



0

## **INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**

A importância das fontes de financiamento

### **Banca examinadora**

Prof. Orientador: Domingo Zurrón Ocio

Prof.: Marcos Gonçalves da Silva Fernandes

Prof.: Fernando Garcia de Freitas

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

ANTONIO EUSTÁQUIO DE ANDRADE

INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO  
A importância das fontes de financiamento

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-  
Graduação da FGV/EAESP  
Área de Concentração: Economia de  
Empresas como requisito para obtenção  
do título de mestre em Administração

Orientador: Prof. Domingo Zurrón Ocio



SÃO PAULO  
1999

---

Estatuto do Departamento de	
Sintese de Dados Gerais	
Data	332-7 (81)
Volume	A553i Drs.
2567/99	e.2

ANDRADE, Antonio Eustáquio. Investimento Imobiliário: A importância das fontes de financiamento. São Paulo: EAESP/FGV, 1999. 123 p. (Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Pós-Graduação da EAESP/FGV, Área de Concentração: Economia de Empresas).

Resumo: Esta dissertação analisa o setor imobiliário face à sua dependência de fontes de financiamento. O estudo divide o mercado em dois segmentos: residencial e comercial, descrevendo-os e caracterizando-os. A seguir é apresentada o papel histórico do setor público no financiamento do setor imobiliário. São discutidas as questões do déficit habitacional e suas metodologias. Em seguida são analisadas as atuais modalidades de financiamento e as alternativas em curso. Por fim são avaliadas as contribuições de novos modelos de financiamento como potencial de solução para o desenvolvimento da atividade imobiliária.

Palavras-chaves: Investimento Imobiliário – Mercado Imobiliário - Imóveis Comerciais – Imóveis Residenciais – Financiamento Imobiliário – Déficit Habitacional – SFH – SFI.

# Sumário

---

<b>Introdução</b>	1
<b>Capítulo I</b>	5
<b>1. O investimento imobiliário</b>	5
<b>1.1 Segmentação de Mercado</b>	7
<b>1.1.1 Segmento de Imóveis Residenciais</b>	8
1.1.1.1 Casas	8
1.1.1.2 Apartamentos	9
<b>1.1.2 Segmento de Imóveis Comerciais</b>	10
1.1.2.1 Imóveis para Comércio ou Varejo	10
1.1.2.2 Imóveis Industriais	14
1.1.2.3 Imóveis para Hotéis e Similares	16
1.1.2.4 Imóveis para Escritórios	18
<b>1.1.3 Outros imóveis</b>	22
<b>Capítulo II</b>	23
<b>2. O Comportamento histórico do setor imobiliário</b>	23
2.1 A importância do setor público	23
2.2 O papel do BNH no SFH	27
2.3 O período pós BNH	35
2.4 O déficit habitacional	41
2.5 Moradias inadequadas	48
<b>Capítulo III</b>	54
<b>3. O ambiente imobiliário atual</b>	54
3.1 Mercado de imóveis residenciais	54
3.2 Mercado de imóveis comerciais	61
<b>Capítulo IV</b>	73
<b>4. Novas formas de financiamento</b>	73
4.1 Consórcio Imobiliário	73
4.2 Fundo Imobiliário	79
4.3 Securitização Imobiliária	83
4.4 Arrendamento Residencial	86
4.5 Sistema Financeiro Imobiliário – SFI	89
4.6 Mercado com Informação Assimétrica	93
4.7 Conclusão sobre o mercado de hipotecas – SFI	97
4.8 Conclusão sobre o mercado de hipotecas – EUA	102
<b>Conclusão</b>	106
<b>Anexos</b>	112
<b>Bibliografia</b>	120

## AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar gostaria de agradecer aos professores e equipe da Fundação Getúlio Vargas pelos ensinamentos transmitidos e pela nova competência instalada em mim ao sentir-me uma pessoa melhor.

Ao professor Domingo Zurrón Ocio pela disposição e paciência em orientar-me nesta tarefa.

Ao Grupo Mendes Caldeira pelo apoio durante o curso.

Aos companheiros de turma do MBA pela amizade solidária e duradoura.

Aos familiares e amigos a compreensão pela ausência.

A todos que anonimamente, na ABAC, ABECIP, ABRAPP, BIESP, CDHU, CEF, EMBRAESP, IAHAB, IBGE, INOCOOP, SINDUSCON, SECOVI e SEHAB, me ajudaram com informações na medida do possível, porém de grande valia, para a realização desta tarefa.

A todos, muito obrigado.

## Introdução

A indústria imobiliária exerce um relevante papel na economia nacional, principalmente num momento em que o país, após ter conseguido a estabilidade de sua moeda, precisa voltar a crescer. A importância da indústria imobiliária é também expressiva ao contribuir para a geração de empregos devido às suas características de alta absorção de mão de obra.

O setor emprega de maneira direta três milhões e quinhentos mil trabalhadores<sup>1</sup> apesar de todo o desemprego do país. Segundo dados do Terceiro Seminário da Indústria Brasileira da Construção, a cada 100 empregos diretos são criados outros 285 postos indiretos e induzidos, resultando em cerca de 13 milhões de vagas<sup>2</sup>. Ademais não há evidências empíricas de que a ativação do programa habitacional exerça efeitos inflacionários, notadamente nos períodos em que se constata altas taxas de desemprego. (LEITE e ROSSETTI, 1981, p. 231).

A participação da atividade imobiliária para a geração do Produto Interno Bruto – PIB, tem sido crescente nos últimos anos. Pelo conceito do IBGE, que considera como construção somente as edificações e a construção pesada, a participação atingiu 9,8% do PIB de 1997. Entretanto, se considerarmos todas as atividades que movimentam o macrocomplexo da construção civil teremos que incluir: a indústria de componentes e materiais de construção, de bens de capital para a

---

<sup>1</sup> CONSTRUÇÃO São Paulo, n. 2680, p. 16, junho 21/1999.

<sup>2</sup> FIESP/Trevisan

construção, edificações, construção pesada, serviços auxiliares de atividades imobiliárias, serviços técnicos de construção e atividades de manutenção de imóveis. Segundo estudo da FIESP, que denomina este macrocomplexo de *construbusiness*, a participação no PIB, no mesmo período, foi de 14,8%.

Aos fatores retro mencionados devemos acrescentar que a construção civil é um dos setores mais nacionalizados da economia. O coeficiente de importação do setor é de apenas 0,01 contra 0,12 do setor automobilístico e 0,20 do setor de equipamentos eletrônicos. As importações se resumem a formas, azulejos de luxo e equipamentos especiais. A quantidade de bens exportados também é pequena o que mostra ser a construção civil uma indústria que se completa com o mercado interno. O grau quase nulo de utilização de materiais importados demonstra que o desenvolvimento do setor não afeta o déficit das contas externas, necessitando tão somente de condições macroeconômicas favoráveis.

A política habitacional tem sido caracterizada por uma falta de continuidade de seus programas e pelas sucessivas intervenções do governo no sentido de regular aluguéis e mecanismos de financiamento do setor imobiliário. Como consequência criou-se um ambiente desfavorável aos investimentos imobiliários. Quanto aos aluguéis as intervenções no passado só serviram para restringir a oferta de moradias. Os financiamentos imobiliários, por seu turno, não contam com uma política continuada, dependendo dos fluxos da captação líquida

de depósitos de poupança e do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço - FGTS que são sensíveis ao nível de renda e desemprego.

A construção de um ambiente favorável para o investimento no setor imobiliário também passa pela redução das taxas de juros que, por sua vez, dependem de um bom desempenho das contas públicas do governo.

Feitas estas considerações, objetiva este trabalho analisar a importância das fontes de financiamento para a atividade imobiliária e ao final concluir se as novas alternativas buscadas pelo mercado contribuem para o desenvolvimento do setor face às limitações do atual modelo do Sistema Financeiro de Habitação - SFH.

Para tanto dividiu-se o estudo em dois grandes mercados: o residencial e o comercial. No mercado residencial é destacada a importância da atividade imobiliária quanto ao aspecto social ao fornecer habitações para a população e ao contribuir para a redução do déficit habitacional. No mercado comercial o investimento imobiliário é caracterizado por subsegmento de atividade e analisado como um negócio cuja aplicação financeira concorre com outras modalidades de investimento.

O presente estudo está dividido em quatro capítulos. No primeiro é definido o investimento imobiliário e analisada a sua segmentação de mercado.

No segundo capítulo é apresentado um histórico da participação governamental no setor de habitação e de crédito imobiliário, e sua contribuição para a redução do déficit habitacional desde a Fundação da Casa Popular, em 1946, destacando a importância do Sistema Financeiro Habitacional – SFH, no período anterior e posterior à existência do Banco Nacional de Habitação – BNH. São, ainda, analisadas as metodologias empregadas para o cálculo do déficit habitacional e as divergências entre os autores quanto ao conceito de moradias inadequadas e como o critério de rusticidade se aplica aos moradores de favelas e cortiços.

No terceiro capítulo é apresentada uma visão do ambiente da atual oferta imobiliária e as fontes de recursos dos segmentos residencial e comercial.

No quarto capítulo são analisadas as novas formas de financiamento utilizadas pelos incorporadores, construtores e investidores para financiar e continuar desenvolvendo suas atividades, como se caracterizam e quais as dificuldades, restrições e probabilidades de sucesso no mercado atual. Finalmente é apresentada uma conclusão quanto ao desenvolvimento do setor imobiliário face às novas alternativas de financiamento e sua contribuição no atual cenário para o equilíbrio do setor público.

## Capítulo I

### 1. O investimento imobiliário

O investimento imobiliário é completamente diferente de outras alternativas de investimentos tais como ações, títulos de renda fixa e outros títulos e valores mobiliários.

Cada propriedade imobiliária física é única em sua localização geográfica, estrutura física, mix de inquilinos e uma variedade de outros atributos. A compra e a venda de imóveis são negociações efetuadas caso a caso, de alto custo de transação<sup>3</sup> e que podem tornar-se muito complexas<sup>4</sup>. Além disso, em virtude do mercado imobiliário funcionar com produtos de pouca liquidez e escassez de informações, ele se torna menos eficiente do que o mercado de ações e títulos. Essa ineficiência pode proporcionar oportunidades de maximização dos retornos aos investidores experientes, pois os altos custos de pesquisa não permitem que as informações sejam disseminadas com facilidade, o que não ocorre com outras categorias de investimento como as ações.

A aplicação de capital em imóveis tem geralmente servido como uma efetiva proteção contra a inflação num horizonte de longo prazo, além de gerar fluxos de caixa estáveis. O tratamento fiscal poderia ser atualizado para melhorar a atratividade de investimentos em imóveis

---

<sup>3</sup> Custo de pesquisa, informações, honorários de profissionais, corretagem, impostos de transmissão, taxas de ocupação (laudêmios), emolumentos de serviços públicos notariais e registrais, certidões etc..

<sup>4</sup> Em virtude de dificuldades documentais, garantias e riscos.

notadamente no que concerne à tributação do governo federal sobre os ganhos de capital<sup>5</sup>. Em contrapartida as tentativas de controle de preços dos aluguéis tem contribuído para diminuir a oferta ao desestimular novos investimentos. Na verdade, ao legislar sobre políticas de periodicidade de reajustes ou aplicabilidade de índices e redutores, o governo está efetivamente intervindo no mercado.

Os investimentos em ativos imobiliários podem ser feitos individual ou coletivamente, via pessoa física, jurídica ou fundos imobiliários. O investidor poderá adquirir um imóvel ou uma fração ou quota que lhe garanta uma participação relativa na propriedade do mesmo. Poderá adquirir quotas de fundos de investimento imobiliários além de quotas ou ações de uma sociedade imobiliária. Neste último caso, o investidor não estará apenas comprando um imóvel, ele estará também comprando ou participando de um negócio.

A despeito de poderem gerar renda por receitas de aluguéis no curto prazo, os imóveis são preferencialmente investimentos de longo prazo. Desta forma o retorno do investimento está sujeito à influência de agentes que atuam como modificadores dos resultados produzidos como, taxa de juros, depreciação, inflação, disponibilidade de financiamento, riscos sistemático e de mercado, ou seja, o retorno do

---

<sup>5</sup> Atualmente o ganho de capital gerado na pessoa física, por exemplo, é tributado em 15%, enquanto que os lucros das pessoas jurídicas pagam 25% aproximadamente, além dos tributos do PIS (0,65%) e COFINS (2% + 1%), sobre as receitas e a CSL, hoje tributada em 12%. Além disso sobre a venda do único imóvel de uma pessoa física não incidirá Imposto de Renda se o valor da operação não ultrapassar R\$ 440.000,00 e se não houver outra alienação no quinquênio anterior. Há, ainda, incentivos de legislações anteriores ainda em vigor, como a redução de 5%, até o exercício fiscal de 1988, sobre o lucro tributável na pessoa física, por ano de permanência do ativo no patrimônio do contribuinte, até aquela data. Nos EUA a isenção é de US\$ 600 mil.

investimento poderá ser alterado pela ação de fatores econômicos que afetam a oferta e a demanda de bens imóveis.

Recentemente novas alternativas de investimento tem surgido com o intuito de dar liquidez aos imóveis através da transformação do investimento em títulos de valores mobiliários negociados no mercado secundário. Esta nova modalidade visa, principalmente, os investidores institucionais, dentre eles as entidades de previdência privada. Estas experiências são discutidas adiante no capítulo quarto.

Finalmente, imóveis atendem a necessidades básicas. Podem ser terrenos, residências, escritórios, lojas, armazéns industriais, prédios para shopping centers, hotéis, escolas, hospitais e outros usos. Todas estas categorias constituem segmentos do mercado que são analisadas a seguir.

## **1.1 Segmentação de Mercado**

O mercado imobiliário tradicionalmente divide-se em dois grandes segmentos: o residencial e o comercial. O segmento residencial, descrito a seguir compõe-se de habitações individuais ou coletivas. O segmento comercial subdivide-se inicialmente em imóveis para escritórios, imóveis para comércio ou varejo, imóveis industriais, imóveis para hotéis e similares e imóveis para lazer. O segmento de imóveis comerciais reveste-se de uma maior complexidade ao ser novamente segmentado, por exemplo em tamanho ou atividade, o que acaba por revelar novos nichos de mercado e de especialização, como os shopping centers que numa primeira divisão classificam-se em seis tipos: regional,

comunitário, de vizinhança, especializado, *outlet center*, *festival center*, todos detalhados no sub-ítem 1.1.2.1 adiante.

### **1.1.1 Segmento de Imóveis Residenciais**

Os imóveis residenciais constituem-se de casas isoladas, conjuntos de casas e prédios de apartamentos. Estes imóveis diferem quanto a tamanho, padrão, localização e preço. Geralmente grandes conjuntos habitacionais estão relacionados a baixo padrão de moradias. Por baixo padrão deve entender-se as moradias de pequeno tamanho, com acabamento modesto e de baixo preço, para o que contribui em muito as economias de escala, ou a adoção do regime cooperativo, razão porque em alguns casos chega-se ao exagero de construir aglomerados com milhares de unidades de complexa administração posterior.

#### **1.1.1.1.Casas**

Casas são definidas como construções unifamiliares na legislação municipal. Por um lado temos os condomínios de luxo que situam-se hoje afastados do centro metropolitano, formando as chamadas *edge cities*. Por outro temos um grande volume de casas e sobrados construídas em vários bairros populares da região metropolitana de São Paulo cuja distribuição é muito pulverizada e de difícil dimensionamento, conforme informações da EMBRAESP. Entretanto, por dados da indústria do cimento, a auto construção de casas foi responsável por grande consumo de cimento no exercício de 1.998. Esta última atividade, em que pese sua expressividade, caracteriza-se pela informalidade, muitas

vezes utilizando o regime de mutirão. Não utiliza toda a cadeia de atividade do setor, não havendo portanto dados muito precisos sobre sua produção.

#### 1.1.1.2 Apartamentos

Os apartamentos são unidades residenciais construídas em condomínio. Esta modalidade de construção teve grande impulso a partir de 1964 com a instituição<sup>6</sup> da legislação sobre o condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias. Até então toda regulamentação se dava pelo Código Civil<sup>7</sup>. A criação do SFH, em 1964, contribuiu também para o crescimento do setor. A construção de prédios de apartamentos residenciais representa um grande setor de especialização dentro da indústria imobiliária no Brasil. Este segmento, juntamente com o de prédios de escritórios, movimenta toda a cadeia de atividade do setor imobiliário como, arquitetos, corretores, advogados, topógrafos, engenheiros, toda a mão de obra qualificada e não qualificada direta e indiretamente empregada na obra, agentes financeiros, pessoal administrativo, investidores, desenvolvedores, compradores e vendedores.

---

<sup>6</sup> Lei 4.591/64, de 16 de dezembro de 1964.

<sup>7</sup> Arts. 623 a 646 do Código Civil.

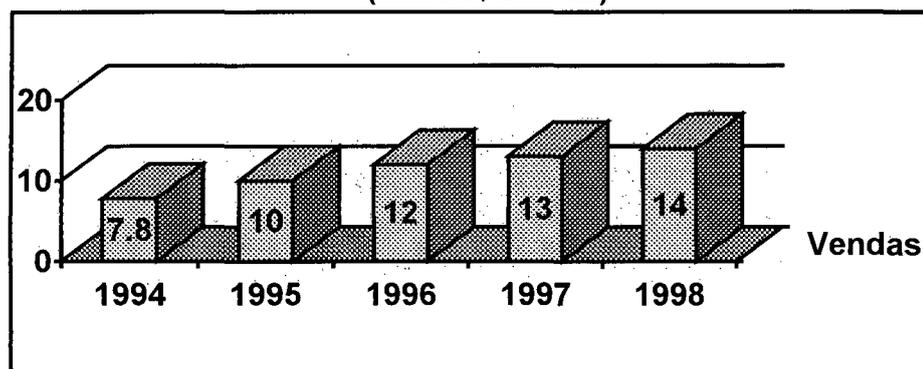
## 1.1.2 Segmento de Imóveis Comerciais

Definiu-se o segmento de imóveis comerciais como o mercado que representa os imóveis para comércio ou varejo, imóveis industriais, imóveis para hotéis e similares e imóveis para escritórios. Cada um destes subsegmentos tem características próprias de atuação vindo a se constituir em áreas de especialização profissional com distintos padrões e terminologias. Por exemplo, no subsegmento de imóveis para escritórios a unidade de medida é o metro quadrado (m<sup>2</sup>) de área útil; no shopping center, a unidade utilizada é a área bruta locada (ABL). Outros detalhes são descritos nos itens seguintes e no Anexo 6.

### 1.1.2.1 Imóveis para comércio ou varejo

Os imóveis para comércio ou varejo constituem-se de lojas, salões, espaços ou pontos comerciais destinados a exploração de uma determinada atividade do setor de comércio ou serviços. Neste segmento a indústria de *shopping centers* tem desempenhado importante papel dentro do setor imobiliário e na economia como um todo. O setor tem crescido constantemente conforme pode ser visualizado no Gráfico 1. Seu faturamento em 1998 somou US\$ 14 bilhões representando 18% do total do varejo nacional, excluído o setor automotivo.

**Gráfico 1**  
**Evolução das Vendas dos Shopping Centers**  
 ( em US\$ bilhões)



Fonte: Abrasce

O motivo do crescimento pode também estar associado a questões de conforto e segurança. Os shopping centers conseguem obter vantagem competitiva sobre o varejo tradicional ao oferecer amplo espaço para estacionamento, conforto, lazer e ao serem percebidos como mais seguros pelos consumidores. Os números do Tabela 1 dão uma visão em números absolutos do setor.

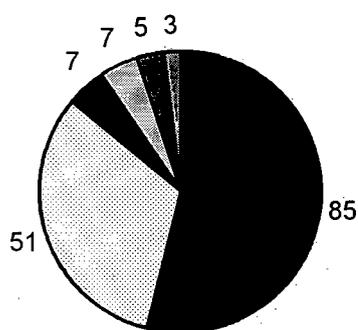
**Tabela 1: Dados Globais da Indústria de Shopping Centers**

Dado	1996	1997	1998	Jul/1999
Número de Shopping Centers	136	145	153	158
Área Bruta Locável (milhões/m <sup>2</sup> )	2.9	3.1	3.5	3.6
Área Total Construída (milhões/m <sup>2</sup> )	6.8	7.3	8.2	8.4
Área Total dos Terrenos (milhões/m <sup>2</sup> )	7.8	8.2	9.1	9.3
Shoppings em Construção	11	6	8	11
Vagas para carros (mil)	212	228	248	259
Lojas Satélite	21.957	23.800	26.150	26.900
Lojas Âncora	307	336	371	370
Cinemas	329	397	491	509
Tráfego de Pessoas (milhões/mês)	50	55	62	ND

Fonte: Abrasce

Os shoppings brasileiros classificam-se em seis categorias<sup>8</sup>: Regional, Comunitário, Vizinhança, Especializado, *Outlet Center* e *Festival Center*. A Figura 2 mostra graficamente estas categorias em números absolutos a partir de dados da ABRASCE.

**Gráfico 2: Shoppings Centers no Brasil**



Regional ■ Comunitário ■ Vizinhança ■ Especializado ■ Outlet Center ■ Festival Center

Fonte: Abrasce

Tipos de Shopping Centers:

a) Regional – é um shopping de mercadorias em geral. Até 1998 o Brasil contava com 85 estabelecimentos desta categoria. Tem área de 40 mil a 80 mil m<sup>2</sup> e abriga âncoras tradicionais, lojas de departamentos, de desconto ou hipermercados.

<sup>8</sup> Existem outras classificações sendo estas as mais comumente aceitas pela Abrasce com base na principal publicação internacional sobre o setor, a International Council of Shopping Center (ICSC).

- b) Comunitário – também são shoppings de mercadorias em geral porém, são menores do que os regionais. Seu tamanho varia de 10 mil a 35 mil m<sup>2</sup>. Suas âncoras são os supermercados e as lojas de departamentos ou de descontos. Esta categoria somava 51 unidades até 1998.
- c) Vizinhança – dentro do conceito de conveniência este tipo de shopping visa atender as necessidades do dia-a-dia. Os shoppings de vizinhança medem de 3 mil a 15 mil m<sup>2</sup>, tem um supermercado como âncora, mais algumas lojas de apoio e totalizam 7 unidades.
- d) Especializado ou Temático – como o próprio nome indica são especializados em uma atividade ou ramo como moda, decoração e material esportivo. Não possuem loja âncora. Tem de 8 mil a 25 mil m<sup>2</sup> e somam também 7 unidades.
- e) Outlet Center – constituem-se de lojas de fábricas e varejistas *off-price*. Seu tamanho varia de 5 mil a 40 mil m<sup>2</sup> e devido ao seu baixo custo de construção tem aluguéis menores. São cinco os *outlet centers* associados à Abrasce.
- f) Festival Center – são por definição voltados para o lazer. Agrupam atividades de diversões como cinemas, parques, restaurantes. Medem de 8 mil a 25 mil m<sup>2</sup> e são a menor categoria, somando apenas 3 unidades.

Os shoppings centers, embora considerados investimentos imobiliários, são, na verdade, empreendimentos do setor de serviços. Tão importante quanto a escolha do local, a viabilidade financeira, a racionalidade da construção e a obtenção do *funding* necessário, é a eficiência da administração do shopping que faz a diferença, isto é, a

qualidade de seu capital humano. Além da escolha do mix de inquilinos (*tenant-mix*), do planejamento publicitário, da segurança e manutenção, a administração deve ainda estar constantemente se atualizando pois o espaço SC é extremamente dinâmico e sensível às mudanças sociais. "A consolidação dos SC como centros de consumo e lazer, poderia ser encarada como uma resposta antecipada às principais reivindicações do urbanismo atual" (LEMOS, 1992, p. 104).

#### 1.1.2.2 Imóveis Industriais

Constituem-se de galpões, armazéns e plantas industriais destinados às atividades do setor de produção industrial. Este setor tem experimentado uma profunda transformação, em parte em função da redistribuição da população urbana das grandes metrópoles. Com o auxílio da Tabela 2, vê-se, no período observado de 1991/96, a retomada do dinamismo das regiões metropolitanas, que, diferentemente da década de 80, voltam a crescer em ritmo superior ao conjunto do país<sup>9</sup>. Tomando-se, a princípio, o desempenho populacional das cidades médias como representativo do conjunto de cidades médias brasileiras, percebe-se que, apesar de crescerem em ritmo mais acelerado que o das regiões metropolitanas, este diferencial cai em relação ao período de 1980/91<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> O crescimento das regiões metropolitanas nos censos e contagem demográficas continua sendo provocado pelo fenômeno da periferização das metrópoles nacionais.

<sup>10</sup> Durante a década de 80, o crescimento das cidades médias de 1970 (51%) foi superior em 132% ao das regiões metropolitanas (22%), mas neste último quinquênio a mesma diferença cai a 27%.

**Tabela 2**

Crescimento Urbano Comparado - 1980/96

Grupos	População Total (1.000 hab.)			Crescimento %	
	1980	1991	1996	1980/91	1991/96
Brasil	117,960	146,826	157,080	24.5	7.0
Regiões Metropolitanas	34,992	42,670	46,016	21.9	7.8
Cidades Médias de 1970 Metropolitanas	4,137	5,777	6,371	39.6	10.3
Cidades Médias de 1970 Não-Metropolitanas	13,058	20,195	22,178	54.7	9.8
Cidades Médias de 1970	17,196	25,973	28,549	51.0	9.9

Fonte dos dados originais: IBGE - Censos Demográficos: 1991 e Contagem da População de 1996.

No passado as indústrias localizavam-se junto a áreas afastadas do centro urbano, hoje muito valorizadas. A consequência disto é o reaproveitamento desses espaços para outros usos como *shoppings*, supermercados, *outlets* e novas incorporações.

Os imóveis, originalmente, destinados a um uso específico industrial eram desgastados nas operações de fabricação e acabavam em mau estado de conservação. Os avanços em tecnologia, logística e processos passaram a exigir novos imóveis para a indústria que não podem simplesmente ser supridos pela reforma dos antigos. Novas técnicas de fabricação, como o *JIT*<sup>11</sup>, exigem ambientes mais limpos, novos modais de transporte, integrando estes com armazenagem e substituindo o estoque pela informação.

Serviços que tradicionalmente eram fornecidos dentro da própria organização hoje são terceirizados. A tendência é o surgimento de um número maior de parceiros logísticos. Isto implica em não mais serem

<sup>11</sup> *Just-in-time*

necessários grandes espaços para armazenagem no ambiente da fábrica como, também, na modificação do desenho do ambiente fabril, pressionando a demanda por novas construções. O setor tem se caracterizado pelo desenvolvimento de loteamentos industriais e tem atraído novos investidores através do sistema *build-to-suit*<sup>12</sup>.

### 1.1.2.3 Imóveis para Hotéis e Similares

A indústria de hotelaria e turismo cresceu e diversificou-se criando novos produtos como *flats* ou apart-hotéis. Vários são os motivos para explicar o crescimento desta atividade no país, entre elas a deficiência do parque hoteleiro nacional e as barreiras na legislação para a locação de curta permanência. Cerca de 60% dos apartamentos de *flats* são destinados para estada temporária. O mesmo não acontece na Europa ou nos Estados Unidos, onde a oferta hoteleira é bem desenvolvida e onde os *flats* atendem prioritariamente longas permanências.

A atividade é relativamente recente e não há, ainda, uma legislação própria que a regule. O *flat* é uma mistura de imóvel com administração hoteleira. Permite grande flexibilidade de negócio para o proprietário ao incorporar simultaneamente a locação de uma unidade imobiliária e a prestação de serviço hoteleiro.

---

<sup>12</sup> O imóvel é construído sob encomenda e conforme as necessidades da futura empresa locatária.

Até 1998 existiam cerca de 150 flats prontos e outros 60 em construção (SECOVI, 1999)<sup>13</sup>. Em alguns casos convivem compradores para uso e investidores para renda, num mesmo empreendimento, porém, a característica básica é de que este tipo de imóvel é preferencialmente para renda.

O funcionamento da atividade inicia-se com a contratação da administradora hoteleira que fica encarregada da gestão do negócio. Os resultados líquidos da locação das unidades são rateados entre os proprietários independentemente de quais unidades foram habitadas no período.

A legislação sobre a locação de imóveis urbanos<sup>14</sup> não abrange todas as formas de locação ao excluir em seu parágrafo único do artigo primeiro os "apart-hotéis, hotéis-residência ou equiparados, assim considerados aqueles que prestam serviços regulares a seus usuários e como tais sejam autorizados a funcionar".

Embora não tendo legislação específica, os flats regulam-se pelas disposições pertinentes do Código Civil. Esta exclusão da legislação locatícia, na verdade, acaba por constituir-se num privilégio ao permitir livre fixação de valores pelo uso, cobrança antecipada dos aluguéis e reintegração imediata da posse. As administradoras especializadas garantem que os rendimentos situam-se na faixa de 1,0 a 1,5% a.m. e que existe grande demanda.

---

<sup>13</sup> SECOVI - 19º. Painel de Mercado – Comercialização & Marketing de Imóveis de Terceiros e Encontro de Profissionais, em 15 de abril de 1999.

#### 1.1.2.4 Imóveis para Escritórios

A importância do mercado de escritórios tem sido percebida pelo seu rápido crescimento acompanhando a mudança do perfil de empregos da cidade de São Paulo, ao deixar de ser um polo industrial para transformar-se em um polo de serviços. ANDRADE e SERRA (1998, p. 3) concluem que a população urbana brasileira passa por um processo de "reversão de sua polarização"<sup>15</sup>, dentre outros fatores elencados, em razão das recentes mudanças nos padrões locacionais da indústria. Pode-se esperar uma provável continuidade dessa desconcentração urbana se considerarmos o esforço que vários estados e municípios tem feito para atrair novos investimentos industriais deflagrando uma verdadeira competição, que vai desde a oferta de incentivos fiscais até a dação da área para a futura localização da empresa candidata.

Ainda, contribuem para o crescimento deste setor os avanços da ciência nos campos da informática e das telecomunicações e, a diminuição do papel do Estado ao deixar para a iniciativa privada muitas atividades até então exclusivas, ou de participação marcante, do governo, tais como, serviços de saúde, previdência, seguros, sistema viário, telefonia, luz e água, dentre outros. Com isto mais empresas de serviços contribuem para aumentar a demanda por novos e modernos prédios comerciais.

---

<sup>14</sup> Lei 8.245/91, de 18 de outubro de 1991.

<sup>15</sup> Movimento demográfico dos grandes centros urbanos em direção às zonas periféricas e cidades médias.

É também visível o número de empresas estrangeiras que se instalam na cidade em virtude do aumento de investimentos diretos atraídos por novas oportunidades do mercado brasileiro.

Por sua vez o perfil dos empregos de um modo geral tem mudado fazendo diminuir a oferta de vagas nos setores industrial e comercial para aumentar no setor de serviços, com destaque para os segmentos de serviços pessoais, saúde, educação e administração pública, conforme se visualiza na Tabela 3, que compara a evolução do emprego formal no Brasil, no período de 1989 a 1996. Em outras palavras tem aumentado a oferta de trabalho urbano fazendo crescer a procura por empregados administrativos.

**Tabela 3**  
**Evolução do Emprego Formal no Brasil**

Anos	Total	Ind.Trasf.	Contr.Civi	Comércio	Financeiro	Apoio	Transp.	Pessoais	Saúde	Educ.	Ad. Públ.
1989	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1990	99,7	97,8	97,0	101,8	96,9	98,9	100,6	102,2	102,2	106,3	100,2
1991	96,1	91,3	91,0	97,6	89,1	95,3	98,4	102,7	104,2	110,4	100,4
1992	93,5	86,5	90,3	93,1	85,0	93,4	97,0	102,1	105,2	110,9	101,1
1993	93,1	85,8	86,3	93,9	83,1	92,1	96,4	103,4	108,3	112,3	100,6
1994	93,7	85,8	85,2	95,5	80,8	92,7	95,3	106,4	111,0	115,3	100,5
1995	93,9	85,8	85,8	96,8	74,7	92,0	95,7	109,3	113,0	118,8	100,4
1996	93,8	84,9	84,9	97,0	68,9	91,7	94,8	111,2	115,1	125,7	101,1

Fonte: Mattoso e Baltar (1997) / Pastore (1998)

Como consequência a demanda por espaço de escritórios tem crescido movimentando os agentes do mercado: construtores, investidores e demais atores do setor.

Estas mudanças criaram na área urbana da cidade novas zonas e novos polos comerciais, como as regiões da Berrini, Itaim, Vila Olímpia, Nova Faria Lima, Verbo Divino, entre outras, conforme mostra a Tabela 4, fazendo com que a atividade imobiliária como um todo tenha se beneficiado desta expansão. Novos investidores entram neste mercado, não sem outra razão, atraídos pelas promissoras altas taxas de retorno

**Tabela 4**  
**Ocupação sobre Estoque Total - Geral (em %)**

Região	Setores da Economia						Vago
	Financeiro	Industrial	Comercial	Serviços	Governo	Outros	
Centro	15,22	4,99	4,73	43,00	9,63	6,53	15,90
Paulista	23,26	11,37	4,37	33,32	13,17	4,46	10,05
Jardins	2,40	18,66	5,48	51,93	3,58	5,85	12,10
Faria Lima	14,37	15,46	7,97	42,22	0,64	6,98	12,36
Itaim	4,74	18,49	4,72	49,72	3,69	3,78	14,86
Vila Olímpia	5,66	18,97	6,56	39,95	0,00	5,76	23,10
Berrini	7,34	27,33	5,61	38,48	0,00	5,60	15,64
Verbo Divin	17,66	29,43	5,65	26,12	12,85	2,53	5,76
Marginal	11,55	45,66	3,67	24,10	0,00	1,91	13,11

Fonte: Bolsa de Imóveis do Estado de São Paulo - 2º. Trim/1998.

O mercado de escritórios de alto padrão tem grande potencial de atração de investimentos. O interesse decorre principalmente pela queda da inflação permitindo uma maior previsibilidade de ganhos estáveis gerados pelos investimentos imobiliários. Também chegaram muitas empresas estrangeiras dos setores de informática, telecomunicações e financeiro que requerem novas sedes dotadas dos mais modernos recursos de infraestrutura predial motivando a construção de modernos edifícios. Este crescimento além de novos investidores e locatários também despertou a concorrência

internacional. Recentemente várias empresas estrangeiras de *real estate*<sup>16</sup> instalaram-se na cidade estimuladas pelo setor de escritórios.

Embora os edifícios de alto padrão com grandes espaços por andar sejam o grande filão, o mercado também se compõe de outros segmentos que atendem a demanda das médias e pequenas empresas de serviços e dos profissionais liberais.

Os fundos de pensão figuram entre os maiores investidores deste setor. Os escritórios concorrem com os shopping centers nesta preferência dos fundos de pensão. Entretanto, há uma restrição imposta aos fundos sobre o quanto investir na área de imóveis. As aplicações são controladas pelo Conselho Monetário Nacional – CMN, que obedecendo estratégias do governo federal impôs uma tabela regressiva de limites de aplicação, conforme pode ser vista na Tabela 5.

### **Tabela 5**

CMN - Limites de aplicação em Imóveis pelos Fundos de Pensão sobre o total da Carteira de Investimentos

<b>Período até</b>	<b>Percentual</b>
<b>31/12/1997</b>	<b>20%</b>
<b>31/12/1998</b>	<b>19%</b>
<b>31/12/1999</b>	<b>18%</b>
<b>31/12/2000</b>	<b>17%</b>
<b>31/12/2001</b>	<b>16%</b>
<b>31/12/2002</b>	<b>15%</b>

<sup>16</sup> *Real Estate*: aqui traduzido como bens imóveis. Empresas: Tishiman Speyer, CB Richard Ellis, Colliers

Apesar desses limites impostos por lei, na prática a decisão de investimento em imóveis dependerá muito do comportamento da economia, de forma que, em 1994, a participação foi de 14,4%, em 1995 foi de 14,9%, em 1996 foi de 12,9%, em 1997 foi de 10,4% e em 1998 foi de 10,7%. Como se vê embora os limites estabelecidos em lei permitissem inversões maiores as aplicações em imóveis obedeceram outros critérios que não os estritamente legais.

### **1.1.3 Outros Imóveis**

O mercado se completa com outros imóveis não incluídos nas categorias anteriores. Contudo, uma classificação pormenorizada poderá ficar extensa se alargarmos demais a lista de características ou se formos minuciosos em considerar sub-segmentos. Entretanto, ainda merecem destaque os imóveis rurais caracterizados pelos segmentos de loteamentos, sítios, chácaras e fazendas e os imóveis de lazer. Estes últimos, através dos parques temáticos<sup>17</sup> vem se constituindo em mais uma alternativa de investimento dos fundos de pensão.

---

International, Jones Lang LaSalle, Chesterton Blumenauer Binswanger, Cushman&Wakefield, dentre outras.

<sup>17</sup> Wet'n Wild Bahia, em Salvador (BA), Wet'n Wild Rio de Janeiro, na cidade do Rio de Janeiro (RJ), Wet'n Wild São Paulo, em Itupeva (SP) e Great Adventure, em Itupeva (SP), são alguns exemplos.

## Capítulo II

### 2. O comportamento histórico do setor imobiliário

#### 2.1 A importância do setor público

Uma característica clássica do setor imobiliário é sofrer intervenções do setor público. No Brasil, como em qualquer outro lugar, o motivo desta intervenção está na razão de ser a atividade imobiliária, responsável por atender uma necessidade vital básica do indivíduo<sup>18</sup> e de sua família, fundamental e antiga, que é a sua moradia. Fundamental porque envolve questões de sobrevivência e abrigo. Antiga porque, em termos de registro de fatos, já em 1520, na Alemanha, a Vila Fugger fora empreendida pela "intervenção direta municipal na construção das habitações populares" (MAIA, 1947, p. 21).

O poder público age tanto no sentido de legislar sobre diretrizes do ambiente e uso do solo, quanto sobre questões de financiamento, algumas vezes completando ações da iniciativa privada, outras vezes a substituindo. As considerações quanto aos aspectos urbanísticos, econômicos, sociais e políticos datam do início do século passado. A Alemanha, pelo decreto prussiano de 1801 atribuiu ao município o dever de prover habitação em geral<sup>19</sup>. A Inglaterra, com algum atraso, aprovou sua primeira lei de *housing*, o *Shaftesbury Act* em 1851,

---

<sup>18</sup> A Constituição Federal de 1988 se pronuncia a respeito da moradia enquanto domicílio inviolável, necessidades vitais básicas, diretrizes urbanas inclusive habitação, melhoria de moradias e saneamento básico, habitação para o trabalhador rural e, garantia de casa própria aos ex-combatentes, respectivamente, nos arts. 5º, inciso XI; artº 7, inciso IV; artº 21, inciso XX, artº 23, inciso IX; artº 187, inciso VIII. e artº 53, inciso VI ( dos Atos das Disposições Constitucionais Transitórias).

permitindo a "toda cidade com mais de 10.000 habitantes construir e alugar casas"<sup>20</sup>.

E assim, exemplos semelhantes sucederam-se com a Bélgica em 1889, a França em 1894<sup>21</sup>, a Holanda em 1901, a Áustria em 1907, a Argentina em 1910<sup>22</sup>, o Chile em 1936<sup>23</sup> e o Uruguai em 1937<sup>24</sup>. Os demais países latinos estudados por MAIA: Peru, Equador, Colômbia e México eram desprovidos de organizações e tinham realizações modestas.

Mas foi nos Estados Unidos da América (EUA), observa MAIA, que não obstante o atraso inicial, se projetam os maiores programas. Em 1938 pela aprovação da *Wagner-Steagall Housing Act*, surge a *U.S. Housing Authority*. O programa visava reabrigar 10 milhões de famílias pelo custo de 40 bilhões de dólares.

O problema enfrentado pelos EUA era o crescimento da população combinado com a obsolescência dos imóveis, "atirando aos *slums*"<sup>25</sup> mais de 10 milhões de famílias a cada 20 anos. A lógica argumentada era de que esse contingente de famílias imporia uma despesa de 40

---

<sup>19</sup> Maia, Francisco P. *Op. cit.*, p. 21

<sup>20</sup> Maia, Francisco P. *Op. cit.*, *idem*.

<sup>21</sup> Em 1912 fundaram-se os *Offices Publiques d'Habitations à Bon Marché*.

<sup>22</sup> Comissão Nacional de Casas Baratas.

<sup>23</sup> Caixa de Habitação Popular. Em 1943 foi aprovada a Lei Eng°. Alcaino considerada à época o mais vultoso e bem organizado programa da América Latina.

<sup>24</sup> Instituto de Vivendas Econômicas.

<sup>25</sup> TA: cortiços.

bilhões de dólares<sup>26</sup> no mesmo período, ou seja, 2 bilhões de dólares anualmente e, portanto, o programa se justificava.

De maneira geral as realizações se mantiveram abaixo das necessidades reais porém, o objetivo é demonstrar que estas questões imobiliárias habitacionais são permanentes e universais.

No Brasil, após o término da Segunda Guerra Mundial a falta de habitações agravou a crise habitacional. A literatura sobre o tema encontra consenso entre vários autores quanto ao início da crise, como na citação a seguir.

*"A esse tempo, aliás, a casa própria era privilégio das classes mais abastadas, enquanto a classe média era obrigada a disputar o aluguel - congelado por leis sociais de proteção dos inquilinos - das poucas unidades disponíveis e a classe pobre era forçada a deslocar-se para as favelas, os mocambos, as palafitas e outras aglomerações subhumanas, juntando-se aos miseráveis e, assim, ampliando e aprofundando esses verdadeiros enclaves sociais, em que tudo falta aos indivíduos, inclusive a lei."* (QUEIROZ, 1993, p. 176-177).

Em 01 de maio de 1946, pelo Decreto-Lei nº 9.218, foi criada a Fundação da Casa Popular. O programa previa, numa primeira fase, a construção de 50 mil casas populares, das quais 15 mil destinavam-se a São Paulo. O projeto não logrou êxito. Nessa época a falta de habitações

---

<sup>26</sup> Esta quantia representava um terço do orçamento americano.

na cidade de São Paulo era estimada em 25 a 30 mil unidades<sup>27</sup>. Hoje a região metropolitana de São Paulo tem um déficit habitacional calculado em 288.000 moradias.

Outras iniciativas existiram através dos Institutos de Aposentadorias e Pensões (IAP's) e das Caixas Econômicas. Porém as dificuldades com financiamento e a falta de experiência em tratar com o fenômeno da inflação enfraqueceu esses programas. Nova tentativa só viria a acontecer em 1964 com o Plano Nacional de Habitação que criava o Sistema Financeiro Habitacional e instituía a correção monetária como proteção aos valores contratuais.

---

<sup>27</sup> Maia, Francisco P. *Op. cit.*, p. 25.

## 2.2 O papel do BNH no SFH

O Sistema Financeiro da Habitação – SFH, foi criado pela Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964. Sua estrutura operacional era composta pelo Banco Nacional da Habitação – BNH, como órgão central, por entidades privadas de crédito imobiliário<sup>28</sup> e entidades públicas federais, estaduais e municipais.

Suas fontes de financiamento eram inicialmente o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo – SBPE e o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – FGTS. O SBPE, formado pelas Sociedades de Crédito Imobiliário – SCI e Associações de Poupança e Empréstimo – APE, captava recursos via depósitos de poupança e letras imobiliárias<sup>29</sup>. O FGTS captava recursos mediante contribuições das empresas.

É importante lembrar que em 1964 o déficit habitacional brasileiro era estimado em oito milhões de residências, “levando-se em consideração, diante das precárias estatísticas disponíveis, tanto o aspecto quantitativo como qualitativo das habitações existentes” (LEITE E ROSSETTI, 1981, p. 58). Também é importante lembrar que as distorções causadas pela prática dos juros negativos<sup>30</sup>, em regime inflacionário crônico, inibiram a oferta de fundos para financiamentos a longo prazo.

---

<sup>28</sup> Inclusive associações, fundações e cooperativas já existentes.

<sup>29</sup> Já extintas, poderiam ser nominativas ou ao portador.

<sup>30</sup> Uma grande distorção era causada pela Lei da Usura, criada pelo Decreto nº. 22.626, de 07 de abril de 1933, que limitava os juros nominais a 12% ao ano.

De fato não havia incentivo para poupar. O principal instrumento para a execução do plano habitacional do SFH era, portanto, o instituto da correção monetária. Segundo CHACEL et alii (1976, p. 124) o princípio da correção monetária nos empréstimos concedidos pelo sistema, tinha em vista os seguintes objetivos:

- i) "evitar que, com a inflação, os mutuários amortizassem seus financiamentos em moeda desvalorizada, beneficiando-se de taxas reais de juros negativos;
- ii) atrair poupanças privadas para financiamentos hipotecários;
- iii) manter a capacidade de refinanciamento do sistema, preservando o poder aquisitivo das amortizações e juros por ele recebidos."

O BNH como órgão responsável pela implementação do SFH tinha dentre outras atribuições orientar, disciplinar e fiscalizar as aplicações dos recursos das cadernetas de poupança e gerir o funcionamento do FGTS. Além disso, também competia-lhe garantir o funcionamento operacional estabelecendo limites e riscos, colocação de letras imobiliárias, refinanciando operações dos agentes, enfim, competia-lhe dar liquidez ao sistema.

Ao BNH era vedado operar diretamente com financiamento. Seu papel era de órgão orientador e fiscalizador do sistema cujo funcionamento era o seguinte:

- i) SBPE: os recursos originados nesta fonte eram captados pelas SCIs e APes, aqui *agentes financeiros* do SFH e aplicados em investimentos imobiliários, aqui *unidades habitacionais*, propostos pelos empreendedores, aqui *agentes promotores* que vendiam suas unidades aos usuários finais, agora *mutuários*, que ao contratarem o financiamento junto aos *agentes financeiros* contribuíam para a redução da dívida original do *agente promotor*.
- ii) FGTS: Os recursos tinham origem nos depósitos feitos pelas empresas em favor dos empregados<sup>31</sup> das mesmas junto ao BNH<sup>32</sup> que, por sua vez, concedia financiamento aos *agentes operadores*, geralmente Companhias de Habitação - COHABs. Estas desenvolviam projetos, contratavam a construção e repassavam as unidades habitacionais às pessoas dos estratos da população de mais baixa renda. Os recursos eram assim aplicados em conjuntos habitacionais populares que, muitas vezes contemplavam um espectro mais amplo de melhoramentos urbanos, tais como: redes de esgotos, abastecimento de água e equipamentos comunitários.

---

<sup>31</sup> Valor corresponde a 8% do salário de cada trabalhador cujo depósito é individualizado numa conta junto à CEF rendendo correção monetária mais juros de 3% ao ano. O titular da conta pode sacar seus depósitos, acrescidos de uma multa, hoje de 40%, quando é demitido sem justa causa e em situações específicas reguladas pelas normas do FGTS/CEF.

<sup>32</sup> Na então rede bancária autorizada.

Esta ampliação do âmbito da ação do BNH baseava-se, em parte, não só no excesso de fundos para empréstimos estritamente para construção de habitações, mas também na percepção das inter-relações entre as diversas dimensões do ambiente urbano (REYNOLDS e CARPENTER, 1977, p. 44).

Note-se que no primeiro caso (i) os recursos provêm de poupanças voluntárias e o empreendedor figura como um intermediário no processo, uma vez que após a venda do imóvel a sua dívida é quitada mediante repasse ao mutuário. Este tipo de mutuário geralmente situa-se na classe média. Já, no segundo caso (ii), a poupança é compulsória. Embora os recursos pertençam aos trabalhadores, os depósitos são obrigatoriamente feitos pelos empregadores. O mutuário, que geralmente situa-se nas classe mais baixas, paga seu financiamento diretamente às COHABs que mantém o ônus junto ao BNH.

O SFH foi concebido para gerar recursos permanentes e em larga escala. Seu equilíbrio apoiava-se em: fluxos constantes de poupança, depósitos do FGTS e recebimento dos financiamentos concedidos, ou seja, estabilidade de arrecadação e baixo grau de inadimplência dos mutuários.

Tudo ia bem com baixa inflação até que ocorreram as *crises do petróleo* e a *crise financeira internacional* obrigando medidas fortes de reajustamento interno da economia. O que se assistiu a seguir é que o sucesso de um plano não depende apenas de um bom projeto. Depende

sim das condições macroeconômicas. Esta é a lição aprendida. De fato, enquanto a inflação não passou de 45% ao ano o SFH funcionou de maneira satisfatória. "O desequilíbrio só veio a acontecer com a inflação de três dígitos". (SIMONSEN, 1995, p. 29).

Iniciou-se um período de muitas intervenções econômicas como limites a reajustes de aluguéis, salários e reajustes das prestações dos mutuários do SFH, iniciando-se com o Governo Figueiredo, continuando com o Governo Sarney. O período de 1983 a 1985 foi caracterizado inflação e por mudanças na política salarial que causaram descasamento entre as prestações e a renda dos mutuários. A tabela 6 mostra a brutal queda no volume de financiamentos habitacionais.

T a b e l a 6

S F H - F I N A N C I A M E N T O S H A B I T A C I O N A I S (N o . d e U n i d a d e s)			
P E R Í O D O	B N H	S B P E	S F H
1974	35.937	60.268	96.205
1975	77.417	64.512	141.929
1976	164.353	109.41	273.763
1977	209.709	58.004	267.713
1978	279.16	58.133	337.649
1979	274.238	108.985	383.223
1980	366.808	260.534	627.342
1981	198.514	266.884	465.398
1982	282.384	258.745	541.129
1983	32.685	44.562	77.247
1984	43.551	42.807	86.358
1985	25.005	334.652	59.657

F o n t e : A B E C I P , C E F e B A C E N

Essas medidas, muitas populistas, acabaram por comprometer a solidez do Fundo de Compensação de Variações Salariais - FCVS,

culminando com a quebra do sistema. Para entender a importância e a vulnerabilidade do FCVS segue um breve currículo.

O FCVS foi criado pela Resolução nº. 25, de 16 de junho de 1967, do Conselho de Administração do BNH. Sua finalidade era garantir o limite de prazo para amortização da dívida aos adquirentes de habitações financiadas pelo SFH.

Ocorre que a pretexto da "necessidade de se evitar o agravamento do problema do desemprego", da "adoção de um programa de saneamento econômico" e "de se distribuir com justiça os ônus decorrentes do processo de ajustamento", o Presidente João Figueiredo expediu o Decreto-lei nº. 2.045, de 13 de julho de 1983, para adotar medidas de política salarial, contenção do reajuste dos aluguéis nas locações residenciais e a limitação, a 80% do Índice Nacional de Preços ao Consumidor – INPC, do percentual de reajustamento das prestações mensais devidas, pelos mutuários do SFH, no período de 1º. de julho de 1983 a 30 de junho de 1985, à opção destes. (QUEIRÓZ, 1993, p. 188)

Embora os saldos devedores causados por esta limitação de reajuste pudesse ser resgatada pelos mutuários após o fim do prazo contratual, a crise econômica e social continuava a se agravar elevando o número de mutuários inadimplentes. Isto foi motivo para mais uma vez, pelo Decreto-lei nº. 2.164, de 19 de setembro de 1984, ser instituído um incentivo financeiro aos adquirentes que sob determinadas condições variava de 5% a 20% do valor das prestações.

Voltemos um pouco na gênese do erro. Conforme assinala SIMONSEN (1995, p. 29), "o que acabou matando o sistema foi a tentativa governamental de regulamentar aquilo que deveria ser resolvido por livre negociação entre as partes: o descompasso entre a correção monetária dos saldos devedores e prestações e os reajustes nominais das rendas familiares". Exemplificando, quando, já no final de 1979, a periodicidade dos reajustes salariais foi reduzida de um ano para seis meses, os reajustes das prestações deveriam acompanhar a mesma semestralidade.

O Governo Sarney, através do Decreto-lei nº. 2.291, de 21 de novembro de 1986, extinguiu o BNH, nomeando sua sucessora a Caixa Econômica Federal – CEF, em todos os seus direitos e obrigações.<sup>33</sup> Desta forma a CEF herdou o FCVS estimado por BARBOSA (1993, p. 388) em US\$ 20 bilhões<sup>34</sup>. QUEIRÓZ (1993, p. 171) também cita a mesma cifra fornecida pela ABECIP.

A esta altura as prestações dos mutuários estavam tão defasadas, em face dos incentivos concedidos, que eram insuficientes para liquidar o saldo devedor do financiamento. Note-se que este saldo devedor deveria ser assumido, legalmente, pelo FCVS (Resolução nº. 25/67). Uma vez extinto o BNH as obrigações do FCVS deveriam passar à responsabilidade da União. Todavia, os abatimentos concedidos aos mutuários pelos agentes financeiros eram uma questão pendente e, foram dados por intervenção da União logo, esta lhes devia uma

---

<sup>33</sup> A CEF sendo sucessora do BNH assumiu seu ativo e passivo e, conseqüentemente, os créditos e as obrigações do FCVS.

compensação. Assim, o mesmo Decreto-lei nº. 2.291/86 que extinguiu o BNH, visando interromper o continuado crescimento do déficit do FCVS, concedeu mais um benefício aos mutuários do SFH: a liquidação integral do saldo devedor com abatimento.

O Conselho Monetário Nacional – CMN<sup>35</sup>, autorizou a CEF a fazer uma emissão especial de Letras Hipotecárias com o fim de, mediante dação em pagamento, liquidar suas dívidas com os agentes junto ao FCVS.

Os agentes financeiros foram prejudicados em razão de ser o valor nominal das letras hipotecárias inferior ao seu valor de mercado. É claro que sucederam-se ações judiciais e negociações e a conta final acaba sempre na mão do contribuinte. Porém, prejuízo maior foi a demolição de uma instituição que tinha propósitos de política habitacional definidos que poderia ter encontrado uma solução consensual e com isto ressurgir com um modelo habitacional amadurecido. Foi uma grande oportunidade perdida.

O que fica demonstrado nesta experiência é que as intervenções do governo no SFH em que pesem suas intenções de diminuir a inadimplência do setor ou aumentar a liquidez de curto prazo, contribuíram, em última análise, para aumentar o rombo no FCVS e para atirar o setor habitacional numa crise ainda maior.

---

<sup>34</sup> Fernando de Holanda Barbosa ressalva que nem o próprio governo dispõe de estimativa precisa.

<sup>35</sup> Resolução CMN nº. 1923, de 30 de abril de 1992.

## 2.3 O período pós BNH

Com a extinção do BNH, o SFH viveu um vazio de política habitacional. A CEF já era agente financeiro e assim continuou acumulando também as funções de gestora do FGTS. O Banco Central do Brasil – BC, também sucedeu o BNH, porém no que tange a ser o fiscalizador das atividades do sistema.

A aceleração inflacionária aliada a outros fatores conjunturais desestimularam as aplicações financeiras na principal fonte de captação de fundos do SFH, que é a caderneta de poupança, levando-a a flutuações e expressiva queda. O destino dos recursos assim arrecadados, se esgotavam rapidamente sem conseguir atender a demanda de financiamentos para a produção de novas construções e para a compra do adquirente final. Os bancos recuaram nas aplicações por conta da indefinição da dívida do FCVS (Fundo de Compensação de Variações Salariais) e da sazonalidade dos fluxos de depósitos de poupança.

Os mutuários passaram a discutir em juízo a validade do uso da Taxa Referencial - TR, como índice de preços argumentando que se tratava de taxa de juros<sup>36</sup>. A este respeito os advogados dos mutuários passaram a questionar, ainda, os juros moratórios, e o modelo de capitalização dos juros. Não há consenso sobre estas questões, estando

---

<sup>36</sup> Esta discussão ainda continua. A "TR", que reajusta os financiamentos é a mesma que remunera os depósitos da poupança. Diminuir a TR provocará queda na captação líquida da poupança. Para mais detalhes ver o artigo "Uma discussão sobre a TR", de Ilona Beer, na Revista do SFI, n.6 (ABECIP).

o Poder Judiciário dividido quantos a seus julgamentos. A queda dos financiamentos pode ser visualizada na tabela 7.

**Tabela 7**  
SFH – FINANCIAMENTOS HABITACIONAIS  
(Nº. de Unidades)

PERÍODO	BNH/CEF	SBPE	SFH
1990	165.617	74.993	240.610
1991	359.719	41.050	400.769
1992	43.801	64.887	108.688
1993	4.256	53.708	57.964
1994	ND	61.384	61.384
1995	ND	46.594	46.594
1996	ND	38.286	38.286

Fonte: ABECIP, CEF, BACEN

Note-se que no período 1990-1991 houve uma tentativa de arranque da inércia do sistema mas, de pouca intensidade. As ações que vieram a seguir foram por conta da Política Nacional de Habitação que procurava, entre outras coisas, atender a população de menor renda, com recursos do FGTS. De 1995 a 1998 a política urbana ficou a cargo da Secretaria de Política Urbana do Ministério do Planejamento e Orçamento - SEPURB.

SANTOS (1999, p. 22) classifica as ações dos programas da Política Nacional de Habitação da SEPURB em três grupos:

- i) financiamento para reurbanização de estados e municípios;
- ii) financiamento de longo prazo para a habitação destinada à população de renda mensal até doze salários-mínimos;

- iii) políticas voltadas à melhoria das questões institucionais e tecnológicas.

Estas intervenções governamentais no setor habitacional caracterizam a incapacidade do governo em resolver sozinho essas questões, estando, o SFH e seu respectivo modelo, esgotado em seus recursos, regressivo ao beneficiar as classes média e média alta em detrimento das classes menores e, por último, insuficiente porque durante 30 anos o SFH produziu apenas 5,6 milhões no total de 31,6 milhões de novas moradias produzidas no país, conclui SANTOS.

Há um estrato da população, com renda de até três salários-mínimos, que requer uma atenção não somente quanto ao financiamento para a aquisição de residências, como também para os melhoramentos das áreas degradadas que formam o entorno de suas moradias, pois os problemas são da mesma natureza. Para estes casos foram lançados os programas Pró-Moradia e o Habitar-Brasil, levados a efeito durante o período de 1995 a 1998, com financiamento aos municípios. Os resultados estão demonstrados na tabela 8.

### **Tabela 8**

Síntese da Execução dos Programas-1995/1998

<i>Resultados</i>	<i>Pró-Moradia</i>	<i>Habitar-Brasil</i>
Investimentos(R\$ milhões)	1.072	1.090
Famílias atendidas	285.000	437.524
Empregos gerados	102.235	103.314
Municípios atendidos	630	2.546
Obras realizadas	1.175	4.241

Fonte: SEPURB

A diferença entre os dois programas é que enquanto o Habitar-Brasil é financiado com recursos do Orçamento Geral da União – OGU, o Pró-Moradia é financiado com recursos do FGTS. As fontes fornecedoras de recursos para os programas é de fundamental importância, pois as verbas oriundas do OGU são destinadas a fundo perdido, enquanto os recursos do FGTS precisam ser pagos, pois são patrimônio do trabalhador. Na prática, os municípios que precisam de recursos preferem o programa Habitar-Brasil, pois há maior seleção e restrições no Pró-Moradia quanto à capacidade de solvência dos tomadores. A consequência óbvia é que sobram recursos do FGTS no Pró-Moradia. Por estas preferências percebe-se o grau de pobreza de muitos municípios brasileiros.

Por outro lado, se o Pró-Moradia não obteve maior sucesso, o programa da Carta de Crédito que também usa recursos do FGTS sai beneficiado. Este programa visa o financiamento de longo prazo para a construção ou melhoria de habitações para a população de até 12 salários mínimos.

A Carta de Crédito constituiu-se no principal programa da CEF, tendo financiado cerca de US\$ 5 bilhões no período de janeiro de 1995 a junho de 1998. O Habitar-Brasil e o Pró-Moradia juntos não chegam a metade do programa de Carta de Crédito. Esta beneficiou aproximadamente 265 mil famílias e gerou cerca de 145 mil empregos, segundo dados da SEPURB. O motivo do sucesso da Carta de Crédito é sua facilidade de aceitação.

Ainda, na área social, foi criado o Programa de Arrendamento Residencial – PAR<sup>37</sup>, com dotação inicial de R\$ 3 bilhões destinadas ao financiamento de 200 mil unidades habitacionais, no prazo de três anos, em todo o país. A população a ser atendida situa-se na faixa de renda de até seis salários mínimos. Pelas diretrizes do programa as habitações deverão ser compradas pela CEF no mercado imobiliário, num valor máximo de R\$ 20 mil a unidade e, revendidas, pelo sistema de arrendamento com opção de compra, ao final do contrato. Por este sistema fica facilitada a retomada do imóvel em caso de inadimplência superior a 60 dias.

Para a operacionalização deste novo programa a CEF foi autorizada a constituir um fundo financeiro, segregado contábil e financeiramente de seu patrimônio, de forma que os bens e direitos e seus respectivos frutos e rendimentos são mantidos sob a propriedade fiduciária da CEF, porém não se comunicam com o patrimônio desta.

Os recursos para a constituição deste novo fundo serão originados dos saldos disponíveis pela extinção dos seguintes fundos e programas: FAS<sup>38</sup>, FINSOCIAL<sup>39</sup>, PROTECH<sup>40</sup>, FDS<sup>41</sup>, porém, a maior parte (81,67%) equivalente a R\$ 2,45 bilhões será complementada com recursos do FGTS.

---

<sup>37</sup> Através da Medida Provisória n. 1.823, de 29 de abril de 1999.

<sup>38</sup> Fundo de Apoio ao Desenvolvimento Social – FAS (Decreto-Lei n. 6.168, de 9 de dezembro de 1974).

<sup>39</sup> Fundo de Investimento Social – FINSOCIAL. (Decreto-Lei n. 1.940, de 25 de maio de 1982).

<sup>40</sup> Programa de Difusão Tecnológica para Construção de Habitação de Baixo Custo – PROTECH (Decreto de 28 de julho de 1993).

<sup>41</sup> Fundo de Desenvolvimento Social – FDS. (Decreto n. 103, de 22 de abril de 1991).

Recentemente ocorreram, ainda, a flexibilização das normas do SFH<sup>42</sup> tornando os financiamentos mais acessíveis e com menos exigências e, ainda, a criação do Sistema Financeiro Imobiliário - SFI com um desenho completamente diferente das estruturas de *funding* até então utilizadas, pois capta recursos oriundos de poupança livre, doméstica ou do exterior, através da securitização de recebíveis. Por sua originalidade é melhor detalhado no capítulo IV.

---

<sup>42</sup> SFH *Light* criado no final de 1997. Permite ao mutuário escolher o seguro habitacional, ter outro imóvel no município, permite financiar imóveis comerciais. Não permite opção pelo PES, nem uso do FGTS. O comprometimento da renda é menor. O limite de financiamento continua em R\$ 90 mil para um imóvel de até R\$ 180 mil.

## 2.4 O déficit habitacional

Há uma grande discussão quanto às metodologias utilizadas nas estimativas do déficit habitacional brasileiro. Os números variam de cinco a 13 milhões de residências. GONÇALVES (1998, p.3) usando metodologia que denominou *core déficit* estimou o déficit habitacional para o ano de 1996 em 5,4 milhões de unidades, equivalentes a 13,6% do estoque de domicílios existentes naquele ano. A mensuração, conforme Tabela 9, baseou-se em três elementos básicos:

- i) A coabitação de mais de uma família por domicílio. Existe uma média de 0,92 domicílios por família. Segundo o autor, a relação mínima para zerar o déficit habitacional seria de um domicílio por família, sustentando que essa relação é mais elevada em países como a Argentina e EUA.
- ii) A rusticidade, aqui considerada como sendo a moradia que utiliza materiais improvisados ou não duráveis. Como o próprio autor reconhece seu conceito é conservador pois, não inclui favelas de alvenaria.
- iii) O adensamento, definido como sendo aqueles domicílios com cômodos cedidos ou sublocados.

É fundamental entender-se estes três critérios: coabitação, rusticidade e adensamento na estimação do déficit habitacional, principalmente ao se tratar da demografia urbana e suas condições de habitabilidade. Para tanto, segue uma breve descrição dos principais estudos sobre essa questão e suas divergências conceituais. A

conceituação de moradias inadequadas constitui uma questão social toda especial e é comentada no item 2.5 sob o título Moradias Inadequadas.

### Tabela 9

Brasil: Composição do Déficit Habitacional - 1995 e 1996

	Anos				Taxas de Crescimento	
	1995	%	1996	%	Valores Absolutos	Valores Relativos
Tota de Domicílios	39,021,990	100	39,795,728	100	2.0	0.0
Coabitação	2,975,383	7.6	3,322,087	8.3	11.6	9.2
Domicílios com Paredes						
Não-Duráveis (Rústicos)	1,837,801	4.7	1,849,023	4.6	0.6	-2.1
Cômodos Alugados ou Cedidos (Não-Rústicos)	221,136	0.6	187,864	0.5	-15.0	-16.7
Domicílios Improvisados	49,000	0.1	49,960	0.1	2.0	0.0
Déficit	5,083,320	13.0	5,408,934	13.6	6.4	4.6

Fonte: PNADs 1995 e 1996 (IBGE, 1996 e 1997)/GONÇALVES (1998).

PRADO e PELIN (1993, p. 16) apuraram 12,7 milhões de unidades levando em conta os critérios de déficit por moradia conjunta (MC), déficit por moradia precária (MP) e déficit por moradia deficiente (MD). Concluíram, por essa metodologia, que 1/3 das famílias brasileiras, nesse estudo estimadas em 38,9 milhões de pessoas, não vivem em residências adequadas.

Outro estudo, da FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO (1995), estimou o déficit habitacional em 5,6 milhões de moradias. A divergência entre esses estudos está no método de apuração do déficit, mais

especificamente no conceito de "moradias adequadas"<sup>43</sup>, utilizado por Prado e Pelin e não utilizado nos estudos de Gonçalves e da Fundação João Pinheiro.

No trabalho de PRADO e PELIN (1993, p. 22), com efeito, fica expresso que o déficit habitacional brasileiro em sua maioria, ou seja, em 56,9%, é constituído por moradias deficientes, assim consideradas aquelas não servidas por redes de água e esgoto. Conforme concluem estes autores, *"mais da metade do déficit total não vem a ser um problema de oferta de moradias... trata-se, na verdade, de um problema de investimentos em saneamento básico e como tal deve ser tratado"*. Uma outra constatação vem da observação de que cerca de metade do déficit concentra-se na área rural cuja política de ação envolve questões de políticas agrárias, hoje fortemente ligadas a conflitos de propriedade da terra, portanto, não é o escopo do presente. E, por último, que o déficit habitacional alvo no Brasil para a área urbana fica reduzido a 26,4% do déficit total, conforme Tabela 10.

---

<sup>43</sup> Em PRADO e PELIN (1993, p. 14): "moradias adequadas são habitações nas quais reside uma única família, que sejam servidas por redes de água e esgoto, e que não sejam nem habitações improvisadas nem habitações precárias, independentemente de serem alugadas, próprias ou cedidas gratuitamente".

## Tabela 10

Déficit Habitacional Alvo no Brasil  
Por Classe de Renda e Tipo de Déficit  
ÁREA URBANA TOTAL - Em milhares

Classes /Renda Em Pisos Salariais	Nó. de Famílias	Déficits em Milhares de Moradias		
		MC	MP	Total
Até 1	2.747	192	330	522
De 1 a 2	4.651	312	406	718
De 2 a 5	9.841	638	710	1348
De 5 a 10	6.449	403	0	403
DE 10 20	3.739	233	0	233
Acima de 20	2.299	143	0	143
Totais	29.726	1921	1446	3367

Fonte: Prado e Pelin (1993)

Obs.: 1 piso salarial = US\$ 52

MC = moradia conjunta

MP = moradia precária

Pela análise da tabela percebe-se que já nesse estudo, mais de três quartos do déficit alvo concentrava-se nas famílias cujos rendimentos eram inferiores a cinco pisos salariais, portanto inferiores a US\$ 260, hoje, aproximadamente, inferiores a quatro salários mínimos.

Para resumir, correndo o risco da simplificação do assunto, mais da metade do que se costumou chamar de déficit habitacional, i. é., 56,9% do total, trata-se de moradias inadequadas. Estas não podem ser atendidas por oferta de novas moradias, por serem consideradas mais um problema de saneamento básico. A questão rural, por outro lado, é um problema de uma dimensão política fora do alcance dos propósitos da habitação das cidades. Resta, portanto, o déficit urbano tal qual mencionado na tabela 10.

Para os estudos relativos às áreas urbanas, GONÇALVES (1998, p. 29) apresenta para o Estado de São Paulo, um déficit habitacional para

o ano de 1996, de 712 mil unidades, das quais 288 mil situavam-se na região da Grande São Paulo. Esses números representavam 7,6 % do estoque de domicílios existentes em todo o Estado, sendo 6,4% o valor relativo aos domicílios na Grande São Paulo. Isto posto, tomando-se por base as informações demográficas e socioeconômicas da Síntese de Indicadores Sociais de 1998, do IBGE, podemos estimar o atual déficit habitacional para o Estado de São Paulo e região metropolitana de São Paulo, conforme Tabela 11.

**Tabela 11**

Déficit Habitacional

Região	Domicílios	%	Déficit
Estado de São Paulo	9,470,564	7.60%	719,763
RM de São Paulo	4,518,058	6.40%	289,156

Fonte dos dados: IBGE (1998).

Alguns autores chegam a apontar o "efeito perverso" e a "impossibilidade de se utilizar estes dados de forma operacional" (VASCONCELOS e CÂNDIDO, 1996, p. 32) e com segurança para ações governamentais. Acho útil a multiplicidade de metodologias para podermos estudar o real estado do estoque de moradias e definir com mais profundidade as ações de política habitacional e, por extensão da dimensão de ambiente urbano, ações para o desenvolvimento urbano propriamente dito, tais como saneamento básico, água encanada, iluminação pública e sistema viário. Não podemos desagregar o problema habitacional da urbanização de áreas, pois ambos afetam o mesmo tecido social.

Uma das características do déficit habitacional na RM de São Paulo, considerando-se a metodologia conservadora empregada, é a rusticidade, de 21% nesta região, que se mantém muito alta em relação à média nacional de 4,6% (GONÇALVES, 1998) o que leva o autor a concluir que a lenta queda do índice está associada ao consumo de materiais para a auto construção que deverá se manter com forte demanda.

Este fenômeno é preocupante na medida em que contribui para o aumento das moradias geradas pelo processo de construção por conta própria, o que equivale à informalidade quase que absoluta. O uso de alternativas informais na construção de moradias é uma tentativa individual de solução dos problemas de habitação no curto prazo, principalmente pelas pessoas que não se enquadram nas restrições dos agentes financeiros. Entretanto, longe de resolver o problema, a auto construção contribui para agravá-lo mais tarde ao ampliar os números das estatísticas dos domicílios precários e inadequados.

Devemos estimular todo esforço de resolver as questões sociais com a mínima ingerência do governo, porém, o déficit habitacional como tem mais de 90% de suas carências concentradas na população de renda domiciliar de até 5 salários mínimos, não poderá ser resolvido somente pelo mercado. Em países da Europa, nos EUA e no Chile, as tentativas de fortalecer o mercado para resolver essas questões mostraram-se infrutíferas. Houve queda da produção imobiliária, aumento do custo de moradia e instabilidade do mercado e aumento de aluguéis. Nesses locais não houve um esforço do mercado para prover

mais imóveis populares. O mercado tratará sempre a questão habitacional como um investimento e como tal está sujeito ao atual custo de oportunidade.

A solução passa necessariamente por uma política de subsídios e por uma legislação clara, inclusive permitindo novos sistemas construtivos que permitam economias de escala. Para nós, talvez, o melhor exemplo seja o do Chile que está conseguindo reduzir seu déficit habitacional com uma produção intensiva de moradias, com a manutenção de subsídios e tendo o Estado como regulador do mercado habitacional.

## 2.5 Moradias inadequadas

A questão da rusticidade e adensamento populacional poderia ser melhor traduzida por um número: 1.901.894<sup>44</sup>. Esta é a quantidade de pessoas que habitam as 1.592<sup>45</sup> favelas do Município de São Paulo equivalentes a 19% da população paulistana. Conforme pesquisa<sup>46</sup> sobre o assunto realizada pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas – FIPE, a pedido da Secretaria da Habitação e Desenvolvimento Urbano da Prefeitura de São Paulo - SEHAB, em março de 1994. Segundo a SEHAB este é o mais recente estudo sobre o tema.

O conceito de favela é aqui definido, conforme estudos em censos anteriores da FIPE, como

*“um conjunto<sup>47</sup> de unidades domiciliares, construídas de madeira, zinco, lata, papelão e mesmo alvenaria, em geral distribuídas desorganizadamente em terrenos cuja propriedade individual do lote não é legalizada para aqueles que os ocupam”* (Censo das Favelas do Município de São Paulo – Caracterização Físico Espacial PMSP/SEHAB/HABI, 1989, p. 15).

---

<sup>44</sup> Uma relação das favelas por área de Administração Regional – AR consta do Anexo 5

<sup>45</sup> O IBGE apurou 496 favelas, 174.379 domicílios com 737.042 moradores e um adensamento de 4,22 pessoas por domicílio. A razão destes números é, a exemplo do déficit habitacional, o uso de metodologias diferentes. Não é aconselhável a comparação entre as duas fontes, pois são utilizados critérios diferentes. O IBGE considera favelas e assemelhados como “Aglomerados Subnormais”. Aglomerado subnormal é definido o conjunto de “ mais de 50 barracos localizados em terrenos de propriedade pública ou particular, com ocupação desordenada e densa, sendo, em geral, carente de serviços públicos”.

<sup>46</sup> A pesquisa de campo compreendeu a descrição de 163 favelas sorteadas e 3.704 famílias entrevistadas.

<sup>47</sup> Consideram-se agrupamentos de, no mínimo, duas unidades habitacionais no mesmo lote, ficando excluídos os domicílios isolados e os acampamentos dos participantes dos movimentos populares, que se caracterizam por sua ocupação momentânea reivindicatória.

A pesquisa identificou a tendência de substituição de barracos de madeira por domicílios de alvenaria, o que veio a caracterizá-los como habitação mais permanente. A população favelada retro mencionada abriga-se em 378.863 domicílios. Cada domicílio abriga em média 5,01 pessoas, índice este bem superior à média da RM de São Paulo que é de 3,7 pessoas por domicílio. Em cada domicílio, o indicador de pessoa por cômodo foi reduzido para 1,75 pessoa. Este número é inferior à média brasileira urbana que é de 1,9 pessoas por dormitório e também inferior à média da RM de São Paulo, que é de 2,1 pessoas. O indicador da favela, embora esteja dentro dos padrões internacionais aceitáveis, por si só não revela nenhuma melhoria pois não está associado a nenhum padrão de qualidade dos cômodos ocupados e também não atenua o congestionamento de pessoas por domicílio que é superior a cinco indivíduos por unidade residencial.

A ocupação das favelas tem sido mediante invasão e também por compra dos lotes (apenas 13,8%) dos entrevistados. Grande parte (57%) comprou o barraco pronto.

Do ponto de vista do setor imobiliário, o dado mais importante é a caracterização da favela como domicílio permanente. Isto tem sido revelado pela mudança da qualidade dos métodos construtivos. Em 1980, apenas 2,4% das unidades eram de alvenaria. Em 1987 esse número sobe para 50,5% e, em 1993, chega a 74,2%. A alvenaria de vedação, estrutural e de laje se faz presente prenunciando uma tendência à verticalização, pois sobre a laje pode-se construir igual ou maior área.

A infra estrutura urbana básica esta presente na maioria das favelas. 79% dos domicílios tem ligação de luz elétrica; 64,2% tem ligação individual à rede pública de água; apenas 12,1% tem ligação de esgoto, sendo este um ponto crítico, pois os dejetos são lançados ao ar livre ou nos córregos e represa.

Dos chefes de família favelados, 69,8% tem ocupação, sendo que 23,1% tem trabalho informal, ou seja, a maioria faz parte do mercado formal de trabalho. A renda familiar mensal consta da Tabela 12.

**Tabela 12**

Renda Mensal da Família Moradora em Favela

Em Salários Mínimos	1973 %	1980 %	1987 %	1993 %
0 a 1	16.6	9.5	4.2	3.9
1,1 a 2	60.9	38.8	22.0	14.3
2,1 a 3	14.8	26.9	20.6	16.7
3,1 a 4	4.7	14.7	17.9	15.9
4,1 a 5	3.0	7.7	11.2	12.3
5,1 e mais	0.0	0.0	24.1	34.6
Sem renda	0.0	2.1	0.0	2.3
Sem informação	0.0	0.3	0	0.0
<b>TOTAL</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

Fonte: FIPE

A maioria dos barracos foi construída pelos próprios ocupantes de forma que a atividade de aluguel é insignificante. Apenas 2,1% dos domicílios eram alugados por valores que variavam de 0,01 a 1,85 salários mínimos. Um percentual bem maior (8,7%) era representado por moradias cedidas por parentes ou amigos.

Uma outra forma de habitação inadequada é o cortiço. Os cortiços se formam sobretudo na região central da cidade. Esta opção segundo a estudos da SEHAB está ligada à facilidade de seus moradores residirem perto do local de trabalho. O número de casas coletivas para a atividade de cortiço era de 29.940 unidades em 1997, segundo estimativas da FIPE.

O perfil do morador de cortiço é diferente do favelado. Este, via de regra é proprietário do barraco, aquele, é inquilino. A renda do *encortiçado* é superior à do favelado, conforme demonstra a Tabela 13. Os aluguéis variavam naquela pesquisa, de R\$ 140,00 a R\$ 450,00. 55% dos chefes de família tinham em média R\$ 2.077,00 de saldo no FGTS; alguns tinham Caderneta de Poupança e veículo.

**Tabela 13**

Renda Mensal da Família Moradora em Cortiço

Em Salários Mínimos	1997 %
Até 1,5	16.0
1,5 a 3	43.1
3,0 a 5	26.3
5,0 a 12	14.2
Mais de 12	0.4
TOTAL	100.0

Fonte: FIPE

Para os moradores de cortiço, conjuntos habitacionais distantes e planos que contemplam financiamentos acessíveis não os motivam a mudar, pois sua opção de moradia é motivada pela proximidade do trabalho. Para estes a recuperação de prédios antigos e o Plano de

Arrendamento Residencial - PAR seria uma alternativa, pois já se acostumaram utilizar uma parte da renda para pagar aluguel.

Já, para o morador de favela, a situação é outra. Repetindo a informação, as favelas somam 378.863 domicílios. São cerca de 30% superiores ao próprio déficit habitacional da RM de São Paulo. A alvenaria está presente de forma predominante nas favelas da cidade, o que lhes diminui a característica de rusticidade. Isto significa que grande parte das moradias não é incluída no cálculo do déficit habitacional segundo as metodologias analisadas. Significa, também, que as favelas estarão permanentemente presentes no cenário paulistano. O favelado não paga pelos serviços de habitação como o encortiçado, pois tem renda menor. Portanto, não basta oferecer-lhe um imóvel e um financiamento. Os projetos que visam assentar o favelado no próprio local são usados mais politicamente do que como recurso para solução, logo não podem ser generalizados como solução devido à grandeza do número de domicílios de favelas.

Conforme dados da Companhia de Desenvolvimento Habitacional e Urbano do Estado de São Paulo – CDHU, o Projeto Cingapura, até 1996, entregou 3.132 unidades e tinha em execução 4.660 e em previsão 208, somando 8.000 unidades. A CDHU produziu 234.652 unidades para 508 municípios de todo o Estado, durante 13 anos, conforme Tabela 14. Apenas para comparar, todo este volume também não é suficiente para eliminar as favelas e cortiços que juntos somam 408.800 unidades.

**Tabela 14**

Evolução da Oferta Habitacional da CDHU: 1986 - 1998

Ano	Oferta (unidades)	Oferta Acumulada	Municípios Atendidos		
			Antigos	Novos	Acumulado
1986	791	791	12	12	12
1987	884	1,675	18	17	29
1988	4,964	6,639	54	51	80
1989	8,665	15,304	35	24	104
1990	12,164	27,468	83	52	156
1991	9,793	37,261	80	47	203
1992	36,702	73,963	196	111	314
1993	20,773	94,736	106	55	369
1994	23,881	118,617	101	32	401
1995	9,035	127,652	40	10	411
1996	24,985	152,637	10	21	432
1997	37,115	189,752	164	51	483
1998	44,900	<b>234,652</b>	115	25	508

Fonte: CDHU

Por último, quando a segunda geração de favelados continua morando na favela demonstra com esta atitude o caráter de permanência deste tipo de moradia, que acaba por se constituir, na maioria das vezes, numa opção definitiva. Por outro lado, esses indivíduos parecem ter se acostumado às suas vidas sem a percepção de suas dificuldades como problemas sociais. Resignadamente, investem seus pequenos recursos na mudança da qualidade de suas habitações transformando-as de barracos de madeira em moradias de tijolo e cimento.

A solução para estas inadequações passa, talvez, mais por investimentos na área de infra estrutura e equipamentos comunitários do que pela oferta de novas habitações. Não há como fazer estes investimentos sociais sem subsídio, tanto sob a forma de obras de urbanização quanto pela facilitação de acesso ao crédito imobiliário a baixo custo para essas faixas de população.

## Capítulo III

### 3. O ambiente imobiliário atual

#### 3.1 Mercado de imóveis residenciais

O mercado de imóveis para habitação tem experimentado nos últimos anos um novo modelo de atuação dos incorporadores e construtores que é o financiamento direto aos compradores. Este sistema, se reveste de especial importância ao sinalizar que o setor habitacional está disposto a atuar de acordo com as regras de mercado, característica esta comum em países mais desenvolvidos. Na tabela 15 visualiza-se o volume de recursos aplicados em imóveis novos lançados na Região Metropolitana de São Paulo, nos últimos três anos.

**Tabela 15**

Lançamentos imobiliários: Sistema de Financiamento Utilizado

Fontes (em US\$ milhões)	1996		1997		1998	
	US\$	%	US\$	%	US\$	%
Agentes Financeiros*	434,4	10	536,4	12	739,0	26
Recursos Próprios	3.859,5	90	4.064,9	88	2.099,2	74
<b>TOTAL</b>	<b>4.293,9</b>	<b>100</b>	<b>4.601,3</b>	<b>100</b>	<b>2.838,2</b>	<b>100</b>

Fonte: EMBRAESP

(\*) A distribuição por agente financeiro consta do Anexo 2.

O financiamento direto não foi uma ação espontânea dos incorporadores, pois ocorreu como uma resposta ao elevado custo e à escassez dos financiamentos no sistema tradicional de crédito imobiliário. De qualquer forma, resultou numa ação positiva, ainda que

temporária. Assim, a modalidade dos sistemas de auto financiamento, sobretudo as cooperativas, foram as responsáveis por cerca de 50% dos lançamentos, dado este confirmado pelo SECOVI<sup>48</sup>.

O sistema de cooperativas já havia ressurgido no segundo semestre de 1995 como uma alternativa para a classe de renda mais baixa adquirir a casa própria. Este estrato da população foi beneficiado com a estabilização da economia e passou a ter maior poder de consumo. A falta de linhas de crédito do governo para a construção levou à reformulação do sistema de cooperativas, que passou a utilizar-se do autofinanciamento.

Ainda da leitura dos dados da tabela 15 duas interpretações podem ser evidenciadas. Em primeiro lugar o mercado tem encolhido pois, em 1996 o valor total financiado nos lançamentos somava US\$ 4,3 bilhões aproximadamente e, em 1998 esse número caiu para US\$ 2,8 bilhões.

Em segundo lugar os empreendedores que em 1996 financiavam 90% de suas vendas com recursos próprios, complementando os restantes 10% com recursos dos agentes financeiros, diminuíram paulatinamente suas participações chegando em 1998 a financiar 74% de um volume muito menor, i.é., houve queda em termos absolutos e relativos. Este fato evidencia não só a recessão enfrentada pelo setor como a mudança de fontes de financiamento e tendência de esgotamento desse modelo de financiamento direto.

---

<sup>48</sup> Revista Imobiliária, n. 64, março de 1997.

Neste sentido, o desaquecimento do modelo de cooperativas contribuiu bastante.

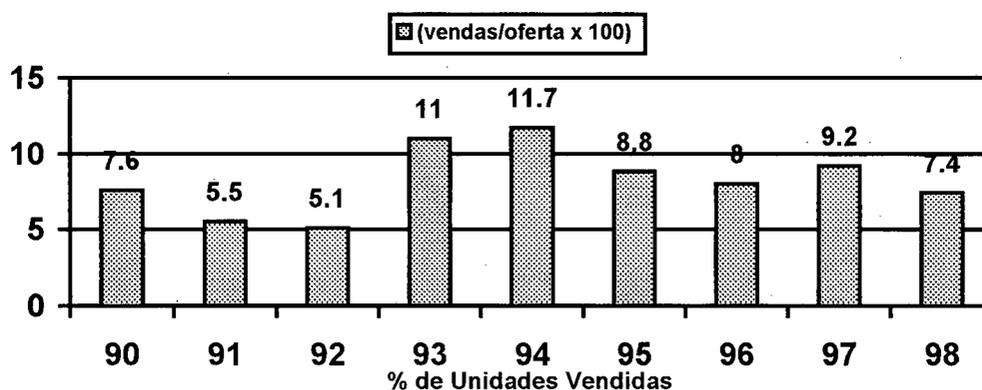
Apesar da participação dos agentes financeiros ter crescido no período analisado, passando de 10% a 26%, esta mudança, em termos absolutos, não é significativa. De 1997 a 1998, os lançamentos imobiliários com recursos próprios caiu de R\$ 4 bilhões para R\$ 2 bilhões. Ainda assim este montante anual de 1998, embora enfraquecido ainda representava cerca de três vezes o total anual financiado pelos agentes financeiros. Esta constatação explica, por um lado, o propósito do governo de dar prioridade ao setor social da habitação, i. é., ao segmento da população de renda inferior a 12 salários mínimos, com recursos do FGTS através do instrumento da Carta de Crédito – FGTS e, por outro lado, confirma a insuficiência de recursos das fontes do SBPE para atender à demanda da classe média.

Uma outra pesquisa na cidade de São Paulo feita pelo SECOVI pelo critério de velocidade de vendas pode ser observada no Gráfico 3. Esse critério representa a relação percentual da quantidade de apartamentos novos vendidos sobre a quantidade total de apartamentos novos colocados à venda num determinado período. Esta última quantidade representa o estoque de imóveis em oferta.

Esta pesquisa engloba os imóveis que são lançados em oferta pública com plantões de venda e preços pré-fixados atendendo geralmente a consumidores da classe média. Não inclui os empreendimentos imobiliários pelos sistemas de consórcios e

cooperativas, portanto esse índice não é representativo do comportamento de todo o setor residencial. Entretanto, mesmo para essa faixa média de atendimento, o gráfico revela um percentual baixo de vendas em relação ao total ofertado. A análise deste gráfico precisa ser cautelosa, pois este não é um índice de atividade e sim de giro de estoque, de forma que, mesmo com a produção em queda ou até paralisada este índice pode estar subindo se houver estoque.

**Gráfico 3**  
Velocidade de Vendas de Apartamentos Novos  
na Cidade de São Paulo



Fonte: SECOVI.

Pela análise dos últimos nove anos mostrados no Gráfico 3 percebemos que quanto maior o número índice, menor é o tempo do imóvel em estoque, ou seja, se todo o estoque fosse vendido o índice seria 100. A fase recessiva dos anos de 1991 e 1992 foi captada pelos índices 5,5 e 5,1, respectivamente, contrastando com os índices 11,0 e 11,7 do período aquecido dos anos de 1993 e 1994.

Os recentes lançamentos residenciais do ano de 1999 podem ser visualizados na Tabela 16.

Os números exibidos pela Tabela 16 se comparados com a Tabela 15 demonstram uma continuidade na queda nos lançamentos de imóveis residenciais nos primeiros sete meses de 1999. Esta tendência já havia sido detectada pela análise dos anos de 1996, 1997 e 1998 em decorrência da diminuição dos financiamentos com recursos próprios dos incorporadores e construtores, pela queda da demanda e pela escassez de financiamentos habitacionais.

**Tabela 16**

Lançamentos Residenciais verticais e/ou horizontais  
na Região Metropolitana de S. Paulo, entre 01/99 e 07/99

Número total de	Número de dormitórios				Total
	1	2	3	4 ou +	
Prédios	13	172	128	25	338
Unidades-tipo	1,891	7,401	4,483	944	14,719
<b>Áreas m2</b>					
Útil	64,004	401,506	362,519	153,465	981,494
Total	142,451	676,636	627,636	280,598	1,727,321
<b>Preço médio em US\$</b>					
P/ m2 área útil	1,503	684	809	1,136	854
P/ m2 área total	676	406	467	621	485
<b>TOTAL*</b>	<b>96,199</b>	<b>274,734</b>	<b>293,122</b>	<b>174,353</b>	<b>838,408</b>

Fonte: EMBRAESP

(\*) Em US\$ mil.

O segmento de cooperativas habitacionais, responsável em grande parte pelo volume de recursos próprios já não responde tanto pelo

volume de novos lançamentos. No INOCOOP, órgão assessor das cooperativas habitacionais, não há novos projetos e os empreendimentos em andamento diminuíram o ritmo de construção. O motivo é o alto índice de inadimplência dos mutuários que não permite implementar o curso original dos cronogramas de obras.

Para tanto concorreram, além da instabilidade da economia, o excesso de oferta, pois o setor viveu uma verdadeira corrida à caça de cooperados num setor ainda não bem regulamentado<sup>49</sup>, atraindo, inclusive, inevitáveis aventureiros que prejudicaram a credibilidade do sistema. A pressão de outras alas do setor imobiliário também é citada como fator negativo ao divulgarem cartilhas e vários alertas sobre cooperativas, área na qual não atuavam. E, por último, a Caixa Econômica Federal, como destacadamente a maior agência do sistema financeiro habitacional, incrementou programas na faixa de atendimento das cooperativas habitacionais.

Os novos lançamentos para esta faixa de renda, embora em parceria com a iniciativa privada, passaram a contar com financiamentos da Caixa Econômica Federal através de seus planos próprios e de linhas do FGTS. A crise das cooperativas é uma situação delicada pois a compra de um imóvel por este sistema não caracteriza uma relação de consumo e, portanto, não está sujeita às leis de incorporação e do Código de Defesa do Consumidor, como acontece com a compra pelo

---

<sup>49</sup> A cooperativa habitacional é regida pela Constituição Federal e pela Lei n. 5.764, de 16 de dezembro de 1971, que definiu a Política Nacional de Cooperativismo, não se lhe aplicando, de início, os dispositivos das leis que regem o mercado imobiliário, sobretudo, os princípios da Lei 4.591/64, que instituiu o condomínio de construção.

sistema tradicional. Só para exemplificar, uma construtora neste sistema não responde pela entrega do empreendimento, posto que é apenas uma fornecedora de serviços contratada pela cooperativa.

O setor de cooperativas habitacionais não é bem organizado. Os respectivos sindicatos e associações representam todo tipo de cooperativa e não apenas as habitacionais. Além disso não dispõem de estatísticas do setor imobiliário. Os números desse segmento são captados pelos órgãos de pesquisas somente quando os projetos são aprovados na Prefeitura. Antes, porém, há toda uma atividade da cooperativa ao reunir os associados formando poupança para compra inicial do terreno e posterior aprovação do projeto e implementação da construção. Nesta fase, não há estatísticas que revelem qual o número de cooperados, de projetos, de unidades habitacionais e do montante de recursos envolvidos.

Por outro lado, no âmbito do SFH, a queda na captação líquida da poupança não permite um aumento da participação dos agentes financeiros. O movimento nesse sentido só é verificado através dos financiamentos da CEF com recursos do FGTS, que não são suficientes para atender toda a demanda. O resultado é uma queda da produção de novas moradias.

### 3.2 Mercado de imóveis comerciais

O setor de imóveis comerciais conforme já descrito anteriormente no capítulo I, tem passado por rápida transformação e desenvolvimento. Além das causas econômicas externas representadas pelo ingresso de capitais estrangeiros, houve também as causas internas fruto da estabilização econômica que permitiu um melhor planejamento de médio e longo prazos. Temos também que levar em consideração a imperfeição da legislação de locações. As leis anteriores não garantiam o necessário equilíbrio contratual entre as partes para que os proprietários se sentissem seguros nas locações, estas, excessivamente protecionistas aos inquilinos. Assim, muitos investidores se viram forçados a transferir suas aplicações imobiliárias do setor residencial para o setor comercial.

Neste sentido, um dos segmentos do setor comercial que mais se aproxima do setor residencial é o de flats ou apart-hotéis. Uma das principais diferenças é o prazo de duração dos contratos: longa permanência nos residenciais e curta permanência<sup>50</sup> nos flats. A cidade de São Paulo conta com 157 empreendimentos prontos e 59 em construção<sup>51</sup>. A excessiva atração que os flats despertam nos investidores, embora justificada pelos motivos acima, pode embutir riscos de retorno dos investimentos muitas vezes não dimensionados

---

<sup>50</sup> Atualmente está sendo implantado o novo conceito de longa permanência para os flats, denominado *long stay* pela incorporadora Cyrella, tendo inclusive recebido o prêmio “Master Imobiliário de 1999”.

<sup>51</sup> Revista Indústria Imobiliária – Produção & Mercado, n. 88, maio de 1999, p. 19.

Os apart-hotéis são mais do que meramente investimentos imobiliários. Este mercado não deveria ser focado exclusivamente pela ótica da transação imobiliária. O lançamento deste empreendimento deve ser precedido de minucioso estudo de especialistas em meios de hospedagem e de um consistente *business plan* para, então, ser vendido em quotas. A vantagem de “não ter contato com o morador” ou a “facilidade de retirar inadimplentes”<sup>52</sup> é um apelo de vendas perigoso na medida em que induz o adquirente a fechar o negócio. É verdade que há procura constante nos melhores prédios administrados por profissionais com experiência hoteleira internacional. Porém essa demanda não deve ser vista de forma generalizada. Em seu artigo “Flats: quem pagará a conta?”<sup>53</sup>, ASMUSSEN alerta para o fato de existir da cidade de São Paulo uma oferta de 15 mil unidades, aproximadamente, em pouco mais de 150 propriedades, conforme exibe a Tabela 17.

**Tabela 17**

Números do mercado de *flats* em São Paulo - 1999

Edifícios de <i>flats</i> prontos <sup>a</sup>	157
Edifícios de <i>flats</i> em construção <sup>a</sup>	59
Unidades p/ Oferta atual <sup>b</sup>	15.000
Unidades p/ Oferta em 2 anos <sup>b</sup>	13.000

Fontes: a= Oliver Consultoria  
b= Asmussen & Associados

Como os imóveis em construção representam cerca de 13 mil unidades de *flats*, praticamente todos na mesma faixa denominada

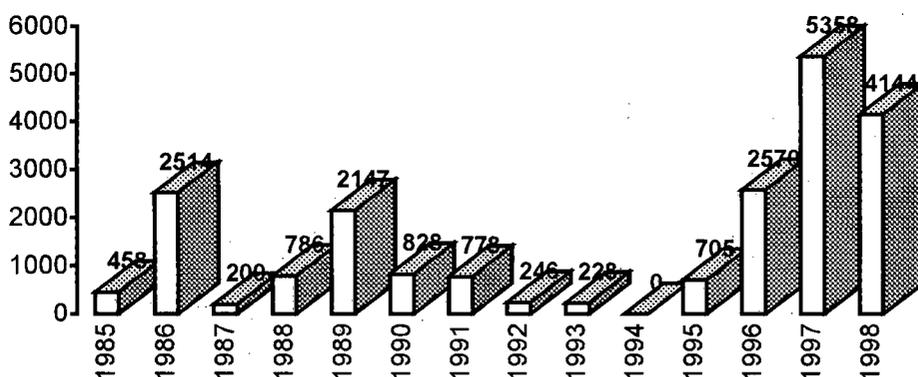
<sup>52</sup> Os apart-hotéis, hotéis-residência ou equiparados são regulados pelo Código Civil tendo sido expressamente excluídos da aplicabilidade dos dispositivos da Lei 8.245, de 18 de outubro de 1991 (item 4, da letra ‘a’ do art. 1º.)

<sup>53</sup> Gazeta Mercantil – Seção Opinião – 28/03/1998.

*midmarket*<sup>54</sup>, a oferta será aumentada em cerca de 90% nos próximos dois anos. A evolução da oferta está demonstrada no Gráfico 4. Faz sentido, portanto, aguardar-se alterações no retorno desses investimentos por conta do realinhamento dos preços das diárias provocados pelo conseqüente aumento da concorrência.

**Gráfico 4**

Apart-hotéis (falt-services) no Município de São Paulo



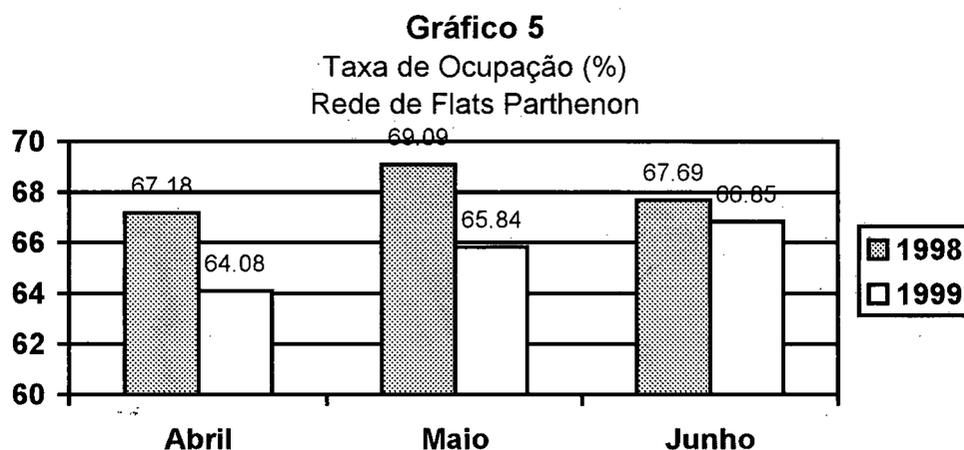
Fonte: EMBRAESP

Um outro risco, não menos importante, é o custo de administração do prédio ou a quota de despesas de condomínio. Estas funcionam como um redutor da rentabilidade do investimento quando e se o saldo rateado for positivo, ocasião em que é pago o aluguel líquido ao investidor. Porém, se o saldo for negativo há necessidade do efetivo desembolso da quota parte nas despesas do mês.

<sup>54</sup> Faixa de mercado correspondente às diárias entre R\$ 100,00 e R\$ 150,00.

Deste modo, é fundamental o papel da administradora dos serviços hoteleiros. Os dados do Gráfico 5 mostram o comportamento da maior rede de *flats*, a Rede Parthenon®, responsável pela criação do conceito de *flat* para hospedagem e do *Pool* de Locação<sup>55</sup>.

Conforme revela o Gráfico 5, a taxa de ocupação do segundo trimestre de 1999 sofreu uma pequena queda em relação a igual período do ano anterior. Este dados por si só não são suficientes para explicar uma tendência, entretanto, é visível que a ocupação média situa-se em 65% em empreendimentos de sucesso como é o caso da empresa líder do setor.



Fonte: Grupo Accor

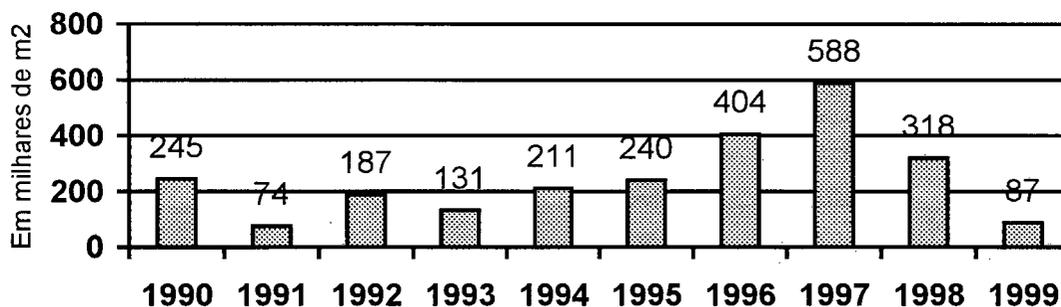
<sup>55</sup> Sistema associativo de locações que permite à administradora do *flat* reunir e controlar o conjunto de apartamentos disponíveis para estada temporária, responsabilizando-se pelos seus ocupantes, pelo recebimento das diárias e pela manutenção e conservação desses imóveis. Na distribuição do rendimento líquido o critério é proporcional à ocupação para todos, independentemente da ocupação específica de cada apartamento. Fonte: Grupo Accor.

Outro segmento que registrou um volume recorde de lançamentos em termos de década foi o de escritórios. Foram ofertados<sup>56</sup> 181.000 metros quadrados de área útil em 1998, em comparação com 165.000 em 1997<sup>57</sup>. Com isso o estoque total de espaços em prédios de melhor padrão na cidade aumentou 2,93%, alcançando em dezembro a marca de 6,4 milhões de metros quadrados úteis. Não há consenso entre os especialistas quanto às previsões do volume que chegará ao mercado em 1999. As estimativas variam de 140.000 a 300.000 metros quadrados. De qualquer forma, esses números guardam proporção com o volume já aprovado e lançado em anos anteriores, conforme mostra a Tabela 18.

Fica evidente, nessa pesquisa, a queda de lançamentos de escritórios a partir do ano de 1998. O Gráfico 6 ajuda a visualizar esses

**Gráfico 6**

Evolução dos lançamentos de Edifícios Comerciais na RM de São Paulo



Fonte: EMBRAESP

<sup>56</sup> Oferta de imóveis prontos para uso.

<sup>57</sup> Fonte: Cushman & Wakefield.

dados. Neste ano de 1999 o número de conjuntos lançados, até o mês de julho não chegou a 15% do volume de 1997 quando o mercado estava aquecido. Nesse ano, a quantidade recorde de conjuntos é justificada pelos lançamentos de escritórios e consultórios pequenos destinados a profissionais liberais e atividades de classe. Por outro lado, o investimento total de mais de US\$ 2 bilhões em 1996 e 1997 é representado em grande parte pelos grandes edifícios da categoria "A" e "AA".

**Tabela 18**

Lançamentos Comerciais na região Metropolitana de São Paulo

Anos	Nº. total de		Áreas <sup>a</sup>		Preços <sup>b</sup>			TOTAL <sup>d</sup>
	Prédios	Conjs.	Útil	Total	Área Útil	Área Total	Médio <sup>c</sup>	US\$ Mil
1990	24	1,196	245	488	3,037	1,527	622,704	744,754
1991	26	1,094	74	179	2,594	1,076	176,088	192,640
1992	32	1,780	187	437	2,984	1,273	312,687	556,584
1993	38	2,834	131	274	1,854	890	85,980	243,666
1994	52	3,218	211	481	2,775	1,219	182,324	586,719
1995	68	5,142	240	504	2,346	1,119	109,707	564,113
1996	98	8,944	404	859	2,559	1,203	115,551	1,033,490
1997	132	12,338	588	1,272	1,912	884	91,153	1,124,640
1998	84	7,248	318	700	2,411	1,095	105,713	766,206
1999 <sup>e</sup>	16	1,636	87	195	1,547	695	82,736	135,356

Fonte: EMBRAESP

a = Área em milhares de m<sup>2</sup>.

b = Preços em dólares norte-americanos por m<sup>2</sup>.

c = Preço médio unitário em dólares norte-americanos.

d = Estimativa do lançamento total em milhares de dólares norte-americanos.

e = Dados até o mês de Julho de 1999.

O mercado de prédios de escritórios continua se expandindo por regiões onde há uma concentração de atividades do setor de serviços como Paulista, Faria Lima, Itaim, Vila Olímpia, Marginal, Berrini e Verbo Divino. Essas regiões mantêm comportamentos diversos. A região da

Berrini, por exemplo teve o estoque de imóveis aumentado em 145% nos últimos três anos.

A taxa de vacância que mede o percentual de imóveis vagos sobre o espaço total existente é um bom indicador de como anda o mercado. A taxa geral para o município de São Paulo está em 15,7%, segundo a Bolsa de Imóveis. Embora esse percentual seja recorde, não atingiu os prédios classificados nas categorias A e AA<sup>58</sup>. Neste segundo semestre de 1999 deverão ser entregues dois edifícios<sup>59</sup> que juntos somarão mais 105.000 m<sup>2</sup> de área útil ao estoque de imóveis. São eles: o segundo bloco do Centro Empresarial Nações Unidas, com 59.000 m<sup>2</sup> e o Centro Empresarial Paulista, com 46.000 m<sup>2</sup>.

Há estimativas da existência no mercado 12.600 unidades de conjuntos de 30 m<sup>2</sup> a 100 m<sup>2</sup>, aos quais deverão ser adicionados 10.000 unidades com entrega prevista até o ano 2001. Este volume satisfaz a demanda até o ano 2005<sup>60</sup>. O excesso de oferta certamente pressionará os preços dessa categoria de imóveis e respectivos aluguéis para baixo.

Um outro segmento de grande desenvolvimento foi o de *shopping centers*. As unidades recentemente construídas estão dando maior importância ao lazer com a instalação de academias, bares, boliches, parques e com isto ampliar o período de funcionamento. Os

---

<sup>58</sup> A e AA são os considerados “prédios inteligentes”, isto é dotados de recursos de última geração em termos de controles. Para maiores esclarecimentos das características veja o Anexo 6.

<sup>59</sup> Fonte: Abrapp/Hersog

estabelecimentos antigos estão se modernizando passando a ter alamedas de serviços para o atendimento de várias conveniências dos consumidores. Até o final do próximo ano entrarão em funcionamento mais 11 unidades de shopping centers conforme mostra a tabela 19.

### **Tabela 19**

#### **ABRASCE – Inaugurações Previstas**

Shoppings Filiados	Localização	Data
1- Shopping Pátio Higienópolis	S. Paulo (SP)	Set-1999
2- Shopping Center Sta. Úrsula	Ribeirão Preto(SP)	Set-1999
3- S. Luís Shopping Center	S. Luís (MA)	Out-1999
4- Terraço Shopping	Brasília (DF)	Out-1999
5- Botafogo Praia Shopping	Rio de Janeiro(RJ)	Nov-1999
6- Boqueirão Praia Shopping	Praia Grande (SP)	Abr-2000
7- CasaPark Shopping Center	Brasília (DF)	Abr-2000
8- Shopping Villa-Lobos	S. Paulo (SP)	Abr-2000
9- Jequitibá Plaza Shopping	Itabuna (BA)	Abr-2000
10- Shopping Del Paseo	Fortaleza (CE)	Set-2000
11- Passeio Shopping	Rio de Janeiro(RJ)	Nov-2000

Fonte: ABRASCE

Estes 11 estabelecimentos representarão 171.000 metros quadrados, ou seja, 4,75% da área bruta locável (ABL) das 159 unidades filiadas à ABRASCE que somam 3,6 milhões de metros quadrados. O sucesso comercial dos shopping centers não pode ser

<sup>60</sup> Bamberg Consultoria de Imóveis no 19°. Painel de Mercado/SECOVI, em 15/04/1999.

explicado somente através de argumentos econômicos. Este fenômeno continua sendo objeto de vários estudos sociológicos<sup>61</sup> teses e dissertações em várias universidades brasileiras. (PINTAUDI e FRÚGOLI, 1992, p. 11). A Tabela 20 mostra o crescimento dos *shopping centers* em termos de faturamento e de incremento de área bruta construída, em comparação com o crescimento do PIB brasileiro.

**Tabela 20**

Crescimento dos Shopping Centers: 1994 - 1998

Ano	Vendas		Área Bruta Construída		PIB
	Bilhões US\$	Cresc. %	Milhões m <sup>2</sup>	Cresc. %	Cresc. %
1994	7.8		5.9		
1995	10.0	28.2	6.2	5.1	4.20
1996	12.0	20.0	6.8	9.7	2.80
1997	13.0	8.3	7.3	7.4	3.70
1998	14.0	7.7	8.2	12.3	-0.12

Fonte: Abrasce

Pelos números fornecidos pela Abrasce é possível visualizar o exuberante crescimento da indústria de *shopping centers* em comparação com o crescimento da economia tomando-se o PIB como parâmetro.

Independentemente do desempenho apresentado nos últimos anos, o "espaço *shopping center*" é dinâmico. Está em curso uma mudança significativa que é o conceito de *ancoragem*. O crescimento do número de lojas âncoras não acompanha o crescimento do número de *shopping centers*. Além disso as lojas de departamento, que eram as

<sup>61</sup> Para um estudo mais completo, veja em "Shopping Center: Espaço, Cultura e Modernidade nas Cidades Brasileiras", S. Paulo: Ed. Unesp, 1992, que reúne artigos de seis autores sobre o tema.

tradicionais âncoras, não conseguem mais despertar tanta atenção do público e foram vencidas pelas novas âncoras representadas pelas praças de alimentação, cinemas e outras área de lazer.

Como se nota os segmentos do setor de imóveis comerciais experimentaram grande crescimento apesar das dificuldades enfrentadas pela economia como um todo. Um detalhe importante é a origem dos recursos para o setor comercial. Os *flats* são financiados por investimentos privados e tem a preferência dos investidores pessoas físicas, muitos a procura de uma renda segura sem os transtornos das leis do inquilinato.

Da mesma forma, os escritórios de pequeno porte que servem para uso próprio ou para a renda de pequenos investidores. geralmente são financiados com recursos próprios. Há linhas de crédito junto aos agentes financeiro mas de pouca utilização. Já os grandes escritórios classificados nas categorias "A" e "AA", são investimentos de grande porte feitos por grandes grupos e investidores institucionais, nestes destacando-se os fundos de pensão.

Os shopping centers são um capítulo à parte. Desde a inauguração do primeiro shopping, o Iguatemi, em 1966, a estrutura de funding foi se modificando. Inicialmente eram bancos, empresas de participação, construtoras e investidores privados. Hoje, existem alguns bancos privados, linha de crédito do BNDES, grupos privados em parcerias e, principalmente, fundos de pensão. Os resultados destes

empreendimentos falam por si, conforme evidenciam os dados da Tabela 20.

Se considerarmos o potencial do crescimento dos fundos de pensão como fonte de financiamentos para o setor imobiliário poderemos antever um cenário de abundância de recursos não somente para os segmentos comerciais como também para os residenciais. Os fundos de pensão apesar de contar com patrimônio de mais de R\$ 90 bilhões ainda tem muito que crescer. Se julgarmos pela experiência internacional indicada na Tabelas 21, veremos que há razões para este otimismo.

O crescimento dos fundos de pensão, considerando-se os níveis dos EUA, seria algo na faixa de US\$ 48 bilhões a US\$ 480 bilhões. Há, portanto, um longo espaço a ser ocupado. Entretanto, é necessário que haja condições favoráveis na economia, como crescimento do PIB e redução da taxa de juros.

**Tabela 21**

Relação entre PL dos Fundos de Pensão e o PIB

País	% do PIB
Holanda	127%
Suiça	117%
Canadá	99%
Inglaterra	80%
Japão	72%
EUA	60%
Brasil	12%

Fonte: SPC

O potencial de investimento aqui considerado não precisaria ser feito diretamente no mercado imobiliário, como atualmente é implementado, mas sim através dos canais de financiamento que estão surgindo como o mercado secundário de hipotecas. Os fundos de pensão, por serem instituições que captam recursos de longo prazo poderiam investir igualmente em empreendimentos de longa maturação e não destinando grande volume de seus recursos para aplicações especulativas de curto e médio prazos. Um dos grandes desequilíbrios do sistema financeiro de habitação é justamente depender da captação de poupança livre, de liquidez imediata e aplicá-la a longo prazo para retorno em média de 15 anos.

## Capítulo IV

### 4. Novas formas de financiamento

#### 4.1 Consórcio Imobiliário

O sistema de consórcios é uma modalidade de autofinanciamento tradicionalmente implantada no mercado consumidor brasileiro visando, inicialmente, a compra de bens duráveis, notadamente veículos. O mesmo princípio de formação de poupança foi estendido a outros bens e serviços e, mais recentemente<sup>1</sup>, à aquisição de imóveis.

O consórcio imobiliário é a forma de aquisição de uma propriedade imobiliária escolhida por pessoas que, a exemplo do consórcio de bens comuns, optaram por formar poupança mútua para esse fim, ante as condições dos financiamentos dos agentes financeiros, quer seja pela escassez de recursos, quer seja pelo seu alto custo.

Há uma aparente semelhança entre a natureza da formação de poupança do consórcio imobiliário e da cooperativa habitacional. Nos dois sistemas os pagamentos são feitos antecipadamente num primeiro estágio, ambos tomam suas decisões em assembléias e distribuem os bens sob sorteios. Contudo as semelhanças param aí, pois as cooperativas não tem fins lucrativos, logo, são isentas do imposto de renda, não são fiscalizadas pelo BC, não tem controle externo, nem são obrigadas a filiação a nenhum órgão de classe e, por não representarem uma relação de consumo, não tem obrigações com o Código de Defesa

---

<sup>1</sup> A competência de legislar sobre sistemas de consórcios e sorteios é privativa da União conforme dispõe a CF, art. 22, XX. As normas para organização e funcionamento de consórcios de bens imóveis foram estabelecidas pela Portaria do MF n. 028, de 05 de março de 1990. Entretanto, estas normas devem ser combinadas com os dispositivos legais da Portaria do MF n. 190, de 27 de outubro de 1989, que alterou e consolidou as demais normas; com a Lei n. 5.768, de 20 de dezembro de 1971; e com o Dec. n. 70.951, de

do Consumidor. Desta forma, as cooperativas habitacionais privadas são uma atividade imobiliária completamente desregulamentada. O consórcio imobiliário, ao contrário, está sujeito a todos estes controles.

O modo operacional do consórcio imobiliário é bem conhecido. O cotista paga uma prestação mensal correspondente ao valor da carta de crédito para a compra do bem, dividido pelo número de meses de duração do grupo, mais a taxa de administração, o fundo de reserva e o seguro. O consorciado sujeita-se a um sorteio num prazo normalmente longo. A Tabela 22 nos fornece um exemplo de cálculo.

Como indica a simulação, uma carta de crédito no valor de R\$ 30 mil, para pagamento em 100 meses tem uma prestação inicial de R\$ 370,08. A despesa de seguro diminuirá à medida que for diminuindo o saldo devedor visto ser calculada sobre essa base. Já a prestação e o valor da carta são corrigidos pela variação de índice de preços setoriais, geralmente, Índice Nacional do Custo da Construção - INCC, calculado pela Fundação Getúlio Vargas - FGV ou pela variação do Custo Unitário Básico - CUB, do Sindicato da Indústria da Construção Civil - SINDUSCON.

---

09 de agosto de 1972, que tratam da distribuição de prêmios, sorteios e estabelecem normas de proteção à poupança popular.

## Tabela 22

### Simulação de cálculo de prestação de consórcio

Dados	R\$
1. Valor da Carta de Crédito - CC	30,000.00
2. Prazo de duração 100 meses	
3. Taxa de Administração 17% s/ a CC	5,100.00
4. Fundo de Reserva 3% s/ a CC	900.00
5. Base de cálculo - BC (1 + 3 + 4)	36,000.00
6. Prestação sem seguro ( 5 / 2)	360.00
7. Seguro (alíquota n s/ saldo devedor)= (0,028% x BC)	10.08
8. Valor da prestação inicial (6 + 7)	370.08

Fonte: ABAC

Para o adquirente, os maiores cuidados a serem tomados são com a taxa de administração do sistema, que geralmente é alta - em média 15% - e o índice de inadimplência que varia numa faixa de 15% a 40%, havendo casos de mais de 70%, segundo o BC. Portanto, a inadimplência talvez seja o maior risco quando associado a uma administradora ineficiente, pois poderá levar o consórcio à insolvência. No Anexo 5 consta uma lista das administradoras classificadas em ordem decrescente pela quantidade de grupos em andamento e autorizadas a funcionar pelo BC.

Segundo dados da Associação Brasileira das Administradoras de Consórcio - ABAC e do BC, em dezembro de 1998, o setor de consórcios como um todo tinha 2.626.493 consorciados, dos quais, 50.708 representavam o segmento de consórcio de imóveis, ou seja, menos de 2%, conforme demonstra a Tabela 23. Os recursos coletados anualmente pelo sistema de consórcios, em todas as suas modalidades, correspondiam a cerca de dez bilhões de reais<sup>2</sup>. Este é o tamanho da indústria de consórcios, incluso o segmento imobiliário.

<sup>2</sup> ABAC <http://www.abac.org.br>

**Tabela 23**

Dados Estatísticos do Sistema de Consórcios

Data	Nº. Consorciados						Inadimplência
	Total	%	Veículos	%	Imóveis	%	
Dez/96	2,463,682	100.0	1,310,009	53.2	34,547	1.4	17.3%
Dez/97	2,917,487	100.0	1,359,022	46.6	42,609	1.5	19.1%
Dez/98	2,626,493	100.0	1,125,740	42.9	50,708	1.9	19.7%

Fonte: ABAC

Todos os dados estatísticos encontrados tanto na ABAC quanto no BC são em nível nacional e dentro dos critérios específicos do setor de consórcios, ou seja, quanto a número de grupos, participantes e respectivas contemplações. Entretanto, é possível estabelecermos uma boa aproximação entre os bens imóveis contemplados pelo sistema de consórcios, vale dizer pelo número anual de cartas de crédito expedidas e o número de financiamentos concedidos pelo SFH. Com isto estaremos comparando o número de pessoas atendidas por ambos os sistemas num determinado período, conforme demonstra a Tabela 24.

**Tabela 24**Comparativo entre as fontes do SFH e CI  
(Em número de unidades)

Ano	SFH (A)	Consórcio (B)	(B/A) %
1996	129,991	4,270	3.3
1997	234,042	5,211	2.2
1998	287,461	6,464	2.2
TOTAL	651,494	15,945	2.4

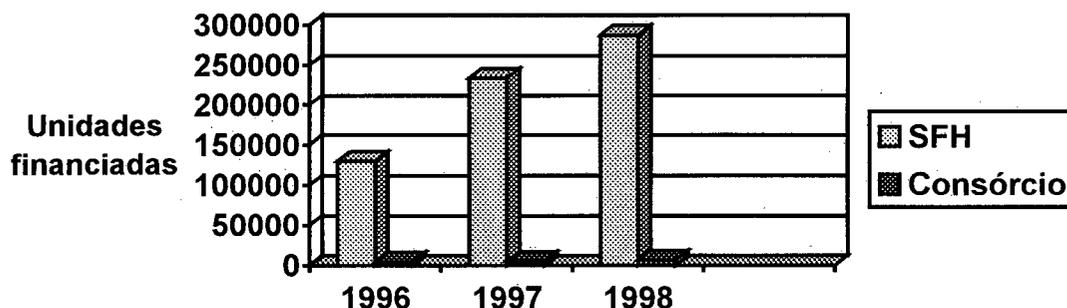
Fonte: ABECIP e ABAC

O consórcio de imóveis está para a indústria de consórcios ainda como uma promessa se comparado ao consórcio de veículos que, em 1998, contemplou consorciados em volume equivalente a 28,1% das vendas do mercado interno do setor automobilístico nacional, ou, maior

promessa, ainda, se comparado ao setor de motocicletas que, no mesmo período, teve 57,2% de suas vendas através do sistema de consórcios.

A participação do consórcio de imóveis no financiamento do setor imobiliário é importante como fonte emergente para promover o desenvolvimento da atividade, contudo, em termos quantitativos, a ação dos consórcios teve até aqui pouca capacidade de financiamento ao contemplar cerca de 16 mil unidades, nos últimos três anos, o que perante o número de financiamentos do SFH representam, na média desse período, apenas 2,4%, muito pouco, conforme exhibe o Gráfico 7.

**Gráfico 7**  
SFH versus Consórcio Imobiliário



Fonte: ABECIP e ABAC

Os fatores que pesam contra esta alternativa de financiamento imobiliário são o prazo de longa duração dos planos e a incerteza quanto ao sorteio ante uma necessidade mais imediata de habitação. Por outro lado, as altas taxas de serviços cobradas pelas administradoras afetam o custo das prestações e se tornam visíveis num cenário de baixas taxas de juros. A exemplo do que ocorre com Taxa Referencial – TR, no SFH,

mais tarde, poderá haver pressão dos consorciados devedores quanto à renegociação dessas taxas sob pena de aumento do índice de inadimplência, o que poderá comprometer o equilíbrio financeiro desse sistema.

## 4.2 Fundo Imobiliário

O Fundo de Investimento Imobiliário<sup>3</sup>, permite ao investidor comprar parte de um empreendimento imobiliário. É, portanto, um condomínio ou uma comunhão de recursos com o objetivo de viabilizar empreendimentos imobiliários, prontos ou a construir. Por ser uma quota, a liquidez é maior do que se tratasse de um imóvel inteiro. Esta é a idéia que está por traz da instituição do fundo.

O fundo é em sua essência um patrimônio ou uma massa de recursos divididos em quotas, como um fundo de renda fixa, de ações, *commodities* ou mesmo o capital de uma empresa, ou seja, as quotas são valores mobiliários. O fundo, entretanto, à semelhança de um condomínio não tem personalidade jurídica. Esta é definida pelo Código Civil como tendo existência somente a partir da inscrição dos seus atos constitutivos no seu "registro peculiar"<sup>4</sup>, como acontece com o contrato social de uma firma na Junta Comercial. Mas o fundo não tem personalidade jurídica e ela é necessária para o exercício das atividades, sem a qual o fundo não poderia comprar um imóvel, por exemplo. Por esta razão existe, obrigatoriamente, uma sociedade gestora, normalmente uma instituição financeira, que "empresta" sua personalidade ao fundo para que este possa adquirir um bem imóvel.

O papel desempenhado pela sociedade gestora é semelhante ao do sócio que empresta seu nome para constituir uma sociedade. Esta existe pelo sócio. A sociedade gestora adquire uma propriedade com o

---

<sup>3</sup> Criados pela Lei n. 8.668/93 e regulamentados pelas Instruções CVM ns. 205/94 e 206/94 os Fundos de Investimento Imobiliário tiveram sua tributação do Imposto de Renda alterada pela Lei n. 9.779, de 19 de janeiro de 1999.

<sup>4</sup> C. Civil, Seção II, art. 18.

dinheiro do quotista em nome e por conta do mesmo. Esta é a figura da propriedade fiduciária<sup>5</sup>. A "propriedade do bem permanece em nome de uma pessoa, por certo prazo ou até se cumprir uma determinada finalidade. Quando cumprida a finalidade ou advindo o termo, aquela propriedade passa automaticamente a uma terceira pessoa". (TERRA, 1995, p. 34)

A propriedade fiduciária constitui patrimônio do fundo não integrando o ativo da sociedade gestora, nem respondendo direta ou indiretamente por quaisquer obrigações desta. O quotista deve integralizar suas quotas de uma só vez e no prazo de até 180 dias. No caso de empreendimentos novos o fundo pode fazer emissão seriada de quotas para cumprir o cronograma físico-financeiro da obra, entretanto, a integralização de cada subscrição deve ser feita de uma única vez. Ao fundo é exigido ter regulamento interno que defina seus objetivos, elaborar demonstrações financeiras, contratar auditor independente, bem como ter um consultor imobiliário. As decisões do fundo são tomadas em assembleias gerais ordinária ou extraordinária.

O aspecto tributário era um grande atrativo do fundo de investimento imobiliário até o ano de 1998. Muitas empresas utilizavam-se do FII para fazer seu planejamento fiscal. Enquanto não decidissem a destinação dos valores passíveis de reinvestimento, o lucro obtido não era tributado se mantido no FII. Desta forma o recolhimento era postergado. A Tabela 25 descreve as principais características e restrições dos FII, do ponto de vista fiscal.

---

<sup>5</sup> A propriedade fiduciária é figura do direito anglo-saxão, não do direito romano, mais conhecida pelo sistema de *trust* (confiança).

**Tabela 25**

Características e restrições dos FII's

Descrição	Restrição
Participação máxima	25%
IR s/ distr. Lucros	20%
IR s/ operações de Renda Fixa	20%
Aplicação máxima em Rend Fixa	25%
Aplicação mínima em Imóveis	75%
Distribuição mínima de lucros	95%
Período de distribuição de lucros	6 meses

Obs.: Conf. Lei n. 9.779/99

Nos EUA são muito conhecidos os *Real Estate Investment Trusts* – *REITS*. São cerca de 300 *REITS* com patrimônio total de mais de US\$ 130 bilhões possuindo cotações nas bolsas de valores. A *NYSE*<sup>6</sup> engloba o maior número com 172 *REITS*, a seguir vem a *AMEX*<sup>7</sup> com 31 e, por último, a *NASDAQ*<sup>8</sup> com 17 entidades.

No Anexo 4 temos a relação dos fundos de investimento imobiliário registrados na CVM até o mês de julho de 1999. São 52 fundos que representam um patrimônio líquido de aproximadamente R\$ 1,3 bilhão. Em sua maioria foram constituídos para a exploração de uma atividade comercial, sendo comum o envolvimento de dezenas e até centenas de milhões e reais num único fundo para realizar um único empreendimento, como o Fundo Panamby com R\$ 130 milhões, o Via Parque Shopping, com R\$ 111 milhões e o TE Rio, com 105 milhões.

<sup>6</sup> New York Stock Exchange.

<sup>7</sup> American Stock Exchange.

<sup>8</sup> National Association of Securities Dealers Automated Quotation System (TA: Sistema automatizado de cotações da Associação Nacional das Corretoras de Valores).

Os fundos, além das normas da CVM, continuam sujeitos à legislação imobiliária<sup>9</sup> e fiscal (Tabela 25) pertinente. Como se vê esta modalidade de investimento é de grande complexidade só encontrando justificativa em grandes empreendimentos e junto a grandes investidores como bancos, seguradoras, empresas de participação e entidades de previdência privada. Nos EUA os investimentos em *REITs* são muito difundidos, sendo comum aplicações em torno de cinco mil dólares<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> Lei n. 4.591/64 de incorporações imobiliárias; Lei n. 6.766/76 de parcelamento do solo urbano e Decreto-Lei n. 58/37 aplicado ao parcelamento do solo rural.

<sup>10</sup> <http://www.fundoimobiliario.com.br>.

### 4.3 Securitização Imobiliária

A securitização imobiliária é uma operação não financeira que visa associar a solidez do investimento imobiliário à liquidez de um título mobiliário e com isto diminuir os riscos desse mercado. Há dois tipos possíveis de securitização: de ativos e de recebíveis imobiliários. Estas operações, a exemplo dos fundos de investimento imobiliário – FII, foram inspiradas em modelos do mercado norte-americano onde há duas categorias básicas: *equity REITs*<sup>11</sup> e *mortgage REITs*<sup>12</sup>.

Na securitização de ativos imobiliários um imóvel, ou parte de um imóvel, é adquirido por uma Sociedade de Propósito Exclusivo – SPE<sup>13</sup>. Esta SPE emite títulos com base no lastro dessa propriedade que são vendidos a investidores e com esses recursos paga o imóvel adquirido. Esta modalidade é muito comum em investimentos que objetivam renda futura de aluguéis.

A securitização de recebíveis imobiliários é também uma operação não financeira cujo objetivo é capitalizar as construtoras e/ou incorporadoras com a venda de seus créditos a receber mediante certo deságio. O processo é feito em duas etapas sob a interferência de uma terceira sociedade entre a ponta da captação e da aplicação.

---

<sup>11</sup> Fundos patrimoniais.

<sup>12</sup> Fundos de hipotecas.

<sup>13</sup> SPE – também denominadas SPC (Special Purpose Company) são sociedades constituídas para a realização de um único objetivo. Neste caso, a compra de direitos creditórios para a emissão de debêntures com base nesse lastro. O seu único ativo são os créditos e o seu único passivo são as obrigações com os debenturistas. De uma forma mais simples, uma vez recebidos os créditos as debêntures são liquidadas.

Estas operações<sup>14</sup> ocorrem de forma relativamente simples através da constituição da referida SPE. Esta sociedade adquire de uma incorporadora ou construtora os ativos ou direitos creditórios (recebíveis), decorrentes de Compromissos de Compra e Venda e/ou Instrumentos de Confissão Dívida, sobre unidades imobiliárias acabadas e entregues e, sobre o lastro desses direitos a receber caucionados e sob cobrança bancária, emite os títulos (debêntures) que são vendidos a investidores finais. Portanto, assim se resume o plano e o arcabouço jurídico, conforme mostra a Figura 8.

A constituição de uma SPE tem por finalidade eliminar riscos sistemáticos ao segregar os valores de recebíveis, decorrentes da venda de imóveis, de possíveis ações de eventuais credores contra a empresa incorporadora ou construtora. Neste sentido, tais créditos tornam-se livres do alcance e dos efeitos de execuções, falências e concordatas imunizando o lastro para a emissão das debêntures e garantindo o investidor destes títulos.

Na prática os créditos ainda passam por um processo de *rating* através de uma instituição financeira que representa o papel do *Trustee*, i.é., do agente fiduciário, quando então são aferidos: a qualidade dos créditos cedidos, o histórico de inadimplência, a ausência de quaisquer gravames e a idoneidade das partes.

Estas operações são realizadas de forma independente, i.é., fora do âmbito do SFH, SFI ou quaisquer outros sistemas ou governos que direta ou indiretamente possam causar interferência no presente, ou no

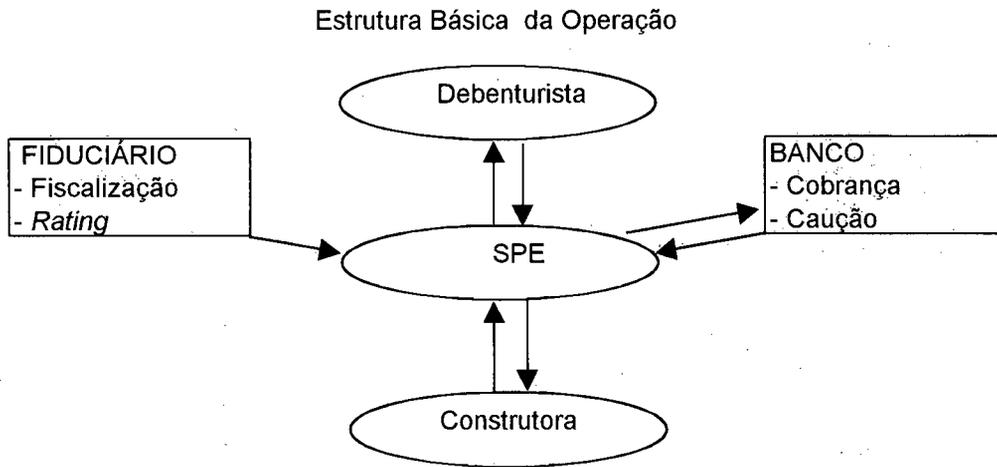
---

<sup>14</sup> Custodiadas na CETIP.

futuro, quanto aos princípios de *pacta sunt servanda* ou modificar o ato jurídico perfeito.

**Figura 8**

Securitização de Recebíveis Imobiliários



Os dados relativos a esta modalidade de atuação não são totalmente disponíveis. As emissões conhecidas são das empresas Rossi, Gafisa, Cidadela e Pluricorp, somando juntas R\$ 256 milhões no segundo semestre de 1996 (BARROS et alii, 1997, p. A-6).

#### **4.4 Arrendamento Residencial**

Dentre as novidades apresentadas, neste ano de 1999, o setor acompanhou o lançamento do Programa de Arrendamento Residencial – PAR<sup>15</sup>. Trata-se de mais um programa governamental de habitação destinado a atender a necessidade de moradia da população de baixa renda. A proposta tem investimento inicial de R\$ 3 bilhões em 200 mil unidades habitacionais em todo o país, conforme mencionado anteriormente.

A medida pode ser considerada tímida em comparação com as necessidades que o país tem para conter seu déficit habitacional estimado em mais de 5 milhões de unidades.<sup>16</sup> De qualquer forma o esforço é positivo ao pretender criar 280 mil novos empregos, notadamente em São Paulo e Rio de Janeiro que receberão 80 mil unidades. Por outro lado, pode-se vislumbrar dois aspectos positivos e um negativo nesta iniciativa.

O primeiro diz respeito à intenção de distribuir-se as unidades proporcionalmente à gravidade do déficit habitacional brasileiro pois, o maior problema está na região Nordeste. O segundo é a utilização de novo instrumento jurídico, pois esta é uma primeira experiência de se fazer um arrendamento com opção de compra ao final do prazo contratual, o que flexibiliza o gerenciamento do programa.

---

<sup>15</sup> Os recursos virão do FGTS e o controle do programa é da CEF. Suas características básicas são: atendimento para a faixa renda de até seis salários mínimos, valor máximo de R\$ 20 mil por unidade, comercialização pelo sistema de leasing com opção de compra e prazo de 15 anos.

<sup>16</sup> Vide Gonçalves e Fundação João Pinheiro.

Por último, o aspecto negativo, é a intenção do governo de ter facilitada a retomada do imóvel por inadimplemento no pagamento da parcela mensal pelo arrendatário. É inegável que o alto índice de inadimplência compromete o sucesso do plano, porém, por trás dos atrasos nos pagamentos estão o desemprego e a má distribuição da renda. Sobre esta matéria, os atuais gestores do SFH dispõe de dados sobre o comportamento dos mutários, conforme mostra a Tabela 26 e o Gráfico 9.

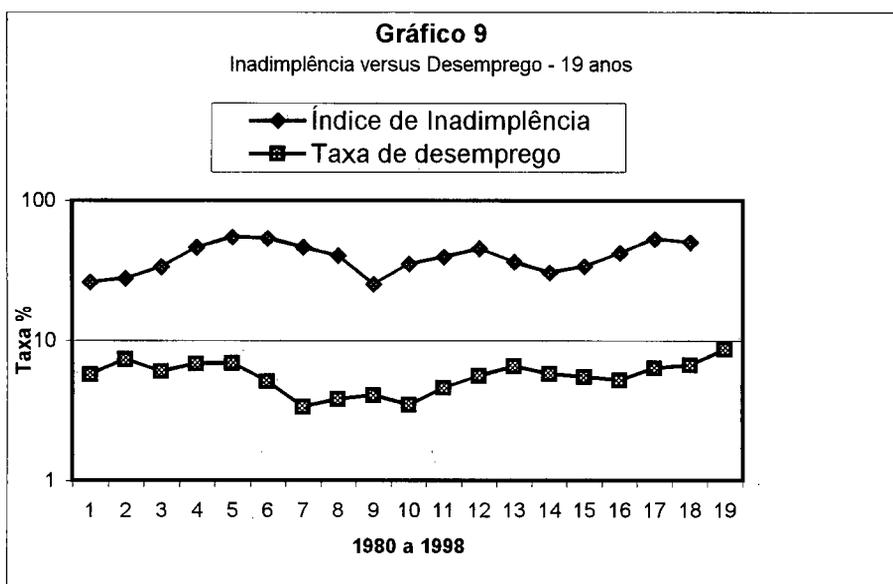
A análise desse quadro nos revela dois aspectos do mesmo problema. Observe-se, primeiramente, que sempre houve uma inadimplência crônica em torno de 30% no atraso do pagamento de até três prestações. Em segundo lugar, veja-se que a inadimplência aguda ocorreu em dois períodos: nos anos de 1983, 1984 e 1985 com maior intensidade e, em 1995, 1996 e 1997 em menor grau. O primeiro caso poderia ser eliminado com uma melhor adequação do comprometimento de renda do adquirente. Já quanto à inadimplência aguda, do segundo caso, seu crescimento se dá em períodos críticos agravados pelo desemprego e pela queda de renda. Neste caso, não vejo como uma ação de reintegração de posse, com o conseqüente despejo do arrendatário, possa ser a melhor solução.

**Tabela 26**

SBPE - Índice de Inadimplência em %

Ano	Inadimplência parcial < 3 prest	> 3 prest	Inadimpl. Total	Taxa de desemprego
1980	21.8	4.3	26.1	5.7
1981	24.1	3.7	27.8	7.3
1982	28.7	4.8	33.5	6.0
1983	34.1	12.3	46.4	6.8
1984	31.5	23.1	54.6	6.8
1985	28.3	25.3	53.6	5.0
1986	32.5	13.8	46.3	3.3
1987	32.2	8.2	40.4	3.8
1988	19.0	6.3	25.3	4.0
1989	31.8	3.5	35.3	3.4
1990	34.2	5.1	39.3	4.6
1991	38.5	6.7	45.2	5.5
1992	30.4	5.9	36.3	6.5
1993	24.5	5.8	30.3	5.7
1994	27.1	6.5	33.6	5.4
1995	32.0	10.0	42.0	5.2
1996	38.7	14.1	52.8	6.3
1997	35.5	14.6	50.1	6.6
1998				8.6

Fonte: Bacen, Abecip, CEF, IBGE



#### 4.5 Sistema Financeiro Imobiliário - SFI

O SFI<sup>17</sup> surgiu do esforço da Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança - ABECIP através de estudos realizados no Brasil e no exterior, em países como os Estados Unidos, Alemanha, França, Chile e México, com o objetivo de encontrar novas diretrizes para o atual SFH face ao esgotamento desse modelo quanto às suas possibilidades de atender o mercado como um todo.

O modelo escolhido baseia-se na experiência norte-americana onde o ponto principal para o sucesso do sistema está no *funding* dos financiamentos que se dá através da securitização de créditos praticada pelas agências privadas de financiamento, Fannie Mae<sup>18</sup> e Freddie Mac<sup>19</sup>, e da agência pública Ginnie Mae<sup>20</sup>. O sistema para se completar conta com a participação relevante dos investidores institucionais na aquisição dos títulos gerados no processo de securitização dos créditos.

O SFI tem como princípio a desregulamentação para poder atuar segundo as diretrizes da economia de mercado. Isto pressupõe que o governo e seus órgãos devem se abster de interferir editando normas ou resoluções para que esses fatores exógenos não desequilibrem o sistema.

A lei 9.514, de 20 de novembro de 1997, que criou o SFI estabeleceu quais os agentes que poderão operar, criou as Companhias Securitizadoras, criou o Certificado de Recebíveis Imobiliários - CRI,

<sup>17</sup> O SFI foi criado pela Lei n. 9.514, de 20 de novembro de 1.997.

<sup>18</sup> FANNIE MAE - Federal National Mortgage Association

<sup>19</sup> FREDDIE MAC - Federal Home Loan Mortgage Corporation

<sup>20</sup> GINNIE MAE - Government National Mortgage Association

criou o Mercado Secundário de Recebíveis Imobiliários, instituiu o Regime Fiduciário, instituiu a Alienação Fiduciária de bens imóveis e permitiu que os litígios e controvérsias contratuais que surgirem sejam resolvidos através de Câmaras de Arbitragem, em vez de se recorrer ao Poder Judiciário.

Podemos dizer que, dentre todas as inovações, na verdade, a grande novidade foi a criação das companhias securitizadoras de créditos imobiliários, porque os títulos mobiliários e os institutos fiduciários já existiam aplicados a coisas móveis. Quanto à lei de arbitragem<sup>21</sup> é anterior à aprovação da lei do SFI. Como tudo isto se concilia é o grande desafio.

Começando pelas companhias securitizadoras: são instituições não-financeiras de direito privado, constituídas sob a forma de sociedades por ações e terão por objeto: a aquisição de créditos imobiliários das instituições financeiras<sup>22</sup> e a emissão e colocação no mercado financeiro de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, através do sistema centralizado de custódia e liquidação de títulos privados, CETIP.

Os **CRI**s são títulos de crédito, nominativos, emitidos sob a forma escritural, de livre negociação, lastreados em créditos imobiliários, que circularão no mercado secundário de recebíveis, equivalente a um mercado secundário de hipotecas. A emissão desses títulos se dará mediante o Termo de Securitização de Créditos que é um ato formal

---

<sup>21</sup> Lei n. 9.307, de 24 de setembro de 1.996.

<sup>22</sup> Os financiamentos destas instituições ou agentes financeiros darão a origem privada dos recursos ao sistema. Assim, estas instituições são também denominadas ORIGINADORES.

registrado no Registro de Imóveis, após o que, estarão os CRIs em condições de serem custodiados no CETIP e, em seguida, negociados.

Para dar maior segurança aos investidores foi instuído o Regime Fiduciário que consiste na segregação dos créditos imobiliários (que são objeto do Termo de Securitização) do patrimônio da Companhia Securitizadora, passando aquele conjunto de créditos a constituir um patrimônio autônomo. Isto pode se dar através da criação de uma Sociedade de Propósito Específico - SPE, já caracterizada anteriormente. A finalidade da instituição do regime fiduciário é proteger o crédito originador do CRI de eventual insolvência da Companhia Securitizadora e, por conseguinte, proteger o investidor.

Todos estes procedimentos são realizados com o pressuposto de que não haverá inadimplência, ou haverá muito pouca, caso contrário, o sistema poderá entrar em colapso. A garantia de que, se o devedor não pagar seu financiamento, o seu imóvel responderá pela dívida, de forma rápida, é dada pela instituição da Alienação Fiduciária de Bens Imóveis. Por este regime a propriedade do bem imóvel é transferida temporariamente pelo devedor ao credor, até que a dívida seja paga; de forma semelhante ao que já é largamente utilizado no mercado de veículos.

Por último, havendo conflitos ou controvérsias, as questões oriundas dos contratos poderão ser resolvidas por árbitros nomeados pelas partes garantindo a estas, rapidez, menor custo e sigilo do litígio.

Este sistema foi desenhado como sendo bem superior ao SFH e, de certa forma, como seu substituto ao pregar o seu esgotamento. Esta

foi uma das razões alegadas na exposição de motivos, de 09 de junho de 1997, pelos ministros Pedro Malan e Antonio Kandir para a criação do SFI. Foi aprovado em regime de urgência, sem nenhuma emenda do Senado Federal e sem qualquer veto do presidente. Entretanto, quase dois anos após sua criação, ainda não surtiu os efeitos previstos.

## 4.6 Mercado de Informação Assimétrica

O mercado de crédito para o setor imobiliário trabalha com recursos escassos. Nestas condições de maior demanda e menor oferta os agentes financeiros tornam-se mais seletivos escolhendo operações de menor risco. Entre esses riscos está a inadimplência. A inadimplência provoca no mercado de crédito o fenômeno da *seleção adversa*. O ônus desta deficiência acaba recaindo sobre os agentes que operam de forma desregulamentada conforme se explica.

A *seleção adversa* se dá pela existência no mercado de *informação assimétrica* acerca dos devedores. Estes sabem mais sobre suas reais possibilidades de pagar seus compromissos do que as instituições de crédito. As empresas de crédito, entretanto, devem cobrar a mesma taxa de juros de todos os devedores, o que acaba atraindo mais devedores de baixa qualidade, exigindo a elevação da taxa de juros e um aumento ainda maior do número de devedores de baixa qualidade, o que novamente força um aumento da taxa de juro e assim por diante (PINDYCK e RUBINFELD, 1994, p. 807).

Num mercado livre de crédito imobiliário, ocorreria um aumento das taxas de juros proporcional ao fenômeno da inadimplência acima descrito. Todavia o governo exerce controle sobre o crédito, regulamentando o mercado e fixando os limites das taxas de juros pela autoridade monetária. Dois efeitos são percebidos:

- i) *restrição do crédito* - os agentes financeiros não podendo aumentar a taxa de juros, tem mais estímulo para restringir o crédito;

- ii) *repressão da demanda* - aumenta a demanda reprimida representada pelo contingente de candidatos a crédito não atendidos em função da restrição implementada.

O agente financeiro, nestas condições (i), prefere *restringir o crédito* e isto se dá de uma forma sutil pelo atendimento de faixas preferenciais de maior poder aquisitivo, através da exigência de um maior comprometimento da renda do candidato face à prestação assumida. Esta proporção, que já foi de 33,33%, hoje chega até a 10%. Num exemplo simulado por agente financeiro do SFH<sup>23</sup> temos a seguinte situação:

- a) Valor do imóvel: R\$ 30.000,00;
- b) Valor máximo financiado: R\$ 15.000,00;
- c) Prazo máximo concedido: 60 meses;
- d) Despesas iniciais :
  - Seguro antecipado R\$ 22,56
  - Taxa de avaliação R\$ 240,00
- e) Valor da prestação inicial:
  - Prestação R\$ 329,03
  - Seguro R\$ 22,56
  - Total do encargo R\$ 351,59
- f) Renda comprovada mínima: R\$ 3.515,96

Como se nota, para um financiamento de R\$ 15 mil são exigidos uma prestação de R\$ 351,59, mantida a taxa de juros nominal de 12% ao ano, e uma renda comprovada de R\$ 3.515,96, ou seja, 23,4% do valor do financiamento imobiliário. Isto se originou de duas restrições: do prazo reduzido para 60 meses, e do comprometimento de renda rebaixado para dez por cento.

---

<sup>23</sup> [Http://www.shopinvest.com.br](http://www.shopinvest.com.br)

A *demanda reprimida* (ii) compõe-se daquele contingente não atendido excluído do mercado formal de crédito do SFH/SBPE que acaba caindo no mercado de financiamento direto.

Aumenta neste grupo de financiados a proporção de devedores de baixa qualidade de crédito caracterizando mais uma vez a *seleção adversa*. A sucessão deste fenômeno é demonstrada alta inadimplência dos devedores, terminando por inviabilizar a atividade de crédito conforme exposto anteriormente. O Anexo 3 relativo aos grupos de consórcios imobiliários é prova evidente dos altos índices de inadimplência.

Como isto poderia ser evitado?

As companhias de seguro de vida já há algum tempo e as empresas de seguro saúde ultimamente enfrentaram problemas de *seleção adversa* e seus exemplos podem ser imitados. Assim, como os segurados sabem mais acerca de suas condições de vida e saúde do que as companhias de seguro, os tomadores de empréstimos também sabem mais acerca de suas possibilidades de pagar do que as instituições de crédito imobiliário, aqui compreendidas todas as modalidades.

As seguradoras evitam esta seleção adversa ao oferecerem programas de seguro aos funcionários diretamente para as empresas. Da mesma forma o programa habitacional também poderá ser oferecido aso empregados através das empresas onde trabalham e, em alguns casos, os pagamentos poderiam ser descontados diretamente na folha de pagamentos, prática já consagrada. Para os autônomos e profissionais liberais a oferta seria através de suas entidades de classe com a

exigência de um período de filiação suficiente para atestar a condição de permanência ou estabilidade na atividade. Porém não foram tomados maiores cuidados e o que se assistiu foi a uma queda vertiginosa nas atividades de financiamento direto como prova a ascensão e queda das cooperativas que já responderam por cerca de 50% dos lançamentos imobiliários e hoje respondem por apenas 10%. Os dados do Anexo 2 já demonstravam essa tendência nos anos 1996, 1997 e 1998.

#### **4.7 Conclusão sobre o mercado de hipotecas do SFI**

Analisando as possíveis causas da lentidão de seu início sempre nos deparamos com a questão das elevadas taxas de juros. É voz unânime no setor que quando as taxas de juros caírem as atividades do SFI se acelerarão. Porém, há outras causas ainda não percebidas que por não estar ainda o sistema em pleno funcionamento ainda não emergiram.

A garantia da desregulamentação, por exemplo, alegada como diretriz inovadora e necessária, não está assegurada, pois ao Conselho Monetário Nacional – CMN, pela própria lei que criou o SFI, são mantidas reservas de poderes para fixar condições de funcionamento das Companhias Securitizadoras. Além disso, sendo o CRI um valor mobiliário, as Companhias Securitizadoras deverão ser supervisionadas também pela CVM. Logo, as regras poderão ser modificadas a qualquer momento como ocorreu recentemente com a legislação dos FIIs. Resta saber se a desregulamentação é tão necessária para o sucesso do programa. A falta de regulamentação pode permitir a livre participação sem critérios o que poderá ser tão prejudicial quanto o excesso. O setor de cooperativas é um exemplo claro. A questão portanto é discutir qual o grau necessário de controle externo deve haver no sistema.

Também é pressuposto básico que os agentes financeiros em lugar de captarem mais recursos no mercado primário (letras hipotecárias, debêntures, etc.)<sup>24</sup> para conceder financiamentos imobiliários, pelo novo sistema, passarão a conceder mais financiamentos, para poder com isto

---

<sup>24</sup> Ítem 15 da Exposição de Motivos ao presidente enviado ao Congresso, em 09 de junho de 1997, pelos ministros do Planejamento e Fazenda

levantar mais recursos no mercado secundário e assim, sucessivamente, aumentar o giro e os recursos. Desta forma a alimentação do sistema virá do mercado secundário pela securitização dos créditos através da venda de títulos. Quem comprará o título e alimentará o sistema será o investidor institucional, não mais investidor de poupança. O investidor institucional é racional, portanto maximiza suas oportunidades. A que taxa deve ser financiado o contrato imobiliário para poder permitir que seu título derivado, o CRI, possa concorrer no mercado secundário de títulos?

Inicialmente é necessária uma mínima comparação, na atual conjuntura, entre o SFH e o SFI. Entre o sistema atual e o novo.

O SFH opera com baixas taxas de juro em suas linhas de financiamento. A origem dos recursos são os depósitos de poupança e do FGTS. Exemplificando, a Caixa Econômica Federal – CEF, que é o maior agente público do SFH, aplica à maioria de seus financiamentos a taxa de 10,5% ao ano<sup>25</sup>. Neste nível de taxas de juros não haverá condições de gerar créditos imobiliários para as companhias securitizadoras pois os investidores destas requerem taxas maiores. A CEF conta ainda com a exclusividade de poder administrar o saldo das contas do FGTS cujo custo de captação é a reduzida taxa de 3% ao ano que é creditada nas contas dos trabalhadores formais. Embora seja difícil termos com precisão o estoque do FGTS, a Tabela 27 nos fornece importantes informações.

Note-se que, não obstante os saques tenham crescido, nos últimos 12 meses, a captação líquida tem sido positiva, como prova a elevação

---

<sup>25</sup> A taxa normal praticada pelos demais agentes é de 12% ao ano.

do saldo disponível em cerca de 45%, passando de R\$ 9,8 bilhões para R\$ 14,3 bilhões, resultando num incremento de R\$ 4,5 bilhões. Estes recursos são utilizados pela CEF para gerar mais financiamentos a baixas taxas de juros o que, na prática, poderia ser até entendido como uma espécie de subsídio.

**Tabela 27**

FGTS - Usos e Fontes						(em R\$ milhões)*
Ano	Arrecadação	Habitação	Saneam.		Disponível	
	Total	Popular	Infra-Estr.	Saques**		
Dez/93	943.1	29.9	38.4	386.3	1,373.7	
Dez/94	1,032.3	114.5	135.7	573.5	2,331.6	
Dez/95	1,291.3	14.8	18.7	759.9	6,347.3	
Dez/96	1,909.6	110	29.5	866.9	9,828.8	
Dez/97	1,676.8	277.5	77.3	1317	9,333.2	
<b>Mês</b>						
Fev-98	1,550.1	86.1	45.9	1,087.5	9,865.2	
Mar	1,991.0	107.3	51.7	1,464.4	10,350.1	
Abr	1,924.3	131.2	63.6	1,460.1	10,529.3	
Mai	1,942.8	150.6	71.9	1,508.8	10,540.4	
Jun	1,928.0	170.3	84.2	1,511.1	10,583.5	
Jul	1,913.9	423.1	112.4	1,544.5	10,278.2	
Ago	1,869.1	70.4	88.5	1,381.8	10,506.8	
Set	1,993.9	171.7	98.4	1,406.1	13,053.7	
Out	2,091.1	186.9	100	1,379.6	13,321.7	
Nov	2,150.4	219.8	81.5	1,509.4	13,493.3	
Dez	2,356.5	251.3	99.2	1,845.3	13,577.9	
Jan-99	2,379.3	233.3	56.3	1,408.8	14,064.0	
Fev	1,965.0	207.7	42.5	1,302.8	14,366.0	
<b>12 meses</b>	<b>24,505.3</b>	<b>2,323.6</b>	<b>950.2</b>	<b>17,722.7</b>		

\* Valores transformados para reais utilizando-se a taxa de câmbio, até dez/92 e a URV, entre jan/93 a jun/94.

\*\* Inclui saques para aquisição de moradia, por dispensa e de contas inativas.

**Fonte:** Bacen/DECAD, in Sumário Econômico, SINDUSCON, Abril/Maio de 1999, p. 31.

Portanto, é improvável que o maior agente do SFH, a CEF, com a soma de recursos que dispõe captados a baixo custo gere contratos no mercado primário que interessem ao SFI. Estabelece-se assim uma concorrência no setor de crédito imobiliário. A CEF por seu caráter social

praticará sempre as taxas mais baixas na ponta da aplicação dos recursos.

Com os demais agentes privados do SBPE ocorre algo semelhante: o fluxo dos recursos começa com a captação dos depósitos de poupança ao custo 6,17% ao ano e termina com o custo do tomador do financiamento em média de 12% ao ano.

A maior parte dos financiamentos do SFH é feita a estas taxas. Há ainda os financiamentos livres e da Carteira Hipotecária à taxa de 14% ao ano. Mesmo assim, estas remunerações ainda não são suficientes para permitir operações competitivas de securitização de recebíveis num cenário de taxas mais altas de outros ativos financeiros, como acontece atualmente.

Além da competição estabelecida pelas taxas de juros dos próprios agentes temos, também, o aumento dos custos de transação pela intermediação financeira. No SFH a relação é direta entre o agente e o poupador. No SFI a relação é indireta, pois entre o agente e o investidor há a companhia securitizadora e os processos e burocracia necessários à implementação do regime fiduciário. O custo desta intermediação é equivalente ao *spread* que afeta a taxa de desconto dos recebíveis. Portanto, o custo do financiamento dos contratos que se destinarem à securitização deve ser, no mínimo, superior em taxa que reflita esse *spread* da intermediação. Essa taxa dependerá da necessidade da companhia securitizadora em cobrir seus custos e remunerar seu capital pela taxa requerida por seus acionistas.

Pelo exposto notamos que os princípios que nortearam a criação do SFI e suas inovações não são auto aplicáveis à atual realidade marcada por instabilidades e intervenções em sua política econômica.

Por outro lado, o SFH revigorou-se, já concedendo financiamentos da ordem de 287.461 unidades em 1998, portanto, não está totalmente esgotado. Logo, havendo fluxos estáveis de poupança o sistema continua operando.

Concluindo, no atual cenário, a realidade dos mecanismos de financiamento existentes no SFH inibem os princípios de mercado que inspiraram o SFI. O desenvolvimento do SFI depende do movimento de três fatores: i) da queda das taxas de juros fixadas pelo BC, i.é., de 19,5% ao ano, até se aproximarem das taxas praticadas no SFH; ii) da estabilidade do volume de depósitos de poupança para continuar gerando saldos positivos para a concessão de financiamentos; e iii) de recursos de outras fontes que possam manter taxas compatíveis com o desenvolvimento do mercado secundário de hipotecas.

#### **4.8 Conclusão sobre o mercado de hipotecas nos EUA**

O mercado secundário de hipotecas no Brasil foi inspirado no similar mercado americano. Este sobreviveu a depressões, recessões, inflação, dez presidentes e à corrente de volatilidade da taxa de juros e do mercado imobiliário (ABECIP, 1995, p. 156). Entretanto, é necessário examinar cuidadosamente as razões do sucesso do modelo para então inferir se no cenário brasileiro há possibilidade de repetição de tal êxito.

Em primeiro lugar a Fannie Mae, a maior instituição hipotecária americana foi fundada em 1938 como agência governamental e assim operou durante 30 anos, tornando-se depois uma instituição privada. Embora empresa privada, continua operando sob investidura governamental obtendo garantia do Tesouro para eventuais problemas de liquidez. A Fannie Mae opera com cerca de 2.800 instituições financeiras de quem compra hipotecas tendo comprado em 1996 aproximadamente 55% do total de hipotecas originadas nos EUA.

Em 1970 foi criada mais uma agência, a Freddie Mac, com os mesmos propósitos, ou seja, comprar créditos hipotecários no mercado primário, de milhares de instituições bancárias, e emitir títulos no mercado secundário dando-lhes liquidez. Este mercado é muito popular<sup>26</sup> nos EUA havendo mais de um produto financeiro gerado como descrito abaixo:

- Título Cobertos por Hipoteca (Mortgage-Backed Bond): são obrigações com cobertura de um conjunto de hipotecas, com freqüência de pagamentos e fluxos de caixa predeterminados.

---

<sup>26</sup> É muito comum a figura do corretor de hipotecas.

- -Certificados Cobertos por Hipoteca (Mortgage-Backed Security-MBS): são semelhantes aos títulos cobertos por hipoteca. A diferença é que um título geralmente resgata o principal em sua totalidade, no vencimento, enquanto o MBS resgata o principal durante a vigência do investimento.
- Remics (Real Estate Mortgage Investment Conduit) que são pacotes de investimento em hipotecas imobiliárias – são certificados com múltiplos níveis de fluxos de caixa e vencimentos dependendo de como é estruturado. Geralmente são fluxos de caixa personalizados de acordo com as necessidades do investidor.

No Brasil apenas um título, o Certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI foi criado, ainda não especificado, mas equivalente ao Título Coberto por Hipoteca acima descrito. Por outro lado, aqui o sistema ainda não está popularizado.

O mercado secundário de hipotecas dos EUA cresceu sob o forte e contínuo apoio do governo quanto a incentivos fiscais. Os juros pagos (em média 7,5% ao ano, pelo prazo de 30 anos) no empréstimo hipotecário são dedutíveis do imposto de renda. O mercado bancário também foi favorável ao sistema hipotecário ao cobrar juros indexados de seus empréstimos, enquanto as hipotecas tinham juro fixo de longo prazo.

Dois outros eventos, ainda, seriam responsáveis pelo crescimento fenomenal do mercado de hipotecas, em duas décadas distintas. Nos anos 70 os EUA absorveram os *petrodólares* dos países da OPEP. Grande parte desse dinheiro foi para o mercado imobiliário. Nos anos 80 foi a

vez dos investimentos japoneses tomarem o lugar dos petrodólares. Portanto, o grande impulso ao mercado foi dado por dois fatores históricos que se constituíram em externalidades positivas.

Um outro ponto a considerar é que o mercado secundário de hipotecas dos EUA foi criado e continua servindo à população das classes média e baixa, enquanto o nosso modelo não pretende servir a faixas de mercado de mais baixa renda.

Por último, a estabilidade do modelo hipotecário americano repousa em duas premissas básicas: i) que haja uma constante demanda de consumidores por habitação e por empréstimos hipotecários, com renda disponível, i. é, com capacidade de resgate; ii) que haja uma base de investidores com capital suficiente para garantir essa demanda.

No modelo hipotecário em curso temos: i) ausência de incentivos fiscais; ii) ausência de externalidades positivas; iii) o sistema não está dirigido a classes média e baixa; iv) uma constante demanda de consumidores habitação dependerá de condições favoráveis da economia, tais como, crescimento do PIB e redução da taxa de desemprego; v) o aumento da base de investidores depende do crescimento poupança; vi) juros elevados demais para financiamento de longo prazo.

Portanto, não há evidências de que o mercado secundário de hipotecas possa vir a contribuir para o desenvolvimento do setor imobiliário a médio prazo sem um prévio equilíbrio nos fatores macroeconômicos que considere o crescimento contínuo do PIB; que permita o crescimento da

renda dos indivíduos; e a redução da taxa dos juros para permitir o funcionamento de um mercado de crédito de longo prazo.

## CONCLUSÃO

A atividade imobiliária conforme se descreveu ao longo dos capítulos anteriores tem forte dependência da oferta de crédito para se desenvolver. Assim, a manutenção de fluxos estáveis de financiamento é fundamental para o crescimento do setor. Isto só será possível se o ambiente econômico que abriga essas fontes de recursos não sofrer intervenções de agentes externos de forma a comprometer o êxito dos modelos em andamento, muitas vezes inviabilizando-os como tem ocorrido com o SFH.

O investimento em imóveis como se demonstrou no capítulo primeiro está segregado em dois grandes mercados: o residencial e o comercial. O segmento comercial tem suas fontes de financiamento no próprio mercado oriundas em sua grande parte de recursos de investidores institucionais, destacam-se, dentre estes, os fundos de pensão.

O grande crescimento experimentado nos últimos anos pelo segmento comercial deve-se muito à inserção tardia do Brasil na economia mundial com o processo de abertura do início da década, provocando uma renovação do estoque com modernas construções. Há uma escassez de dados confiáveis no mercado imobiliário, não sendo este um mercado eficiente a exemplo do mercado de ações. As informações não são disponibilizadas até por questões estratégicas dos concorrentes. Isto leva a certas deficiências como o comportamento de seguir tendências fazendo com que ciclicamente haja excesso de oferta no setor de imóveis comerciais. A única categoria que não corre perigo,

por enquanto, é a dos imóveis classificados no padrão "A" e "AA" detalhados no Anexo 6.

Os imóveis comerciais são beneficiados, ainda, indiretamente pelo governo que, ao pretender proteger o segmento habitacional, muitas vezes desloca investidores para o segmento comercial.

Todavia, o setor público tem papel importante nas questões habitacionais no sentido de procurar soluções para as áreas de maior necessidade ou urgência, não só através de ações do executivo, coordenando e alocando recursos, como também através do legislativo ao disciplinar políticas do meio ambiente, uso e parcelamento do solo. O desenvolvimento de uma forte demanda habitacional é de natureza até estratégica para a estabilidade política e econômica de qualquer governo, ao contribuir para o equilíbrio de suas contas públicas, conforme se verifica nos argumentos finais desta conclusão. Portanto cabe todo esforço, ainda que com subsídios, para movimentar toda a cadeia produtiva do setor para atender principalmente as camadas da população de baixa renda.

O capítulo segundo faz uma digressão do papel do governo e de suas políticas habitacionais dando destaque para o período sob administração do BNH e de como as medidas populistas acabaram por comprometer o Fundo de Compensação de Variações Salariais – FCVS. Paradoxalmente, o FCVS, que era um seguro, sob a interferência política, não suportou o peso dos compromissos de seus segurados.

Diferentemente do comportamento do setor comercial, o segmento de imóveis residenciais estagnou. As favelas e cortiços

criaram e o déficit habitacional foi pouco reduzido. Quando foi criado o BNH, o déficit era de oito milhões de moradias; hoje, 35 anos depois, ainda é de mais de cinco milhões.

Vivemos um vazio de política habitacional consistente e as perspectivas são de que esse hiato não será facilmente preenchido. Todas as soluções passam pelo mesmo gargalo: *funding*. Várias alternativas levadas a efeito pelo mercado estão analisadas no capítulo quarto. Todas elas, a bem dizer, contribuem pouco, individualmente, como solução estrutural do problema habitacional brasileiro. A alternativa de dar uma solução de mercado para o problema habitacional é falaciosa neste momento conforme provado anteriormente.

Nos últimos três anos assistimos a um aumento dos financiamentos imobiliários com recursos dos próprios construtores e incorporadores, das cooperativas e dos consórcios. Regressivamente, os esforços desses atores foram perdendo a potência, vencidos pela realidade do ambiente econômico adverso. A alta inadimplência motivada principalmente pela queda da renda e pelo desemprego, combinada com a escassez de financiamentos criou um mercado com informação assimétrica, provocando o fenômeno da seleção adversa, conforme se comenta no item 4.6 do capítulo quarto. Nestas condições, o mercado de crédito se retrai e a solução de mercado falha.

As soluções do governo tem sido paliativas como a utilização do FGTS, o único fundo disponível, para o Programa de Arrendamento Residencial – PAR. Entretanto deve ser incentivada toda tentativa que vise o desenvolvimento da área imobiliária, visto possuir este setor um

efeito multiplicador sobre outros setores da economia, gerando mais empregos indiretos do que diretos, conforme mencionado na introdução. Esta é uma característica estratégica que deve ser explorada, principalmente num período de queda do PIB e aumento das taxas de desemprego.

Porém, temos que olhar a questão com as lentes da realidade. Não adianta adotar um modelo habitacional que deu certo numa nação rica e, simplesmente, implantá-lo no Brasil. Por exemplo, a premissa para o bom funcionamento do modelo hipotecário é, em primeiro lugar, a existência de uma constante demanda de consumidores por habitações e com renda disponível, ou seja, com capacidade de resgate, o que se incompatibiliza com as taxas de desemprego crescentes e com a má distribuição de renda. E, em segundo lugar, que haja uma base de investidores com capital suficiente para garantir a demanda e isto depende da capacidade de poupar.

A poupança interna, em grande parte representada pelos investidores institucionais, mantém a dívida pública. As contas públicas apresentam um desequilíbrio de difícil solução conforme pode ser notado pela Tabela 28.

**Tabela 28**

Indicadores selecionados do setor público (em % do PIB)

Ano	Carga Tributária	Pessoal e Encargos	Benefícios INSS	Juros Reais	Dívida Líquida
1994	27.9	7.9	4.3	3.9	27.9
1995	28.0	9.1	4.6	5.2	32.0
1996	28.2	9.3	5.1	3.7	33.3
1997	28.2	9.2	5.5	3.4	34.5
1998	28.5	9.1	6.1	7.5	42.0

Fontes: STN, IBGE e BCB

A vulnerabilidade da economia brasileira frente aos fluxos de capitais estrangeiros não permite que as taxas de juros baixem a níveis satisfatórios suficientes para atrair investimentos ao setor produtivo. Conforme se vê na tabela 27, nos últimos cinco anos a carga tributária subiu de 27,9% do PIB para 28,8%, as despesas com o pessoal e encargos subiram de 7,9% para 9,1% do PIB, os benefícios do INSS subiram de 4,3% do PIB para 6,1%, quase que dobrando, os juros reais foram de 3,9% para 7,5% do PIB e a dívida líquida cresceu de 27,9% do PIB para 42,0%.

Portanto, a solução para todos os problemas passa antes pelo equilíbrio das contas públicas. Não há orçamento que se equilibre com o crescimento constante das despesas e encargos sem a contrapartida no crescimento econômico. A expansão monetária tende a reduzir-se devido à queda das reservas internacionais e do crédito interno. Uma medida alternativa seria aumentar as exportações. Considerando-se os resultados até o mês de maio de 1999 do MICT, o déficit da balança comercial é de US\$ 467 milhões, longe, portanto, da meta para este ano que era alcançar um superávit comercial de US\$ 11 bilhões. Não basta assumir compromissos irrealistas. No setor de exportações a recuperação passa antes pela reconquista de mercados que foram perdidos para os concorrentes.

Poder-se-ia argumentar que medidas que limitassem as importações poderiam contribuir para melhorar a posição das contas externas. É verdade, porém, são essas medidas podem por em risco todo o processo de abertura comercial, além de comprometer a

integração regional, razão porque devem ser descartadas quaisquer iniciativas neste campo.

O que poderia ser feito, como alternativa neste cenário, seria incentivar o crescimento em setores *non-tradable* da economia como é o caso do setor imobiliário pois, conforme relatado, tem efeito multiplicador gerando mais empregos indiretos do que diretos e não depende de insumos importados. Desta forma poder-se-ia iniciar, a partir do aumento dos empregos, um aumento da renda que criará um aumento da demanda por consumidores de habitação. Havendo demanda e renda disponível a base de investidores aumentará e, só assim, o setor poderá se consolidar.

Entretanto, o incentivo ao crescimento não tem geração espontânea; depende de fontes de financiamento que hoje não se vislumbram. O setor público depende do setor privado para se financiar. Os incentivos utilizados pelo governo desde a década de 60 até hoje ainda provém do FGTS que resistiu a todas as crises, portanto, provou sua eficácia. Outras fontes precisam ser criadas. A resolução do problema habitacional terá que vir, portanto, de fontes que contemplem simultaneamente soluções de mercado e soluções incentivadas.

**Anexo 1****SFH - Financiamentos Habitacionais**

(em nº. de Unidades)

Período	BNH/CEF (A)		SBPE (B)		SFH (C = A + B)	
	No Período	Acumulado	No Período	Acumulado	No Período	Acumulado
1965	ND		ND		19,952	19,952
1966	ND		ND		37,331	57,283
1967	ND		ND		99,531	156,814
1968	ND		ND		166,945	323,759
1969	ND		ND		234,904	558,663
1970	ND		ND		108,113	666,776
1971	ND		ND		115,172	781,948
1972	ND		ND		95,569	877,517
1973	ND	520,000	ND	454,000	96,483	974,000
1974	35,937	555,937	60,268	514,268	96,205	1,070,205
1975	77,417	633,354	64,512	578,780	141,929	1,212,134
1976	164,353	797,707	109,410	688,190	273,763	1,485,897
1977	209,709	1,007,416	58,004	746,194	267,713	1,753,610
1978	279,516	1,286,932	58,133	804,327	337,649	2,091,259
1979	274,238	1,561,170	108,985	913,312	383,223	2,474,482
1980	366,808	1,927,978	260,534	1,173,846	627,342	3,101,824
1981	198,514	2,126,492	266,884	1,440,730	465,398	3,567,222
1982	282,384	2,408,876	258,745	1,699,475	541,129	4,108,351
1983	32,685	2,441,561	44,562	1,744,037	77,247	4,185,598
1984	43,551	2,485,112	42,807	1,786,844	86,358	4,271,956
1985	25,005	2,510,117	34,652	1,821,496	59,657	4,331,613
1986	44,350	2,554,467	62,312	1,883,808	106,662	4,438,275
1987	99,227	2,653,694	132,005	2,015,813	231,232	4,669,507
1988	98,249	2,751,943	181,834	2,197,647	280,083	4,949,590
1989	31,617	2,783,560	68,089	2,265,736	99,706	5,049,296
1990	165,617	2,949,177	74,993	2,340,729	240,610	5,289,906
1991	359,719	3,308,896	41,050	2,381,779	400,769	5,690,675
1992	43,801	3,352,697	64,887	2,446,666	108,688	5,799,363
1993	4,256	3,356,953	53,708	2,500,374	57,964	5,857,327
1994	-	3,356,953	61,384	2,561,758	61,384	5,918,711
1995	16,550	3,373,503	46,594	2,608,352	63,144	5,981,855
1996	91,705	3,465,208	38,286	2,646,638	129,991	6,111,846
1997	198,555	3,663,763	35,487	2,682,125	234,042	6,345,888
1998	248,093	3,911,856	39,368	2,721,493	287,461	6,633,349
1999			13,250	2,734,743	13,250	6,646,599

Fonte: BACEN, ABECIP e CEF.

Obs: Até maio de 1999.

## Anexo 2

### Sistema de Financiamento

(em US\$)

	1996	%	1997	%	1998	%
Agentes financeiros	434,422,807	10	536,470,769	12	739,086,110	26
Recursos próprios	3,859,483,538	90	4,064,919,072	88	2,099,147,961	74
<b>Total</b>	<b>4,293,906,345</b>	<b>100</b>	<b>4,601,389,841</b>	<b>100</b>	<b>2,838,234,071</b>	<b>100</b>

Nº.	Agente Financeiro	Valor Financiado (em US\$)					
		1996	%	1997	%	1998	%
1	America do Sul	38,288,322	8.8	14,203,198	2.6	4,579,695	0.6
2	Bamerindus	7,040,323	1.6	19,282,207	3.6	13,285,288	1.8
3	Bandeirantes	-	-	16,296,678	3.0	2,217,323	0.3
4	Banespa	10,636,026	2.4	7,723,436	1.4	2,792,520	0.4
5	BCN	3,569,268	0.8	-	-	-	-
6	BCN/Boston	-	-	5,684,211	1.1	-	-
7	Bernge	2,521,058	0.6	-	-	-	-
8	Boston	24,393,124	5.6	9,531,146	1.8	57,657,989	7.8
9	Bradesco	41,532,925	9.6	89,756,315	16.7	188,252,483	25.5
10	CEF	131,853,618	30.4	125,993,998	23.5	92,403,442	12.5
11	Citibank	-	-	-	-	12,597,522	1.7
12	Excel-Econômico	-	-	65,217,393	12.2	-	-
13	Finasa	-	-	-	-	8,910,995	1.2
14	Itaú	54,867,495	12.6	56,933,543	10.6	33,372,227	4.5
15	Noroeste	3,414,634	0.8	-	-	-	-
16	Nossa Caixa	-	-	3,575,254	0.7	-	-
17	Real	-	-	5,041,353	0.9	12,572,365	1.7
18	Safra	-	-	-	-	2,242,991	0.3
19	Santander	-	-	-	-	4,027,073	0.5
20	SBPE	13,297,403	3.1	10,053,418	1.9	65,228,472	8.8
21	SFH	90,216,183	20.8	59,809,145	11.1	192,508,855	26.0
22	Sudameris	5,755,994	1.3	33,702,910	6.3	46,436,870	6.3
23	Sul Brasileiro	7,036,434	1.6	-	-	-	-
24	Unibanco	-	-	13,666,564	2.5	-	-
<b>Total Agentes</b>		<b>434,422,807</b>	<b>100</b>	<b>536,470,769</b>	<b>100</b>	<b>739,086,110</b>	<b>100</b>

Fonte: EMBRAESP

### Anexo 3

#### Administradoras de Consórcio de Imóveis

Classificadas em ordem decrescente pela quantidade de grupos

Nº.	Administradora	Situação dos imóveis						Índice de Inadimplência
		Em construção		Entregues		Vinculados		
		Quant.	%	Quant.	%	Quant.	%	
1	Rodobens Adm. e Part. Ltda.	181	20.3	6,972	35.8	656	25.8	12.3
2	Randon Sist. Mútuo Aq. Bens S/C Ltda	51	5.7	1,083	5.6	413	16.3	17.3
3	Remaza Soc. Emp. E Adm. Ltda.	22	2.5	1,259	6.5	-	-	16.9
4	Cons Nac. Cidadela S/C Ltda.	19	2.1	1445	7.4	169	6.7	35.8
5	Libra Adm. de Cons. Ltda.	0	-	1062	5.5	72	2.8	32.9
6	Santa Emília Empr. Adm. S/C Ltda.	96	10.8	453	2.3	35	1.4	15.1
7	Ademilar Adm. Cons. S/A	13	1.5	872	4.5	48	1.9	17.3
8	Sinoserra Consórcios Ltda.	55	6.2	720	3.7	99	3.9	16.8
9	Cons. Nac. Embrakon S/C Ltda.	9	1.0	491	2.5	56	2.2	22.1
10	Vitoriawagen Adm. Cons. Ltda.	14	1.6	547	2.8	24	0.9	35.9
11	Farroupilha Adm. Cons. Ltda.	0	-	182	0.9	53	2.1	10.2
12	Cons. Nac. Luíza S/C Ltda.	87	9.8	30	0.2	2	0.1	11.6
13	Bancorbrás Adm. Cons. Ltda.	0	-	92	0.5	17	0.7	7.6
14	Araguaia Adm. Cons. S/C Ltda.	0	-	158	0.8	12	0.5	10.8
15	Bauru Adm. Bens S/C Ltda.	106	11.9	376	1.9	2	0.1	23.2
16	Líder Adm. Ltda.	0	-	72	0.4	53	2.1	27.6
17	Govesa Adm. Cons. S/C Ltda.	0	-	239	1.2	43	1.7	25.8
18	Cons. Nac. Confiança S/C Ltda.	0	-	69	0.4	7	0.3	59.8
19	Battistella Adm. Cons. S/C Ltda.	1	0.1	42	0.2	21	0.8	40.1
20	CCA Adm. Cons. Ltda.	0	-	136	0.7	11	0.4	30.5
21	Uniauto Adm. Cons. Ltda.	0	-	340	1.7	3	0.1	22.2
22	Gaplan Adm. Cons. S/C Ltda.	1	0.1	1087	5.6	454	17.9	40.5
23	Conprof Adm. Cons. S/C Ltda.	0	-	164	0.8	44	1.7	24.8
24	Consórcio Tenda Ltda.	4	0.4	249	1.3	6	0.2	35.4
25	Consórcio Borba Gato S/C Ltda.	0	-	93	0.5	31	1.2	46.7
26	SBC Sist. Bras. Cons. S/C Ltda.	2	0.2	113	0.6	1	0.0	53.9
27	Cons. Nac. Liderauto Ltda.	0	-	62	0.3	0	-	28.6
28	União Adm. Cons. S/C Ltda.	0	-	48	0.2	17	0.7	16.4
29	Autoplan Adm. Cons. S/C Ltda.	4	0.4	3	0.0	8	0.3	30.2
30	Marcos Marc. Adm. Cons. S/C Ltda	0	-	16	0.1	10	0.4	39.2
31	Motomaq Adm. Cons. S/C Ltda.	0	-	35	0.2	7	0.3	9.6
32	Monza Adm. Cons. S/C Ltda.	0	-	35	0.2	7	0.3	9.6
33	Cons. Econômico Ltda.	1	0.1	93	0.5	9	0.4	20.1
34	Porto Seguro Adm. Cons. S/C Ltda	0	-	0	-	9	0.4	3.7
36	Geral Record Empr. Ltda.	3	0.3	8	0.0	4	0.2	5.7
37	Anhangüera Adm. Cons. S/C Ltda.	0	-	6	0.0	8	0.3	24.5
38	Consórcio Remac Ltda.	0	-	12	0.1	6	0.2	73.3
39	Cipasa Adm. Cons. S/C Ltda.	0	-	60	0.3	2	0.1	13.6
40	KG Adm. Cons. S/C Ltda.	2	0.2	64	0.3	4	0.2	43.4
41	Autobens Adm. Cons. S/C Ltda.	2	0.2	3	0.0	1	0.0	34.0
42	Globo Adm. Cons. S/C Ltda.	2	0.2	33	0.2	2	0.1	18.9
43	Consórcio Quero-Quero Ltda.	2	0.2	45	0.2	6	0.2	14.1
44	Ferraz Adm. Cons. Ltda.	2	0.2	40	0.2	1	0.0	1.7
45	Ponta Adm. Cons. Ltda.	2	0.2	40	0.2	15	0.6	3.1

Fonte: BACEN

(continua)

### Anexo 3

(continuação)

No.	Administradora	Situação dos imóveis						Índice de Inadimplência
		Em construção		Entregues		Vinculados		
		Quant.	%	Quant.	%	Quant.	%	
46	Santa fé Adm. Cons. Ltda.	0	-	9	0.0	2	0.1	78.5
47	Empreend. Mafra Ltda.	0	-	48	0.2	2	0.1	21.5
48	Honorato Adm. Cons. Ltda.	0	-	19	0.1	0	0.0	36.0
49	Groscon Adm. Cons. S/C Ltda.	0	-	1	0.0	5	0.2	45.7
50	Conslar Adm. Cons. S/C Ltda.	0	-	11	0.1	0	0.0	55.4
51	Guarujá Veic. Adm. Cons. S/C Ltda.	200	22.4	0	0.0	0	0.0	22.8
52	Tarraf Adm. Cons. S/C Ltda.	0	-	9	0.0	4	0.2	45.5
53	Tedesco Adm. Bens S/C Ltda.	1	0.1	8	0.0	1	0.0	25.6
54	Cons. Morumbi Motor S/C Ltda.	0	-	16	0.1	5	0.2	30.4
55	Adm. Cons. Amantini S/C Ltda.	9	1.0	52	0.3	1	0.0	25.7
56	Menegalli Adm. Cons. S/C Ltda.	1	0.1	0	0.0	4	0.2	42.0
57	Triângulo Adm. Cons. S/C Ltda.	1	0.1	12	0.1	2	0.1	13.7
58	Videcar Adm. Cons. S/C Ltda.	3	0.3	15	0.1	9	0.4	48.0
59	Rivel Adm. Cons. S/C Ltda.	0	-	84	0.4	3	0.1	25.0
60	Unilance Adm. Cons. S/C Ltda.	0	-	19	0.1	1	0.0	48.9
61	Segurança Adm. Cons. S/C Ltda.	0	-	6	0.0	0	0.0	33.8
62	Koerich Adm. Cons. Ltda.	0	-	83	0.4	1	0.0	30.3
63	Bela Vista Adm. Cons. Ltda.	0	-	75	0.4	2	0.1	48.5
64	Adm. Cons. Spengler Ltda.	0	-	15	0.1	8	0.3	8.6
TOTALS		891	100.0	19,459	100.0	2,541	100.0	

Fonte: BACEN

## Anexo 4

### Fundos de Investimento Imobiliário

Nº	Nome	Data	Valor R\$	Nº. Cotas
1	Aldeia do Vale Fundo de Investimento Imobiliário	31.05.1999	4775877,04	1000000
2	BCN Metodo Fundo de Investimento Imobiliário	30.06.1999	1,111,854	7780
3	Fundo Alphaville de Investimento Imobiliário	30.06.1999	27,291,484	1200000
4	Fundo Brasília Machado de Investimento Imobiliário	30.06.1999	13,910,698	14000000
5	Fundo Campinas de Investimento Imobiliário	30.06.1999	2,500,000	2500000
6	Fundo Cyrella de Investimento Imobiliário	30.06.1999	36,400	2506062
7	Fundo Cyrella Tecnisa de Investimento Imobiliário	30.06.1999	25,868	6526976
8	Fund Fortaleza de Investimento Imobiliário	30.06.1999	56,442,312	500000
9	Fundo de Invest. Imobiliário ABC Plaza Shopping	30.06.1999	53,225,076	40000000
10	Fundo de Investimento Imobiliário Brasil	31.12.1998	1,942,245	1560000
11	Fundo de Invest. Imob. C&D Estação Plaza Show	30.06.1999	57,624,535	72500
12	Fundo de Invest. Imob. Têxtil Intern	30.06.1999	41,509,252	31809758
13	Fundo de Inv. Imob. Conca-BBM Emp. Jardim Botan	30.06.1999	165,918	180
14	Fundo de Invest. Imob. Fator-Rio Office	30.04.1999	48,514,072	76000
15	Fundo de Inv. Imob. Gafisa-BBM Bay View Res Serv	30.06.1999	6,224,975	840
16	Fundo de Inv. Imob. Gafisa Banco BBM InterativeFlat	30.06.1999	2,632,299	500
17	Fundo de Invest. Imob. Gafisa-Banco BBM	31.05.1999	2,096,888	170
18	Fundo de Invest. Imob. Geo Guararapes	30.06.1999	13,037,659	12583000
19	Fundo de Invest. Imob. Hermes	30.04.1999	32,344,900	35207
20	Fundo de Invest. Imob. Lógica Agenco	30.06.1999	3,475,538	2260
21	Fundo de Invest. Imob. Logus	30.06.1999	5,563,680	5750000
22	Fundo de Invest. Imob. Manhattan	31.05.1999	5,551,767	50000
23	Fundo de Invest. Imob. Memorial Office	30.06.1999	29,495,537	493708
24	Fundo de Invest. Imob. Mistral	30.04.1999	25,647,950	8250000
25	Fundo de Invest. Imob. Modal I	30.06.1999	7,151,213	6000
26	Fundo de Invest. Imob. Panamby	30.06.1999	130,010,914	758400
27	Fundo de Invest. Imob. Pateo Moinhos de Vento	30.04.1999	38,560,096	120533
28	Fundo de Invest. Imob. Projeto Água Branca	08.10.1998	75,000,000	750000
29	Fundo de Invest. Imob. Property	30.06.1999	5,585,813	54000
30	Fundo de Invest. Imob. Real Estate	30.06.1999	5,951,524	4534
31	Fundo de Invest. Imob. River Shopping	30.04.1999	4,965,814	17465039
32	Fundo de Invest. Imob. Superquadra 311-NO	31.05.1999	11,292,275	51235
33	Fundo de Invest. Imob. Time Center	31.01.1999	894,271	8998
34	Fundo de Invest. Imob. Trade Center	30.06.1999	54,222,532	35500
35	Fundo de Invest. Imob. Tropical	30.04.1999	24,513,294	20041000
36	Fundo de Invest. Imob. Via Parque Shopping	31.05.1999	111,198,003	773564
37	Fundo de Invest. Imob. Ville de France	31.05.1999	438,514	1200
38	Fundo JK de Investimento Imobiliário	30.06.1999	16,596,807	17642530
39	Fundo Maxi-1 de Investimento Imobiliário	30.06.1999	7,942,011	20000000
40	Fundo Norchem-Guararapes Investimento Imobiliário	30.06.1999	16,291,300	6800000
41	Fundo Sigma de Investimento Imobiliário	30.06.1999	9,937,545	80000
42	Fundo TAL Investimento Imobiliário	30.06.1999	92,929	23304139
43	Guanabara Fundo de Investimento Imobiliário	30.04.1999	5,246,930	2492
44	Incorporações Birman Fundo Invest. Imobiliário	30.11.1998	3,494,587	1450
45	Lagra Fundo de Investimento Imobiliário	30.06.1999	26,982,134	19336
46	Loginvest Fundo de Invest. Imobiliário	30.04.1999	26,151,319	17100
47	Minas Industrial Fundo Invest. Imobiliário	31.05.1999	76,372,823	5301000
48	Prime Income Fundo Invest. Imobiliário	31.05.1999	33,399,997	16252
49	Res. Monte Carlo/Matão SP Fundo Inv. Imobiliário	31.01.1999	550,000	1000
50	SC Fundo de Investimento Imobiliário	30.06.1999	19,870,307	14475
51	SCP Fundo de Investimento Imobiliário	30.06.1998	6,153,274	42000
52	TE Rio Fundo de Investimento Imobiliário	31.12.1998	105,474,712	110000
TOTAL			1,259,487,722	

Fonte: CVM

## Anexo 5

### Favelas na Cidade de São Paulo

Nº.	AR	Número de Domicílios				R	População Moradora	
		1987	%	1993	%		1987	1993
1	PJ	4,542	3.02	26,585	7.02	5.85	24,618	133,459
2	FO	12,271	8.16	61,128	16.13	4.98	66,509	306,862
3	ST	3,695	2.46	11,046	2.92	2.99	20,027	55,452
4	MG	3,352	2.23	12,891	3.40	3.85	18,168	64,713
5	PE	2,559	1.70	5,948	1.57	2.32	13,870	29,859
6	MP	11,630	7.73	26,561	7.01	2.28	63,035	133,338
7	IQ	6,043	4.02	12,758	3.37	2.11	32,753	64,047
8	MO	2,123	1.41	6,131	1.62	2.89	11,507	30,778
9	VP	7,759	5.16	10,159	2.68	1.31	42,054	50,999
10	IP	7,517	5.00	12,163	3.21	1.62	40,742	61,057
11	VM	4,646	3.09	8,680	2.29	1.87	25,181	43,576
12	SA	15,661	10.41	21,946	5.79	1.40	84,883	110,171
13	CL	33,038	21.96	67,826	17.90	2.05	179,066	340,487
14	BT	10,030	6.67	28,250	7.46	2.82	54,363	141,817
15	PI	680	0.45	1,336	0.35	1.96	3,686	6,709
16	LA	4,015	2.67	11,618	3.07	2.89	21,761	58,325
17	SE	57	0.04	129	0.03	2.26	309	646
18	PR	578	0.38	910	0.24	1.57	3,133	4,568
19	SM	3,508	2.33	9,762	2.58	2.78	19,013	49,006
20	CS	16,748	11.13	43,033	11.36	2.57	90,774	216,025
TOTAL		150,452	100.00	378,860	100.00	2.52	815,452	1,901,894

Fonte: FIPE/SEHAB

AR = Administração Regional

R = Razão de crescimento 1993/1987

## Anexo 6

### Edifícios Inteligentes

---

#### 1. Classificação das Edificações

- **Classe AA:** Edifícios com ótimas características e especificações técnicas, tais como: sistema de ar condicionado central (ACC) com termoacumulação de gelo e controle de volume de ar variável (VAV); excelente sistema de prevenção e combate a incêndio, com escadas de emergência, *sprinklers*, detetores de calor e fumaça; segurança patrimonial; piso elevado; quantidade suficiente de vagas de estacionamento; sistemas de supervisão e gerenciamento predial; acabamentos externos e internos de primeira qualidade e ótima qualidade de espaço.
- **Classe A:** Edifícios com boas especificações técnicas, sistema de ACC, malha de piso, bom sistema de segurança contra incêndio e patrimonial, acabamentos externos e internos de boa qualidade e boa qualidade de espaço.
- **Classe B:** Edifícios com características e especificações técnicas regulares, apesar da presença de sistema de ACC.
- **Classe C:** Edifícios com características e especificações técnicas regulares e sem sistema de ACC.

#### 2. Qualidade da Edificação

- Os edifícios enquadrados nas melhores classificações também são chamados "inteligentes" por possuírem todo um controle monitorado por computador que inclui:
  - Elevador: controle do mínimo tempo de espera ajustando-o conforme a demanda e ao pico de tráfego.
  - Gestão Técnica Central (GTC): controle computadorizado de iluminação com *dimmers* e sensores de presença, sonorização ambiental, circuito fechado de TV, controle eletrônico de acesso.
  - Telecomunicação: infraestrutura que permita utilizar plenamente os avanços tecnológicos como, antenas parabólicas, cablagem em fibra ótica, linhas digitais DDR, Internet, TV a cabo etc.
  - Administração Predial: efetiva prestação de serviços de alto nível, ao usuário, com eficiência e segurança incorporando métodos e procedimentos de moderna gestão.

Fonte: Bolsa de Imóveis do Estado de S. Paulo/  
Panorama Setorial da Gazeta Mercantil.

Anexo 7

**Crescimento do número de domicílios e financiamentos habitacionais do SFH**

Ano	Novos Domicílios	Unidades Financiadas	Unid. Financ./ Novos Dom.
1964		5,162	
1965		14,790	
1966		38,023	
1967		105,712	
1968		166,494	
1969		179,192	
1970		25,761	
1971	322,366	122,000	37.8%
1972	328,261	121,000	36.9%
1973	820,689	148,000	18.0%
1974	857,536	96,205	11.2%
1975	896,037	141,929	15.8%
1976	936,266	273,763	29.2%
1977	645,786	267,713	41.5%
1978	664,926	337,649	50.8%
1979	1,031,985	383,223	37.1%
1980	1,078,087	627,342	58.2%
1981	818,343	465,398	56.9%
1982	1,372,363	541,129	39.4%
1983	784,051	77,247	9.9%
1984	978,328	86,358	8.8%
1985	1,136,046	59,657	5.3%
1986	800,410	106,662	13.3%
1987	1,035,774	231,232	22.3%
1988	1,031,154	280,083	27.2%
1989	1,172,073	99,706	8.5%
1990	1,239,676	240,610	19.4%
1991		400,769	
1992		108,688	
1993	922,698	57,964	6.3%
1994		61,384	
1995		63,144	
1996	0	129,991	
1997	898,855	234,042	26.0%
1998	0	287,461	

Fonte: (NERI e CARVALHO, 1998, p. 9), IBGE, CEF e ABECIP

99

00

## BIBLIOGRAFIA

1. ABAC. Estatísticas do Sistema de Consórcios. 1999. Endereço eletrônico: <http://www.abac.org.br/p-publi.htm>
2. ABDALLA, Anésio. *Não repetir, em 1999, os problemas de 1998*. São Paulo: Revista do SFI, v. 7, p. 48, 1998
3. ABECIP. *Estatísticas SFH – Financiamentos Habitacionais*. 1999. Endereço eletrônico: <http://www.abecip.org.br/estfh1.htm>.
4. ABRASCE, Associação Brasileira de Shopping Centers. *A indústria de Shopping Centers no Brasil*. 1999. Endereço eletrônico: <http://www.abrasce.com.br/brasil.htm>
5. ALBUQUERQUE, Marcos C.C.. *Habitação Popular: Avaliação e Propostas de Reformulação do Sistema Financeiro de Habitação*. São Paulo: Estudos Econômicos IPE-USP, v. 16, n. 1, p. 77-121, jan./abr 1986.
6. ANDRADE, Thompson A. e SERRA, Rodrigo V.. *O Recente Desempenho das Cidades Médias no Crescimento Populacional Urbano Brasileiro*. Rio de Janeiro: IPEA, 1998. 27 p. (Texto para Discussão n. 554).
7. ANTUNES, Marcelo. *O Fundo Imobiliário pode ter mais cotistas*. Gazeta Mercantil. São Paulo, 05/01/1999, Caderno B, p. 1.
8. ASMUSSEN, Michael W. Flats: quem pagará a conta? *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 28/03/1998, seção Opinião.
9. ASSAF, Alexandre N. *Mercado Financeiro*. São Paulo: Ed. Atlas, 1999.322 p.
10. BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Consórcios – Segmento I – Imóveis*. 1999. p. 1-3. Endereço eletrônico: <http://www.bcb.gov.br/htms/consorci/scgmen1n.htm>
11. BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Sistema Financeiro de Habitação – SFH*. 1999, p. 1-7. Endereço eletrônico: <http://www.bcb.gov.br/htms/sfh/htm>
12. BARBOSA, Fernando H. *A Indexação dos Ativos Financeiros: A experiência brasileira*. Revista Brasileira de Economia. Rio de Janeiro, v. 47, n. 3, p. 373-397, jul./set. 1993.
13. BARRE, Raymond. *Manual de Economia Política*., Ed. Fundo de Cultura, Rio de Janeiro, 1964. 281 p.
14. BARROS, José R.M., FERREIRA, Francisco M.R., ALMEIDA, Mansueto F.J. e CARRERES, Victor M.L.. *Governo cria bases do novo sistema de habitação*. Gazeta Mercantil, São Paulo, 21-22e23/02/1997. Caderno A: Nacional, Perspectiva Econômica. P. 6.
15. BEER, Ilona. *Uma discussão sobre a TR*. São Paulo: Revista do SFI, v. 6, p. 34-37, 1998.
16. BLOCK, Ralph L. *Investing in REITS*. Princeton NJ, EUA: Bloomberg Press, 1998. 367 p.
17. BRIGHAM, Eugene F. e GAPENSKI, Louis C. *Financial Management*. 8ª. ed. The Forth Worth, TX, EUA: Dryden Press, 1997. 1192 p.
18. BRITTON, William, DAVIES, Keith, JOHNSON, Tony. *Modern Methods of Valuation (of Land, Houses and Buildings)*. London: The Estates Gazette, 1980. 605 p.
19. BRUEGGEMAN, William B. e FISHER, Jeffrey D. *Real Estate Finance and Investments*. 10ª. ed. Hill, New York, NY, EUA: Irwin/McGraw, 1997. 760 p.

20. CAIXA ECONÔMICA FEDERAL. *Guia para financiamentos imobiliários*. Brasília: Caixa, 1998. 34 p.
21. CAPLIN, A., CHAN, S., FREEMAN, C. e TRACY, J. *Housing Partnerships*. Cambridge (MA): MIT Press, 1997. 262 p.
22. CHACEL, Julian, SIMONSEN, Mário H., WALD, Arnold. *A Correção Monetária*. 1ª ed. Rio de Janeiro: FGV, 1976. p. 29-193.
23. CHARLES, Susan. *Housing Economics*. Londres: MacMillan Press, 1977. 77p.
24. CLAPP, John M. *Dynamics of Office Markets*. Washington, DC: The Urban Institute Press-AREUA. 1993. 198p..
25. CONJUNTURA ECONÔMICA. *Inflação e Investimento em Imóveis*. Rio de Janeiro: FGV, - Finanças - n. 5, p.63-68, mai.1965.
26. DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de Investimentos*. Rio de Janeiro: Qualitymark. 1999. 630 p.
27. DEL MAR, Carlos P. e RIZKALLAH Jr., Alfredo. *Alienação Fiduciária de Coisa Imóvel*. São Paulo: Del Mar, Monaco, Rizkallah, Goldenberg & Advogados Associados, 1998. 79 p.
28. DORNBUSCH, Rudiger e FISCHER, Stanley. *Macroeconomia*. , São Paulo: Makron Books, 1993. 307 p.
29. ECO, Umberto. *Como se faz uma tese*. 2ª. Edição. São Paulo: Editora Perspectiva, 1985. 184 p.
30. EMBRAESP. *Informativo Imobiliário Embraesp: Relatório Anual de 1998*. São Paulo; 25 p. mar. 1999.
31. FARAH, Marta F.S.. *Processo de Trabalho da Construção Habitacional: Tradição e Mudança*. São Paulo: FAPESP, 1996. 308 p.
32. FINNERTY, John D. *Project Finance*. Qualitymark. Rio de Janeiro, 1998.
33. FIPE Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas. *Cortiços na área central da cidade de São Paulo*. São Paulo: SEHAB, 1997. 29 p.
34. FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro: Produtos e Serviços*. 12ª. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 1999. 485 p.
35. FRIEDMAN, HARRIS e LINDEMAN. *Dictionary of Real Estate Terms*. Barron's. Hauppauge, NY, 1993.
36. GAZETA MERCANTIL. *Análise Setorial: Escritórios*. São Paulo, v. I, 67 p. e v. II, 188 p., set./1997. (Série Panorama Setorial).
37. GIMENEZ, Luiz C.P. e MATOS, Carolina B. *Shopping Centers: Importância e Estratégias Recentes*. 1998. Endereço eletrônico: <http://www.bndes.gov.br>.
38. GONÇALVES, Robson R.. *Onde faltam moradias no País*. São Paulo: Revista do SFI, v. 5, p. 14-17, 1998.
39. GUDIN, Eugênio. *Inflação: Crédito e Desenvolvimento*. 1ª. ed. Rio de Janeiro: Livraria Agir Editora, 1956. 128 p.
40. GUDIN, Eugênio. *Taxa de Juros*. Digesto Econômico. São Paulo, v. 27, p.68-75, fev.-1947.
41. HAUGEN, Robert A. *Modern Investment Theory*. Prentice-Hall, Upper Saddle River, NJ, EUA, 1997.
42. IBGE. *Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios PNAD 1997*. Rio de Janeiro: IBGE, v. 19, n. 4, p. 1-112, 1998.

43. IBGE. *Síntese de Indicadores Sociais 1998*. Rio de Janeiro: IBGE, 1999, p. 1-204.
44. IBGE. *Síntese de Indicadores Sociais 1998*. Rio de Janeiro: IBGE, 1999. 204 p.
45. IBRAFI – Instituto Brasileiro de Estudos Financeiros e Imobiliários. *SFI e seu funcionamento*, p. 1-19, jul. 1998. (Apostila).
46. KOBLINER, Beth. *Get a Financial Life*. New York, NY : Simon & Schuster., 1996. 283 p.
47. LEHWING, Maria L.M.. *Menos Financiamento, mais déficit habitacional*. Rio de Janeiro: Conjuntura Econômica, v. 50, n. 11, p. 42-43, nov. 1996.
48. LEITE, Hélio P. e ROSSETTI, José P. *A Economia Brasileira e a Indústria da Construção*. São Paulo: Secovi, 1981. 232 p.
49. LOPES, Luiz M. e VASCONCELOS, Marco A. S. *Manual de Macroeconomia*. Atlas, S. Paulo, 1997.
50. LUCENA, José M. P.. *O Mercado Habitacional no Brasil*. Rio de Janeiro: Ed. FGV, série Teses n. 9, 1985, 185 p.
51. MAIA, Francisco P. *Casas Populares*. Digesto Econômico. São Paulo, cap. I, v.28, p. 20-30, mar-1947.
52. MAIA, Francisco P. *Casas Populares*. Digesto Econômico. São Paulo, cap. II, v.29, p. 27-37, abr-1947.
53. MAIA, Francisco P. *Casas Populares*. Digesto Econômico. São Paulo, cap. III, v.30, p. 25-34, mai-1947.
54. MARTONE, Celso L. *O Novo SFI: Perspectivas*. São Paulo: Revista do SFI, v. 4, p. 20-23, jun/ago 1997.
55. McEACHERN, William A. *Macroeconomics*. South-Western College Publishing, Cincinnati, Ohio, 1997.
56. MIRANDA, João César M.B. e RIOLI, Vladimir A. *Plano de Securitização de Créditos Imobiliários*. São Paulo: ABRAPP, maio de 1996, 24 p.
57. NERI, Marcelo e CARVALHO, Kátia. *Demanda por Moradia: financiamento habitacional e comportamento financeiro das famílias*. São Paulo: Estudos Econômicos da Construção, 1998, v. 3, n. 2, p. 2-19.
58. PINDYCK, Robert S. e RUBINFELD, Daniel. *Microeconomics*. Prentice-Hall, Upper Saddle River, NJ, EUA, 4ª ed., 1998.
59. PINTAUDI, Silvana M. e FRUGOLI Jr., Heitor. *Shopping Centers: Espaço, Cultura e Modernidade nas Cidades Brasileiras*. 1ª. Ed. S. Paulo: Editora UNESP, 1992. 129 p.
60. PRADO, Eleutério S. e PELIN, Eli R.. *Moradia no Brasil: Reflexões sobre o problema habitacional brasileiro*. Rio de Janeiro: CBMM, 1993. 86 p.
61. PRIMEIRO CONGRESSO INTER-AMERICANO DE LA VIVIENDA. 10-15 out/1966. Santiago, Chile. *A Política Habitacional Brasileira-BNH*. Brasília: Ministério da Fazenda. p. 1-19
62. QUEIRÓZ, Cid H. *A Atividade de Crédito Imobiliário e Poupança: Alguns Aspectos Jurídicos*. Rio de Janeiro: ABECIP, 1993. p. 171-247 (Parecer a respeito da legalidade e regularidade do Fundo de Compensação de Variações Salariais – FCVS).
63. Revista ABRAPP: *Mercado valoriza prédios*. São Paulo: ABRAPP, n. 252, p. 22-28, mar./abr. 1999.

64. REVISTA INDÚSTRIA IMOBILIÁRIA. São Paulo: Secovi, ano 8, n. 81, set. 1998.
65. REVISTA INDÚSTRIA IMOBILIÁRIA. São Paulo: Secovi, ano 8, n. 83, nov. 1998.
66. REVISTA INDÚSTRIA IMOBILIÁRIA. São Paulo: Secovi, ano 8, n. 88, mai. 1999.
67. REYNOLDS, Clark W. e CARPENTER, Robert T. *Financiamento à Habitação e Distribuição de Riqueza no Brasil*. Revista de Administração de Empresas. Rio de Janeiro, v. 17, n. 5, p. 43-61, set-out. 1977.
68. RUDGE, Luiz F. e AMENDOLARA, L. *Desvendando a Rede dos Financiamentos Imobiliários*. S. Paulo: Editora PINI, 1997. 111 p.
69. RUDGE, Luiz F. e CAVALCANTE, Francisco. *Mercado de Capitais*. 4ª. ed. Belo Horizonte: Comissão Nacional de Bolsas de Valores – CNBV, 1998. 334 p.
70. RUFFIN, Roy F. e GREGORY, Paul R. *Principles of Economics*. , 4ª. ed., Glenview, IL, EUA: Scott-Foresman, 1990. 851 p.
71. SAMUELSON, Paul A. *Introdução à Análise Econômica*. , 6ª. ed. Rio de Janeiro: Agir Editora, 1969. 1ª. v. 498 p.
72. SANDRONI, Paulo. *Dicionário de Administração e Finanças*. 9ª. Edição. São Paulo: Editora Best Seller. 1996. 375 p.
73. SANTOS, Cláudio H.M. *Políticas Federais de Habitação no Brasil*. Brasília: IPEA, 1999. 29 p.(Texto para Discussão n. 654).
74. SEHAB-PMSP. *Favelas da cidade de São Paulo*. Relatório Gerencial, mar./1994, publicado no D.O.M. de 31/05/1995. 12 p.
75. SIMONSEN, M.H. *Análise Econômica e Escolha Envolvendo Risco*. Revista Brasileira de Economia. Rio de Janeiro, v. 2 , p. 135-168, fevereiro-março de 1966
76. SIMONSEN, Mário, H. *Perspectivas do Sistema Financeiro Imobiliário*. Palestra no VII Encontro da ABECIP. São Paulo: ABECIP. 1996, p. 28-33.
77. SIMONSEN, Mário, H.e CYSNE, R.P. *Macroeconomia*. São Paulo: FGV/ATLAS. 1995. 696 p.
78. SINDUSCON. *Sumário Econômico: Conjuntura Econômica e Perspectivas para 1999*, p.3-11., nov./dez. 1998.
79. SINDUSCON. *Sumário Econômico: Sumário Estatístico*, p. 21-47., fev./mar. 1999.
80. TERRA, Marcelo. *Aspectos Jurídicos e Tributários: Fundos de Investimento Imobiliário*. São Paulo: ABRAPP/ICSS Instituto Cultural de Seguridade Social – Debates, 1995, p. 28-50.
81. THOMSETT, Michael C. e THOMSETT, Jean Freestone. *Getting Start in Real Estate Investing*. New York : Wiley & Sons. 1998. 293 p.
82. VASCONCELOS, José R. e CÂNDIDO, José O Jr.. *O Problema Habitacional no Brasil: Déficit, Financiamento e Perspectivas*. Brasília: IPEA, 1996, 43 p. (Texto para Discussão n. 410).
83. WHEATON, William C. *Real Estate Cycles: Some Fundamentals*. Cambridge, MA, EUA: MIT. 1997. 22 p.