refletir o real estágio do segmento no mercado de capitais. Previsto no Relatório Anual da CVM em 2005.	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante

Aprovação e Licenciamento de Projetos

1. Eliminação as burocracias institucionais que retardam e provocam insegurança jurídica nas aprovações de projetos, fixando prazos, responsabilidades e penalidades;	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
2. Conciliar as normas ambientais, nos diferentes entes federativos (União, Estados e municípios), definindo com clareza os órgãos públicos responsáveis pelas aprovações;	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
3. Sistematizar, junto a estados e municípios, de forma a existir um mínimo de similaridade nas rotinas de aprovação mediante estudos e convênios;	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
4. Criação de regras claras e objetivas, quanto a preservação e proteção ao patrimônio histórico, cultural, artístico e arquitetônico, com prazos para deliberações que efetivamente protejam o bem a ser tombado, e sem que impossibilitem o desenvolvimento responsável e sustentável;	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante

Melhoria do processo de Registro de Imóveis

1. Redução de custos economicamente injustificáveis no processo de registro como as taxas baseadas no valor do financiamento ou do imóvel;	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
2. Redução do prazo de registro do imóvel permitindo aos originadores e liberação rápida do financiamento;	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
3. Instituir o princípio da concentração do ônus/informações na matrícula, reduzindo os custos e aumentando a segurança jurídica (PL 3.057/00);	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
4. Criação de uma agência, pública ou privada, que centralize as informações sobre as hipotecas;	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
5. Uniformizar as tabelas e os procedimentos nacionalmente, evitando distorções regionais;	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante
6. Provisão e seguros devem ser estabelecidos de forma a assegurar aos compradores dos imóveis a indenização por erros no registro de imóveis.	<input type="checkbox"/> Nada Importa	<input type="checkbox"/> Pouco Importa	<input type="checkbox"/> Indiferente	<input type="checkbox"/> Importante	<input type="checkbox"/> Muito Importante

parte V

Dos aspectos econômicos listados quais tiveram ou não relacionamento direto com o perfil de estrutura de capital da empresa? *Aumentando ou reduzindo o % de capital de 3º.*

- | | | | | |
|---|--------------------------|-----|--------------------------|-----|
| 1. Estabilidade Econômica; | <input type="checkbox"/> | SIM | <input type="checkbox"/> | NÃO |
| 2. Desenvolvimentos de Mercado de Capitais; | <input type="checkbox"/> | SIM | <input type="checkbox"/> | NÃO |
| 3. Tributação; | <input type="checkbox"/> | SIM | <input type="checkbox"/> | NÃO |
| 4. Tamanho de Empresa; | <input type="checkbox"/> | SIM | <input type="checkbox"/> | NÃO |
| 5. Lucratividade da Empresa; | <input type="checkbox"/> | SIM | <input type="checkbox"/> | NÃO |
| 6. Setor da Indústria; | <input type="checkbox"/> | SIM | <input type="checkbox"/> | NÃO |
| 7. Taxa de crescimento da empresa; | <input type="checkbox"/> | SIM | <input type="checkbox"/> | NÃO |
| 8. Especificidade do produto; | <input type="checkbox"/> | SIM | <input type="checkbox"/> | NÃO |