ALINE VIOTTO GOMES

DIREITO E FINANCIAMENTO: AS TRANSFORMAÇÕES REGULATÓRIAS NA PASSAGEM DO SISTEMA FINANCEIRO DE HABITAÇÃO PARA O SISTEMA DE FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO

Dissertação de Mestrado

Orientador: Professor Dr. Luís Fernando Massonetto

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo - SP

2015

ALINE VIOTTO GOMES

DIREITO E FINANCIAMENTO: AS TRANSFORMAÇÕES REGULATÓRIAS NA PASSAGEM DO SISTEMA FINANCEIRO DE HABITAÇÃO PARA O SISTEMA DE FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção de título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Econômico e Financeiro, sob orientação do Prof. Dr. Luís Fernando Massonetto.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

São Paulo - SP

2015

ALINE VIOTTO GOMES

DIREITO E FINANCIAMENTO: AS TRANSFORMAÇÕES REGULATÓRIAS NA PASSAGEM DO SISTEMA FINANCEIRO DE HABITAÇÃO PARA O SISTEMA DE FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção de título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Econômico e Financeiro, sob orientação do Prof. Dr. Luís Fernando Massonetto.

Aprovado em: 15/06/2015

Prof. Dr. Luís Fernando Massonetto Julgamento: Aprovado	Instituição: FDUSP Assinatura: _____
Prof. Dr. Diogo R. Coutinho Julgamento: Aprovado	Instituição: FDUSP Assinatura: _____
Prof. Dr. Mariana Fix Julgamento: Aprovado	Instituição: IE-UNICAMP Assinatura: _____

Versão corrigida em agosto de 2015. A versão original, em formato eletrônico (PDF), encontra-se disponível na CPG da Unidade.

Agradecimentos

Ao meu orientador, Luís Fernando Massonetto, agradeço a atenciosa orientação, os debates estimulantes, o incentivo em prosseguir no direito econômico e a paciência em orientar.

À Professora Mariana Fix e ao Professor Diogo Coutinho, que leram meu projeto com tanta atenção e que fizeram contribuições valiosas, colocando a pesquisa em melhores rumos.

Ao GEDIRC e a todas as pessoas que passaram pelo grupo, pelas discussões instigantes, que muitas vezes ultrapassavam a hora de ir embora, e que me auxiliaram nas reflexões que perpassaram esse trabalho. Em especial, aos amigos Caio Yamaguchi, Jonnas Vasconcellos e José Eduardo Segatto, com quem compartilhei muitas das minhas ideias e angústias desse período.

À Luciana Royer e ao Álvaro Pereira, que me ajudaram a desvendar o mundo do sistema financeiro imobiliário, com enorme paciência, quando tantas siglas e termos pareciam até outra língua.

Ao Nabil Bonduki e equipe, com quem aprendi tanto e que foram extremamente compreensíveis comigo no período final da escrita.

Às amigas e aos amigos do Fórum da Esquerda e do SAJU, que criaram laços e deixaram marcas que irão me acompanhar pra sempre. Ao Silas Cardoso e à Regina Stela, pela companhia nessa jornada.

À Rachelle Balbinot, por sempre ter os melhores conselhos. À Bianca Tavolari, amiga querida, pelos debates e sonhos.

À Vó Cema, ao Vô Jayme e a Vó Dilce, por serem tão compreensivos com a minha ausência e tão avós na minha presença. Ao Né, irmão-primo e à Thatá, irmã-amiga, desde sempre. Ao Tio Wanderley, à Ella e à Kerrie.

À minha mãe, Sandra, e ao meu pai, Wagner, pelo carinho e por tornarem tudo sempre melhor.

Ao Iagê, pela leitura e revisão tão atenta, pelos debates, por acreditar que daria certo, por faltar linhas pra dizer tudo.

Resumo

O propósito desta dissertação é compreender como o conjunto de instituições, conceitos e procedimentos jurídicos que regulam o financiamento habitacional – o direito do financiamento habitacional – transformou-se na passagem do modelo regulatório centrado no Sistema Financeiro de Habitação (SFH) para outro cujo eixo é o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI). No Brasil, desde 1964 até os anos 1990, o financiamento habitacional foi regulado quase que exclusivamente no interior do SFH, único sistema especializado em crédito habitacional do país. Sob a justificativa da falência do SFH, em 1997 foi criado o SFI, um novo arcabouço regulatório que passou a operar em paralelo ao SFH. A reforma do modelo regulatório foi parte de um contexto politicamente dominado pela agenda de agências internacionais como o Banco Mundial e academicamente hegemonizado por teorias neo-institucionalistas (como a literatura *Law & Finance*), que condicionavam o desenvolvimento do financiamento em países subdesenvolvidos a transformações jurídicas.

A partir de pesquisa comparativa sobre os dois sistemas, o estudo pretende identificar e avaliar rupturas e continuidades entre o SFH e o SFI quanto aos seus objetivos, às suas estruturas regulatórias e aos mecanismos de regulação de remuneração do capital, de garantia e de cobrança de dívidas. A dissertação argumenta que o SFI ressignificou os objetivos, mecanismos e direitos historicamente protegidos pelo modelo de direito do financiamento habitacional consolidado no SFH. Operou-se, assim, a transição de um sistema centrado no direito social à habitação para um modelo focado nos direitos dos credores e investidores. Contudo, as transformações trazidas pelo SFI não implicaram uma mera substituição do antigo modelo regulatório, na medida em que aquele incorporou seletivamente elementos do SFH para a consolidação de um novo sistema de financiamento. Nessa passagem, o direito do financiamento habitacional foi submetido a uma nova lógica, diluindo-se em um novo modelo regulatório, aqui definido como direito do financiamento imobiliário.

Palavras-chave: direito e financiamento, financiamento habitacional, Sistema Financeiro de Habitação, Sistema de Financiamento Imobiliário.

Resumée

L'intention de cette dissertation est de comprendre comment un groupe d'institutions, concepts et processus juridiques, régulent le financement aux logements – le droit du financement aux logements – qui s'est transformé lors du passage du modèle régulateur centré sur le Système Financier aux Logements (SFH) en un autre dont l'axe est le Système de financement Immobilier (SFI). Au Brésil, de 1964 jusqu'aux années 1990, le financement des logements a été réguler presque exclusivement au sein du SFH, l'unique système spécialisé dans les crédits pour le logement dans le pays. Sous la justification de la faillite du SFH, en 1997 a été créé le SFI, une nouvelle structure de réglementation qui a commencé à opérer en parallèle au SFH. La réforme du modèle régulateur a été une partie d'un contexte politique dominé par l'agenda des agences internationales comme la Banque Mondiale et académiquement dominé par des théories néo-institutionnalistes (comme le recueil *Law & Finance*), qui conditionnait le développement du financement, dans les pays en développement, aux transformations juridiques.

A partir de recherches comparatives sur les deux systèmes, cette étude à l'intention d'identifier et évaluer les ruptures et les continuités entre le SFH et le SFI, quant à ces objectifs, ses structures régulatrices et les mécanismes de régulation de rémunération du capital, de garantie et de règlement des dettes. Cette dissertation met en valeur le fait que le SFI a redéfini les objectifs, les mécanismes et les droits historiquement protégés par le modèle du droit du financement aux logements consolidés dans le SFH. Cela s'est opéré ainsi, la transition d'un système centré sur le droit social au logement pour un modèle focalisé sur les droits des créanciers et des investisseurs. Cependant, les transformations apportées par le SFI n'ont pas impliqué une simple substitution de l'ancien modèle régulateur, dans la mesure où il a incorporé sélectivement des éléments du SFH pour une consolidation d'un nouveau système de financement. Dans cette transition, le droit de financement aux logements a été soumis a une nouvelle logique, se diluant dans un nouveau modèle régulateur, ici défini comme droit du financement immobilier.

Mots-clés : Droit et financement, financement au logement, système Financier au Logement, Système de Financement Immobilier.

Lista de abreviaturas e siglas

ABECIP – Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança
ABI – Associação Brasileira de Imprensa
BACEN – Banco Central do Brasil
BID – Banco Interamericano de Desenvolvimento
BM – Banco Mundial
BM&FBovespa – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
BNH – Banco Nacional de Habitação
CBIC – Câmara Brasileira da Indústria da Construção
CCB – Certificado de Crédito Bancário
CCI – Cédulas de Crédito Imobiliário
CCFGTS – Conselho Curador do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
CDC – Código de Defesa do Consumidor
CEF – Caixa Econômica Federal
CIBRASEC – Companhia Brasileira de Securitização
CMN – Conselho Monetário Nacional
COHAB – Companhia de Habitação
CPC – Código de Processo Civil
CRI – Certificado de Recebíveis Imobiliários
CVM – Comissão de Valores Mobiliários
FAL – Fundo de Assistência de Liquidez
Fannie Mae (FNMA) – Federal National Mortgage Association
FAR – Fundo de Arrendamento Residencial
FCVS – Fundo de Compensação de Variações Salariais
FDS – Fundo de Desenvolvimento Social
FGDLI – Fundo de Garantia de Depósitos e Letras Imobiliárias
FGTS – Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
FHA – Federal Housing Association
FIDC – Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios
FII – Fundo de Investimento Imobiliário
HOLC – Home Owners Loan Corporation
IAP – Instituto de Aposentadorias e Pensões
IFC – International Finance Corporation
IPO – Inicial Public Offering (Oferta Pública Inicial)
LCI – Letra de Crédito Imobiliário
LH – Letras Hipotecárias
LI – Letras Imobiliárias
L&F – Law and Finance
MBS – Mortgage Backed Securities
OAB – Ordem dos Advogados do Brasil
OGU – Orçamento Geral da União

ORTN – Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional
OTN – Obrigação do Tesouro Nacional
PCM – Plano de Correção Monetária
PES – Plano de Equivalência Salarial
PIB – Produto Interno Bruto
SBPE – Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
SCI – Sociedades de Crédito Imobiliário
SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SEPURB – Secretaria Especial de Planejamento Urbano
SERFHAU – Serviço Federal de Habitação e Urbanismo
SFH – Sistema Financeiro de Habitação
SFI – Sistema Financeiro Imobiliário
SFS – Sistema Financeiro de Saneamento
SICCE-GB – Sindicato das Indústrias de Construção Civil do Estado da Guanabara
SINDUSCON – Sindicato da Indústria da Construção Civil
SPE – Sociedade de Propósito Específico
STF – Superior Tribunal Federal
STJ – Superior Tribunal de Justiça
UDN – União Democrática Nacional
UPC – Unidade Padrão de Capital
VPE – Veículo de Propósito Específico

Sumário

Introdução 10

1. **Direito e financiamento: abordagens jurídicas sobre o financiamento habitacional** 15

1. 1. A centralidade do direito como agenda política 15

1. 2. A centralidade do direito como agenda acadêmica 27

1.3. Uma perspectiva alternativa para o estudo do direito e financiamento 32

1.4. Notas metodológicas 36

2. **Direito do financiamento habitacional: o modelo do SFH** 39

2.1. Direito e financiamento no desenvolvimentismo 39

2.2. Objetivos e estrutura do SFH 44

2.3. Os instrumentos do SFH 54

2.3.1. Remuneração do capital 55

2.3.2. Garantias 65

2.3.3. Procedimentos de cobrança 72

2.4. Conclusões parciais 77

3. **Direito do financiamento imobiliário: o modelo do SFI** 80

3.1. Direito e financiamento no neoliberalismo 80

3.2. Objetivos e estrutura do SFI 86

3.3. Os instrumentos do SFI 94

3.3.1. Remuneração do capital 95

3.3.2. Garantias 100

3.3.3. Procedimentos de cobrança 112

3.4. Conclusões parciais 117

Conclusões 121

Referências Bibliográficas 134

Introdução

O problema da falta de moradia de uma parcela significativa da população dos centros urbanos é uma característica comum aos países subdesenvolvidos. O intenso processo de urbanização que esses países sofreram a partir da segunda metade do século XX e a instabilidade das economias seriam os principais fatores para explicar a dificuldade em combater o déficit habitacional das grandes cidades.

O debate sobre como enfrentar essa realidade dos países subdesenvolvidos ganhou uma dimensão global a partir do envolvimento das agências multilaterais, como o Banco Mundial (BM) e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), na década de 1970. Até os anos 1980, predominou a política de financiamento de projetos habitacionais localizados, em que as agências concediam recursos para a produção de moradias e urbanização de áreas degradadas. A promoção habitacional, na maioria dos casos, foi assumida diretamente pelo Estado.

Sem lograr grandes êxitos, as agências multilaterais iniciaram um processo de mudança da política habitacional que vinha até então sendo implementada. A nova política promovida por entidades como o BM e o BID, que ganha força nos anos 1990, passa a defender que para enfrentar o problema de moradia seria necessário desenvolver um sistema de financiamento habitacional centrado no mercado secundário de hipotecas. Esse momento marca a virada da concepção de política das agências multilaterais, que defendem a partir de então que o setor habitacional deve ser encarado como um setor econômico, que precisa atrair capital privado para o financiamento, já que os recursos públicos não seriam suficientes. Nesse sentido, inspirado no modelo norte-americano de securitização, o financiamento via mercado de capitais surge como uma saída.

Todavia, a estruturação e o desenvolvimento de um mercado secundário de hipotecas demandaria ajustes mais abrangentes e sistêmicos nos países subdesenvolvidos. Por isso, reformas macroeconômicas e institucionais adquirem centralidade na nova agenda das agências multilaterais, pois seriam mais amplas, impactantes e duradouras do que as políticas propostas anteriormente. É nesse momento que o direito surge como elemento fundamental para organização da política de financiamento habitacional dessas entidades.

A reforma do quadro regulatório dos países subdesenvolvidos não só é defendida, como fortemente incentivada pelo BM e pelo BID. Estes defendem que alterações que tragam maior segurança e eficiência na aplicação das leis e na proteção dos direitos de

propriedade são imprescindíveis para a estruturação de um mercado secundário de hipotecas capaz de prover os recursos necessários para dar conta da demanda por habitação.

A importância que o direito adquire para as agências multilaterais está diretamente relacionada à influência mútua entre essas entidades e a perspectiva teórica do novo institucionalismo. Tendo Douglass North como um dos seus maiores expoentes, para essa perspectiva as instituições teriam um papel importante no desenvolvimento econômico e, assim, seriam determinantes para explicar a diferença entre os países centrais e periféricos.

A pobreza dos países periféricos teria como explicação as limitações impostas pelas suas próprias instituições, de baixa qualidade, que acabam desencorajando as atividades produtivas (North, 1990). Os países centrais por sua vez, seriam dotados de instituições de melhor qualidade, que fomentam o desenvolvimento econômico a partir de regras que protegem o direito de propriedade e que respeitam a execução dos contratos (North, 1990).

O direito é, portanto, elemento central da concepção do novo institucionalismo porque fornece o instrumental para que as instituições cumpram sua principal função, isto é, reduzir as incertezas e garantir a efetivação das expectativas. Essa perspectiva teórica exerceu influência nos estudos de diferentes áreas do direito, uma especificamente interessa a este trabalho, conhecida como *Law and Finance* (L&F).

No mesmo sentido proposto por Douglass North, a L&F está interessada em pesquisar empiricamente como o direito importa para o desenvolvimento do mercado de capitais e para o crescimento econômico. Para a L&F, o mercado de capitais constituiria uma importante fonte de crédito para o financiamento. Dessa forma, um mercado de capitais desenvolvido significaria mais crédito disponível para o financiamento e maior crescimento econômico.

O que a L&F aponta é que os mercados de capitais despontaram como alternativa de *funding* justamente nos países que adotam regras mais rígidas na proteção aos credores e investidores e que possuem um sistema eficiente para fazer valer os contratos privados. Não por coincidência, os mercados da capitais mais desenvolvidos são os dos países centrais.

Assim, essa perspectiva entende que o grau de desenvolvimento econômico dos países está associado ao respeito pelos contratos e ao nível de proteção dos direitos dos credores e investidores. Seguindo esse raciocínio, o caminho para o crescimento econômico passa, portanto, pela adoção de regras consideradas *best practices*, as quais seriam capazes de impulsionar o desenvolvimento econômico de países subdesenvolvidos.

Dessa forma, a L&F aprimora o substrato teórico da agenda política dos anos 1990 das agências multilaterais, aproximando-o do debate sobre financiamento. Por mais que nenhum dos estudos clássicos da L&F esteja preocupado especificamente com o problema do financiamento para habitação, a defesa da captação de recursos via mercado de capitais para o financiamento e as reformas regulatórias propostas para o desenvolvimento desse mercado estão em consonância com o modelo de sistema de financiamento habitacional proposto pelas agência multilaterais.

O resultado foi que na década de 1990 o modelo de financiamento habitacional baseado no mercado de capitais e os ajustes regulatórios necessárias para o "bom" funcionamento desse modelo foram exportados para os países subdesenvolvidos [1] com a promessa de ampliar a produção de moradias. No Brasil, um novo sistema de financiamento, que incorpora a concepção teórica da L&F e a agenda do BM e do BID surgiu em 1997, o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI). Considerado um sistema moderno, por estruturar um mercado secundário de créditos imobiliários, e por dispor de mecanismos que ampliam a segurança e a proteção do credor e do investidor, o SFI seria o modelo ideal para fomentar não apenas o financiamento habitacional, mas também o imobiliário.

Ocorre que, desde de 1964, havia sido estabelecido um quadro regulatório que estruturava o financiamento da habitação no país, que chamarei neste trabalho de *direito do financiamento habitacional*. Este compreende o conjunto de regras e procedimentos que regulam o financiamento habitacional.

Até o surgimento do SFI, o direito do financiamento habitacional estava restrito ao Sistema Financeiro de Habitação (SFH), criado em 1964 com a finalidade de prover moradia para a população. Nos anos 1980, o SFH começou a enfrentar dificuldades financeiras, o que resultou numa redução significativa (quase interrupção) da capacidade de financiamento habitacional desse sistema. No entanto, apesar da criação do SFI no final da década de 1990, o SFH não foi extinto e continuou operando simultaneamente ao novo modelo até os dias atuais.

O problema de pesquisa surge da criação de um novo modelo de financiamento, formulado com um propósito que coincide em grande medida com o sistema de financiamento em vigor desde a década de 1960, e da relação desse novo sistema com o

[1] Os países subdesenvolvidos que adotaram um mercado secundário de hipotecas e que são considerados exemplos bem sucedidos pelo Banco Mundial são o Chile, a Colômbia, o México, a República Checa, a Hungria, a Jordânia e a Malásia (Chiquier; Hassler; Lea, 2009, p. 302).

direito do financiamento habitacional. O SFI, portanto, não surgiu no meio de um vácuo jurídico, mas inserido numa estrutura regulatória estabelecida há anos. Assim, a pergunta que orienta este trabalho é a seguinte: *como o direito do financiamento habitacional se transformou na passagem do SFH para o SFI?*

As transformação, nesse caso, dizem respeito às alterações ocorridas nos objetivos do direito do financiamento habitacional, nos mecanismos jurídicos que oferece e nos sujeitos e bens que procura proteger. Minha hipótese é que o SFI não acabou nem substituiu o sistema de financiamento que existia, mas desconstruiu seletivamente e ressignificou os objetivos, os mecanismos e os direitos protegidos pelo SFH. O SFI alterou o direito do financiamento habitacional, modificando o seu conteúdo e transformando-o num direito do financiamento imobiliário.

É importante ressaltar que este trabalho não tem como objeto de análise a política habitacional brasileira, que é muito mais ampla, nem o financiamento habitacional em geral. Aqui, o estudo está focado em apenas um dos aspectos do financiamento, que são os sistemas que financiam moradia: o SFH e o SFI. Entende-se, portanto, como sistema de financiamento habitacional o arcabouço regulatório criado com o objetivo de promover a intermediação do crédito e de permitir a realização de financiamentos de médio e longo prazos (Arretche, 1990). Outra característica dos sistemas de financiamento habitacional é o retorno financeiro do investimento, com a finalidade de tornar esses sistemas autossuficientes. Por isso, os recursos que financiam a habitação nesses sistemas são classificados como onerosos, ou seja, são recursos que exigem pagamento, retorno financeiro, e que estão vinculados a operações de crédito ou financiamento. Até hoje, tivemos no Brasil como modelos de sistemas de financiamento especializados no crédito habitacional apenas o SFH e o SFI.

Dessa forma, o financiamento habitacional provido com recursos do Orçamento Geral da União (OGU), que são recursos não onerosos, não será abordado neste estudo. Os recursos são classificados como não onerosos quando não exigem retorno financeiro, mas só uma contrapartida, estando vinculados a operações de repasse. Isso não quer dizer que tais recursos sejam menos importantes para o financiamento de moradias. O Programa Minha Casa Minha Vida (PMCMV), por exemplo, é um programa bastante ambicioso lançado pelo governo federal em 2009 e que opera em grande parte com recursos não onerosos oriundos do OGU, alocados no Fundo de Arrendamento Residencial (FAR) e no Fundo de Desenvolvimento Social (FDS). Este programa, no entanto, assim como outros

de política habitacional, não estão citados neste trabalho em razão do corte metodológico de centrar a análise nos sistemas de financiamento habitacional.

Além desta introdução, este trabalho possui quatro partes. No primeiro capítulo, apresentarei como o direito adquiriu centralidade para a política de financiamento habitacional proposta pelas agências multilaterais e quais são os pressupostos teóricos que sustentam essa agenda. Ainda nesse capítulo, analisarei as premissas que estruturam a visão das agências multilaterais e da L&F para debater a concepção de direito pressuposta nas reformas regulatórias propostas. Além disso, esse capítulo também expõe os critérios utilizados para selecionar as medidas consideradas relevantes na comparação do direito do financiamento habitacional no SFH e no SFI e apresenta a forma pela qual essas medidas serão analisadas.

O capítulos seguintes estão estruturados da mesma forma, já que o objetivo final será comparar o direito do financiamento habitacional no SFH e no SFI. No segundo e no terceiro capítulos investigarei, respectivamente, o SFH e o SFI a partir dos objetivos, da estrutura e dos mecanismos regulatórios desses sistemas. Os mecanismos serão classificados em três tipos diferentes: (i) de remuneração do capital, (ii) de garantia e (iii) de cobrança da dívida. A finalidade específica desses capítulos será compreender qual o objetivo geral do SFH e do SFI e quais direitos são protegidos por cada um desses sistemas.

Por fim, na conclusão, irei retomar a trajetória da pesquisa e apresentar uma síntese da comparação entre o SFH e o SFI. A partir desse quadro comparativo, será possível compreender as mudanças ocorridas no direito do financiamento habitacional e seus impactos e significados.

1. Direito e financiamento: abordagens jurídicas sobre o financiamento habitacional

A importância que o direito adquiriu na agenda das agências multilaterais será apresentada neste capítulo a partir de um panorama histórico da política dessas instituições para o financiamento habitacional. Em seguida, discutirei a concepção teórica sobre o direito que sustentou essa agenda, a nova economia institucional, com foco na abordagem de um campo dessa literatura conhecido como L&F. Num terceiro momento, debaterei as premissas a respeito da concepção do direito da L&F e, por consequência, da agenda política das instituições. Por fim, serão apresentadas as notas metodológicas que explicam como foi realizada a pesquisa deste trabalho.

1. 1. A centralidade do direito como agenda política

Ao analisar a atuação política do Banco Mundial na temática urbana e de habitação é possível detectar uma mudança gradativa na prática desse órgão em função da influência das teorias neo-institucionalistas. Para apresentar as alterações ocorridas nessa agenda, utilizarei a reconstrução feita por Arantes (2006) sobre a agenda política do BM para as cidades e parte da periodicização[2] feita por Santos (2006) e do próprio Banco Mundial (1993). Assim, são identificados três momentos diferentes da agenda política do Banco Mundial para o financiamento habitacional.

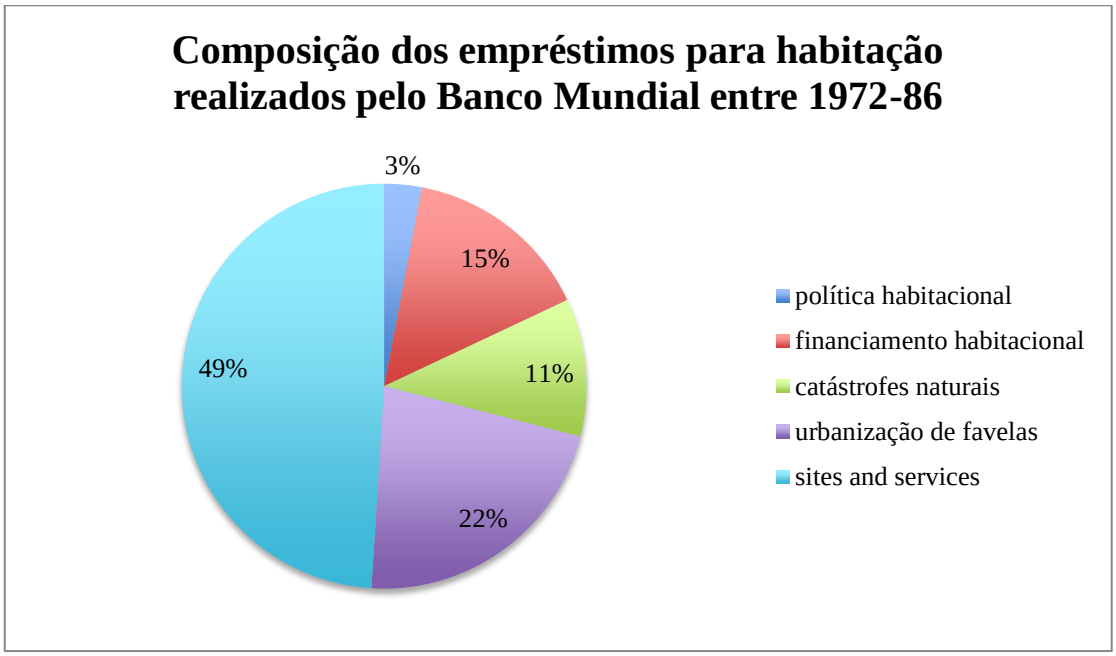
A estruturação da política habitacional do Banco do Mundial, inicialmente, estava voltada ao financiamento direto de projetos de urbanização de favelas e *sites-and-services*. A partir da década de 1980, tem início um movimento de intervenção na política macroeconômica dos países, de forma a incentivar a liberalização financeira e a promoção de ajustes fiscais. Nesse momento de transição, os projetos de urbanização de favelas e *sites-and-services* perdem espaço enquanto que ganham forças as iniciativas que buscam intervir no sistema de financiamento habitacional dos países periféricos. Nos anos 1990, consolida-se que o sistema habitacional deve ser visto como um setor econômico, que exerce grande influência sobre a economia dos países. Para desenvolvê-lo, o Banco

[2] Santos identifica três fases diferentes do Banco Mundial, uma de 1980 a 1990, outra de 1990 a 1999 e uma última de 1999 em diante (2006). Esta última fase, chamada de "desenvolvimento compreensível" não será abordada neste trabalho porque não entendo que ocorra uma mudança dos anos 1990 para os anos 2000 na agenda política de financiamento habitacional do Banco.

Mundial "estimula" que os países devem criem um ambiente favorável, principalmente um quadro regulatório que seja adequado à expansão do financiamento habitacional.

Essa mudança na agenda referente à política habitacional dos anos 1970 até os 2000 pode ser percebida na comparação das figuras 1 e 2. Entre 1972 e 1986, os projetos de urbanização de favelas e de *sites-and-services*, somados, receberam 71% dos recursos destinados à empréstimos para abrigos [3]. Por outro lado, ao observar o intervalo entre 1987 a 2005, nota-se que esses mesmos projetos receberam 15% do valor total dos empréstimos[4]. O financiamento habitacional, nesse mesmo intervalo, recebeu um total de 49% dos recursos, enquanto que no período anterior esse número era de 15%.

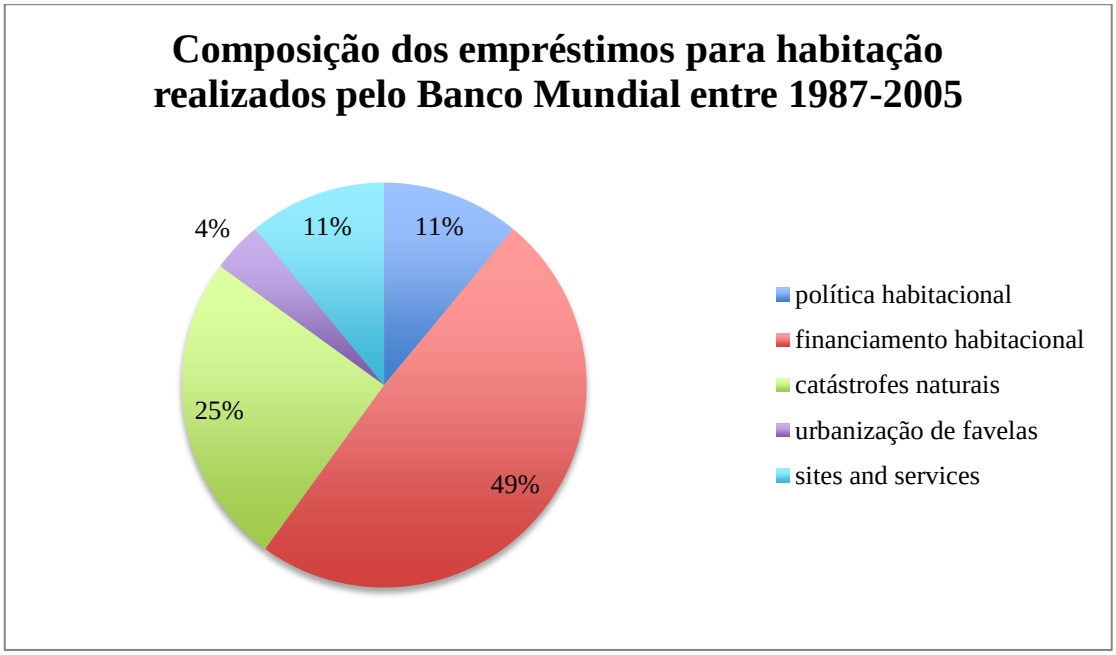
Figura 1: Composição dos empréstimos para habitação realizados pelo Banco Mundial entre 1972-86



Fonte: Buckley; Kalarickal, 2006, p. 17.

[3] O valor total dos empréstimos realizados entre 1972-86 foi de $4.4 bilhões de dólares (valor do dólar atualizado em 2001) (Buckley; Kalarickal, 2006).
[4] O valor total dos empréstimos realizados entre 1987-2005 foi de $10.3 bilhões de dólares (valor do dólar atualizado em 2001) (Buckley; Kalarickal, 2006).

Figura 2: Composição dos empréstimos para habitação realizados pelo Banco Mundial entre 1987-2005



Fonte: Buckley; Kalarickal, 2006, p. 17.

As primeiras iniciativas do órgão na temática da urbanização e habitação datam da década de 1970, quando foram lançados os documentos *Urbanization*, em 1972, e *Housing*, em 1975. Até então, o Banco Mundial havia atuado na provisão de habitação de forma marginal, como em projetos portuários, de mineração e reforma agrária (World Bank, 1975). A decisão de tornar a habitação o foco dos projetos se justificaria pelo intenso processo de urbanização sofrido pelos países subdesenvolvidos, que colocava o desafio de garantir moradia e de melhorar a qualidade de vida dessa população crescente (World Bank, 1975).

Nesse primeiro momento, segundo o próprio Banco Mundial, sua prioridade na área habitacional seria o financiamento de projetos que beneficiavam a camada mais pobre da população (World Bank, 1975). A política do órgão era então realizar empréstimos para a execução de projetos chamados *sites-and-services* [5] e de urbanização de favelas [6] (World Bank, 1993).

[5] "*Sites-and-services and slum upgrading projects sought to translate these observations into practical solutions by implementing more affordable building standards and providing basic infrastructure services or core-housing units instead of finished units. In this manner, the serviced sites, with secure titles or long-term leases, would provide households with an affordable foothold in the housing sector without requiring subsidies. These projects, although in some cases relatively large, were conceived as experimental demonstration projects seeking to meet three primary objectives: the provision of affordable adequate housing for low-income families; cost recovery from beneficiaries resulting in the elimination of public subsidies; and replicability of such projects by the private sector, demonstrating that it could move down-market to produce affordable housing in large numbers*" (World Bank, 1993, p. 54). Conforme documento

A assistência na construção e no desenvolvimento de instituições de financiamento habitacional, apesar de não ser central, não era descartada pelo Banco Mundial. Nesse ponto, o órgão compreendia que seu papel era prover o capital inicial ("*seed capital*") para a criação de instituições de financiamento habitacional nos países, as quais seriam responsáveis por prover soluções habitacionais adequadas para todos os níveis de renda (World Bank, 1975).

Nessa fase, havia em certa medida uma preocupação do Banco Mundial em não interferir nas questões de jurisdição própria dos Estados nacionais. Por mais que houvesse uma preocupação com o quadro político e institucional dos países, por compreender que eles interferiam na qualidade da execução dos projetos, ainda não há uma clara formulação do Banco Mundial que seria seu papel atuar diretamente nessas questões.

Essa política é alterada a partir da década de 1980, quando ao invés de ter como foco o financiamento direto de projetos, como o *sites-and-services* e a urbanização de favelas, o Banco Mundial passa a interferir na política dos governos, nas instituições e nos ambientes regulatórios dos países para os quais concedida empréstimos [7] (World Bank, 1993). A justificativa que a agência apresenta para essa mudança na política é, em primeiro lugar, que essa nova abordagem atingiria as políticas habitacionais de forma mais ampla e, em segundo, que essa seria uma oportunidade para atuar nos países tomadores de empréstimos em questões econômicas mais gerais, contribuindo com objetivos fiscais e financeiros (World Bank, 1993, p. 55).

Assim, o Banco Mundial passa a financiar as instituições de financiamento habitacional a fim de interferir na organização financeira dos países aos quais concede empréstimos, propondo que esses realizem reformas políticas e regulatórias. Conforme balanço do próprio órgão sobre a sua atuação, "os projetos (financiados pelo Banco Mundial) que não foram capazes de lidar de forma mais geral com o ambiente regulatório,

---

do Banco Mundial, o órgão esteve envolvido em 116 projetos de *sites-and-services* em 55 países entre 1972 e 1990.

[6] Arantes aponta que o modelo de urbanização promovido pelo Banco Mundial nessa primeira etapa era o de baixo padrão, pois defendia que os países subdesenvolvidos adotassem sistemas de serviços urbanos e de política habitacional de qualidade inferior ao dos países centrais. Nas palavras do autor, a "nova matriz urbanística formulada pelo Banco Mundial adota um ponto de partida novo, e mais pragmático: as necessidades mínimas não ditam mais o modelo de urbanização, e sim as possibilidades financeiras dos pobre urbanos" (Arantes, 2006, p. 64-65).

[7] Em documento oficial, o Banco Mundial afirma sobre o seu papel no setor da habitação: "*The Bank will advocate the reform of government policies, institutions, and regulations to enable housing markets to work more efficiently, moving away from the limited, project-based support of public agencies engaged in the production and financing of housing*". (World Bank, 1993, p. 51).

institucional e econômico tiveram um impacto baixo ou insignificante nas condições mais gerais da habitação [8]" (World Bank, 1993, p. 58).

Por isso, o período entre os anos 1980 e 1990, caracteriza-se como a fase de "ajuste estrutural", em que a concessão de empréstimos pelo Banco Mundial passa a ser condicionada à realização de reformas regulatórias tidas como necessárias para "reajustar" a política macroeconômica dos países (Santos, 2006). Como aponta Santos, foram realizadas mudanças regulatórias nos países tomadores de empréstimos com a finalidade de liberalizar o comércio, dar fim aos subsídios e ao controle da taxa de câmbio, garantir os direitos de propriedade, privatizar empresas públicas e introduzir reformas fiscais (Santos, 2006).

No começo da década de 1990, o Banco Mundial intensificou a agenda de reformas regulatórias, tornando-a sua prioridade central. A partir daí teve início a fase de "governança", em que o Banco Mundial constrói legitimidade para interferir nas questões legais dos países e para ampliar cada vez mais seu alcance (Santos, 2006). Essa legitimidade foi construída por meio de um esforço argumentativo de seus dirigentes, que sustentam haver uma separação entre questões políticas e econômicas [9]. Enquanto as primeiras seriam de competência exclusiva dos Estados nacionais, as segundas constituiriam a área de expertise do Banco Mundial [10] (Santos, 2006). Este, em razão da competência técnica mundialmente reconhecida, conheceria as "melhores regras" para o desenvolvimento econômico dos países. Dessa forma, ao "estimular" os países a adotar essas regras nos seus ordenamentos, a agência não estaria interferindo na política interna, apenas na área econômica.

Ao discorrer sobre essa nova fase do Banco Mundial, Arantes aponta que "nunca antes as instituições financeiras haviam interferido tanto na organização política e na maneira de governar dos países devedores" (Arantes, 2006, p. 68). O Banco Mundial, em conjunto com outras agências multilaterais, "passam a exigir um Estado eficiente na proteção e garantia dos direitos contratuais e de propriedade, com um corpo de leis e

---

[8] "*Projects that have been unable to deal with the overall regulatory, institutional, and economic environment have had a small or negligible impact on overall housing conditions*" (World Bank, 1993, p. 58).

[9] Essa argumentação é identificada por Santos nos textos de Ibrahim Shihata, conselheiro geral e vice-presidente senior do Banco Mundial entre 1983 e 1998. Shihata foi o principal formulador político da fase de "governança" e um importante articulador entre os diferentes períodos do Banco Mundial (Santos, 2006).

[10] Os estatutos das agências multilaterais proíbem que elas intervenham em questões políticas dos países membros e que levem em consideração aspectos políticos ou não-econômicos em suas decisões (Santos, 2006, p. 269).

regulações desenhado para advogar credibilidade para esses direitos" (Arantes, 2006, p. 68).

Na política habitacional, o documento intitulado "*Housing: Enabling housing markets to work"* marca o início dessa nova fase ao defender a necessidade de reformas nas políticas governamentais, nas instituições e no quadro regulatório dos países no sentido de torná-los mais eficientes (World Bank, 1993). A conclusão apresentada pelo Banco Mundial nesse documento é que as políticas realizadas até então eram muito tímidas e incapazes de produzir um impacto significativo no setor habitacional dos países subdesenvolvidos. Por isso, era necessário ampliar a escala de intervenção e agir no setor habitacional como um todo, reformando o quadro regulatório geral (World Bank, 1993).

A tabela abaixo (Tabela 1) sintetiza as sugestões feitas pelo Banco Mundial nesse documento aos países que querem desenvolver seu mercado de habitação. A primeira coluna apresenta o instrumento, a segunda coluna ("*Do*") o que deve ser feito e a terceira ("*Don't*") o que não deve ser feito:

Tabela 1: O que deve e o que não deve ser feito para estimular os mercados de habitação

Instrument	Do	Don´t
Developing property rights	✓ Regularize land tenure ✓ Expand land registration ✓ Privatize public housing stock ✓ Establish property taxation	× Engage in mass evictions × Institute costly titling systems × Nationalize land × Discourage land transactions
Developing mortgage finance	✓ Allow private sector to lend ✓ Lend at postitive/ Market rates ✓ Enforce foreclosure laws ✓ Ensure Prudential regulation ✓ Introduce better loan instruments	× Allow interest-rate subsidies × Discriminate against rental housing investiment × Neglect resource mobilization × Allow high default rates
Rationalizing subsidies	✓ Make subsidies transparent ✓ Target subsidies to the por ✓ Subsidize people, not houses ✓ Subject subsidies to review	× Build subsidized public housing × Allow for hidden subsidies × Let subsidies distort prices × Use rente control as subsidy
Providing infrastructure	✓ Coordinate land development ✓ Emphasize cost recovery ✓ Base provision on demand ✓ Improve slum infrastructure	× Allow bias against infrastructure investments × Use environmental concerns as reason for slum clearance
Regulating land and housing development	✓ Reduce regulatory complexity ✓ Assess costs of regulation ✓ Remove price distortions ✓ Remove artificial shortages	× Impose unaffordable standards × Maintain unenforceable rules × Design projects without link to regulatory/institutional reform
Organizing the building industry	✓ Eliminate monopoly practices ✓ Encourage small-firm entry ✓ Reduce import controls ✓ Support building research	× Allow long permit delas × Institute regulations inhibiting competition × Continue public monopolies
Developing a policy and institutional framework	✓ Balance public/private sector roles ✓ Create a fórum for managing the housing sector as a whole ✓ Develop enabling strategies ✓ Monitor sector performance	× Engage in direct public housing delivery × Neglect local government role × Retain financially unsustainable institutions

Fonte: World Bank, 1993, p. 46-47

Como ilustra a tabela, o Banco Mundial tinha uma agenda muito bem definida de ações e propostas que deveriam ou não ser adotadas pelos países subdesenvolvidos. Os três primeiros instrumentos atuariam no lado da demanda, sendo eles: o desenvolvimento do direito de propriedade, o financiamento hipotecário e a racionalização dos subsídios. Já os três seguintes agiriam no lado da oferta: a provisão de infraestrutura para o desenvolvimento urbano, a regulação da urbanização e da habitação, e a organização da indústria civil. O desenvolvimento de um quadro político e institucional, último item da tabela, serviria justamente para dar suporte e guiar a aplicação de todos os outros instrumentos.

No campo regulatório, a principal reforma necessária para desenvolver um sistema de financiamento habitacional sustentável seria no direito de propriedade (World Bank, 1993, p. 114-115). Os conflitos provocados pelo direito de propriedade e pela falta de aplicação da lei constituiriam problemas comuns nos países em desenvolvimento, resultando em insegurança e elevação dos custos de transação (World Bank, 1993, p. 115 e 134). A falta de títulos de propriedade também é apontada pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) como um empecilho ao crescimento do financiamento habitacional nos países da América Latina, pois representaria um risco muito alto de investimento (BID, 2004b, p. 1). Por isso, "um mercado de habitação efetivo presume a existência de um bom e confiável quadro institucional, legal e regulatório que governe o direito de propriedade" (BID, 2004a, p. 1).

Buscando resolver essa situação, o Banco Mundial implementou projetos de regularização dos direitos de propriedade em vários países subdesenvolvidos com a finalidade de liberar esse ativo para livre circulação no mercado. "A premissa era que enquanto os ativos permanecessem no setor informal, eles constituiriam um 'capital morto' que não pode ser utilizado de forma produtiva porque ninguém tem titularidade sobre eles [11]" (Santos, 2006, p. 287).

A regularização dos direitos de propriedade, feita por meio da titulação e do registro, cumpre também uma função fundamental na estruturação de um sistema de financiamento habitacional, que é permitir a formalização da garantia do financiamento hipotecário. Como os financiamentos são condicionados ao oferecimento da propriedade como garantia, é necessário que ela esteja regularizada para que seja aceita como tal. Apesar do direito de propriedade ser fundamental para a formação de um sistema de

[11] "*The premise was that as long as assets remained in the informal sector, they constituted a "dead capital" that could not be used productively because no one had clear title to them*" (Santos, 2006, p. 287).

financiamento habitacional, há outraas medidas que as agências multilaterais identificam como necessária para expandir o crédito disponível. O primeiro passo, no entanto, seria compreender a habitação como um setor econômico, que desempenha um papel fundamental para a economia em geral (World Bank, 1993). Como qualquer outro setor econômico em uma economia capitalista, os direitos de propriedade seriam sua condição fundamental.

O problema a ser superado, segundo o Banco Mundial, era que muitos países periféricos ainda encaravam a habitação como apenas uma questão social e ignoravam seu impacto em questões centrais para a economia como poupança, inflação, consumo, crescimento do PIB, geração de empregos, balança de pagamentos e desenvolvimento do mercado financeiro (World Bank, 1993). Por isso, o Banco Mundial propôs que o setor habitacional fosse encarado como um setor produtivo importante, que tem repercussão na economia como um todo e que não representa somente um elemento de política social.

Essa posição do Banco Mundial, de descolar a habitação do social e de afirmá-la como uma questão econômica é a coroação, no campo habitacional, do fenômeno de separação entre economia e política. É esse movimento, de afastar a política habitacional da política social, que trará legitimidade para a agenda que será construída e implementada pelas agências multilaterais nas décadas de 1990 e 2000. Mas este foi um movimento duplo. Se, de um lado, houve um distanciamento do financiamento habitacional em relação à política social, a agenda do Banco Mundial implicou, de outro, uma aproximação. Esta foi a aproximação da habitação com o sistema financeiro e o setor privado, ou seja, o estreitamento da relação da política habitacional com o mercado. A liberalização do financiamento habitacional, em conjunto com a liberalização do setor financeiro, e a privatização da produção habitacional foram as saídas propostas pelas agências para fomentar o financiamento da habitação a todas as classes sociais (World Bank, 1993).

O BID, por exemplo, em documento de 1999, afirma que o enfrentamento do problema habitacional nos países da América Latina não poderia ser resolvido pelos bancos, os quais não teriam recursos suficientes (BID, 1999). A mobilização do capital privado seria parte importante da solução do problema habitacional e isso exigiria a adoção de instrumentos de financiamento e de mobilização de poupanças de longo prazo (BID, 1999). Mas, mais do que mobilizar poupanças, o setor poderia ter também como fonte de financiamento o mercado financeiro, o que contribuiria, ao mesmo tempo, para o desenvolvimento desse mercado nos países (BID, 1999).

O mercado financeiro como alternativa de recurso ao financiamento habitacional ganha destaque cada vez maior com a expansão e exportação do modelo do mercado secundário de hipotecas dos EUA para outros países, a partir dos anos 1990. Nesse modelo, os recursos necessários para o financiamento habitacional passam a ser captados no mercado de capitais que "em muitas economias proporcionam uma fonte atrativa e potencialmente ampla de financiamento a longo prazo para habitação[12]" (Chiquier; Hassler; Lea, 2004, p. 1). A vantagem apontada pelas instituições internacionais na criação de um mercado securitizado de créditos imobiliários nos países subdesenvolvidos[13] seria "ampliar o acesso à habitação, aumentar o fluxo de fundos para o setor habitacional e melhor alocar os riscos inerentes ao financiamento habitacional[14]" (Chiquier; Hassler; Lea., 2009, p. 295).

Ao transformar o crédito imobiliário em um ativo negociado no mercado financeiro, a securitização insere a figura do investidor na relação entre vendedores e compradores de empréstimos. Assim, para que o mercado secundário se desenvolva, a existência de um quadro regulatório forte, que reduza os riscos a que esses investidores estão expostos, seria condição fundamental (BID, 2004a, p. 86-87).

É nesse ponto, portanto, em que é possível observar a convergência entre a agenda política das agências multilaterais e o quadro analítico da L&F, que será abordado mais adiante. A necessidade de ampliar a proteção ao investidor, vista pela literatura como capaz de impulsionar o desenvolvimento do mercado financeiro, é incorporada ao rol de reformas necessárias aos países periféricos que desejem ampliar o financiamento habitacional. "As preocupações com o risco de crédito do investidor são potencialmente um grande obstáculo à criação de mercados de capitais hipotecários nas economias

[12] "*The capital markets in many economies provide an attractive and potentially large source of long-term funding for housing*" (Chiquier; Hassler; Lea, 2004, p. 1).

[13] Para a literatura da L&F, o desenvolvimento do mercado de capitais como fonte de financiamento seria uma forma de reverter um quadro comum aos países em desenvolvimento, principalmente na América Latina, que é um sistema ainda muito centrado no financiamento bancário (Stallings; Studart, 2006). A instabilidade econômica e os riscos que envolvem atividades bancárias levam os bancos a optar pelo oferecimento de crédito de curto prazo. A incerteza no cumprimento de contratos e leis "fracas", segundo a L&F, também são alguns dos motivos que levam os bancos a preferirem o crédito de curto prazo e que impedem o desenvolvimento de um mercado de títulos da dívida (Herring, Chatusripitak, 2000, p. 35). Para essa literatura, a existência de um mercado de títulos da dívida impulsionaria o investimento em ativos de longo prazo, o que levaria a uma oferta maior de crédito a longo prazo para financiar, não apenas o setor da habitação, mas outros setores que dependem desse tipo de crédito, como infraestrutura e indústria de capital intensivo (Herring, Chatusripitak, 2000).

[14] "*Their introduction and use can improve housing affordability, increase the flow of funds to the housing sector, and better allocate the risks inherent in housing finance*" (Chiquier; Hassler; Lea, 2009, p. 295).

emergentes [15]" (Chiquier; Hassler; Lea, 2004, p. 13). As agências multilaterais passam então a estimular, ou até mesmo exigir, que os países subdesenvolvidos adotem mecanismos que garantam maior proteção ao investidor e que tornem a aplicação da lei mais eficaz, tal como proposto pela L&F [16].

Como irei expor no próximo item deste capítulo, a relação que as agências multilaterais estabelecem entre a origem jurídica do país e o desempenho das atividades financeiras também é um sinal da influência da L&F. O argumento é que como os países de família jurídica do *civil law* estariam menos habilitados ao desenvolvimento de um mercado secundário de hipotecas do que os do *common law*, em razão da baixa proteção que concedem aos investidores, esses países necessitariam de reformas regulatórias mais profundas do que os outros (Chiquier; Hassler; Lea, 2004; Butler, 2003).

Como a construção do mercado secundário de hipotecas demanda um aparato regulatório "forte", o papel do governo é frequentemente ressaltado nos documentos das agências multilaterais. Para Chiquier, Hassler e Lea (2004), o governo cumpriria uma importante função de facilitar a securitização ao fortalecer o ambiente regulatório e ao remover as barreiras que dificultam os investimentos e a emissão de ativos securitizados.

O papel do governo, no entanto, não se esgotaria na adoção de mecanismos legais que facilitem a conexão com o mercado de capitais ou que reduzam os riscos de investimento. Outra função relevante que os governos poderiam desempenhar é a criação e o suporte de instituições que atendam às necessidades do mercado e que incentivem a securitização (Chiquier; Hassler; Lea, 2004). Um exemplo nesse sentido é a participação do governo na criação ou no patrocínio de entidades seguradoras, que ampliem a garantia aos investidores e às securitizadoras e auxiliem no desenvolvimento do mercado [17].

---

[15] "*Investor credit risk concerns are a major potential obstacle to the creation of mortgage capital markets in emerging markets*" (Chiquier; Hassler; Lea, 2004, p. 13).

[16] A maioria das pesquisas da L&F está focada em instrumentos de proteção ao investidor e sua relação com o mercado de ações ("*equity market"*). Essa é, contudo, uma das alternativas de financiamento do mercado de capitais. Outra opção, menos explorada pelas pesquisas da *Law and Finance* e que constitui a fonte de recursos para o modelo de securitização é o mercado de títulos da dívida ("*bond market*"). Stallings e Studart argumentam que a preferência pelo estudo do mercado de ações não é por acaso, pois as economias subdesenvolvidas tendem a possuir mercados de títulos da dívida muito superficiais, fortemente dominados por títulos do Governo e com baixo volume de negociações (Stallings; Studart., 2006). Além disso, o fato do mercado de ações ser usualmente mais comum nesses países se justifica, em parte, pela alta dos títulos da dívida ser limitada pelas taxas de juros, enquanto que as ações possuem uma alta ilimitada para compensar o maior risco ao que o investidor é exposto (Stallings; Studart, 2006).

[17] A participação estatal no mercado secundário de hipotecas tem como modelo o papel que o Governo dos EUA desempenhou na estruturação desse mercado. No caso norte americano, as agências Fannie Mae e a Freddie Mac, inicialmente públicas e depois patrocinadas pelo Governo, foram centrais na alavancagem do mercado.

Um dos primeiros passos para a construção desse mercado seria a criação de novos instrumentos financeiros, bem desenhados, que permitissem que os interesses dos credores e dos tomadores de empréstimos se realizassem [18] (BID, 2004a, p. 88 e 39). Esses instrumentos financeiros também facilitariam a conexão dos créditos com o mercado secundário, sendo os principais os "*mortgages bonds*" e os "*mortgages securities*" (Butler, 2003, p. 13). Além disso, esses instrumentos financeiros poderiam auxiliar na alocação e no gerenciamento dos riscos (Chiquier; Hassler; Lea, 2004).

Haveria, ainda, outras mudanças importantes para serem feitas nos ordenamentos jurídicos. A segregação dos títulos e créditos emitidos pela securitizadora de seu patrimônio comum também representaria medida importante, pois no caso de falência da companhia de securitização esses ativos não poderiam ser executados pelos credores. Dessa maneira, a introdução desse tipo de proteção legal no ordenamento diminuiria o risco do investidor perder seus investimentos[19] (BID, 2004a, p. 93).

Em relação à proteção nos casos de falência, também é sugerido um conjunto de mudanças nas leis de falência para que seja garantida prioridade ao cumprimento da obrigação dos créditos de garantia real. Isto é, no caso de falência da empresa, os credores que detêm ativos de lastro imobiliário deveriam ter preferência no recebimento frente aos outros credores (Chiquier; Hassler; Lea, 2004).

Outro ponto importante que necessitaria de mudanças é o "princípio", segundo Butler (2003, p. 10), amplamente presente nos ordenamentos de que "a hipoteca não transfere legalmente o título ao credor, mas apenas cria uma garantia ou oneração que autoriza o credor a vender a propriedade se o débito não for quitado [20]". A consequência disso é que, no caso de inadimplência do devedor, o credor teria que acionar o judiciário para recuperar seu investimento. O acionamento do judiciário geraria ao credor um grande desgaste, já que demanda tempo, tem um certo custo e, além disso, não há nenhuma garantia que a disputa seria solucionada a seu favor.

---

[18] "In most markets, regulations are developed as new investment instruments are introduced to the markets. Or changes in the regulatory framework can spur the development of new instruments." (BID, 2004a, p. 88) e "*Mortgage instrument designs should permit the interests of both borrowers and lenders to be realized through appropriate terms, especially indexing provisions*" (BID, 2004a, p. 39).

[19] "*In most cases, laws protect the investor's stake in the mortgage assets of the trust or SPV in the event that the issuer enters bankruptcy. In the event that these laws are not in place, the investors risk losing their investment. In bankruptcy laws, a "stay" provision will ensure the investor that the assets of the MBB and MBS are not encumbered in the event that the issuer goes bankrupt*" (BID, 2004a, p. 93).

[20] "*Practically all jurisdictions adhere to the principle that the mortgage does not transfer legal title to the creditor, but only creates a lien or encumbrance that entitles the creditor to sell the property if the debt remains unpaid*" (Butler, 2003, p. 10).

A solução encontrada para diminuir o risco a que o credor está exposto seriam os dispositivos que prescindem da intervenção judicial, como a alienação fiduciária (*mortgage by deed*). Esta mantém o título de propriedade com o credor enquanto o débito existir (Butler, 2003, p. 10). O credor, ao reter a propriedade do imóvel até o pagamento da dívida, ficaria mais protegido caso o devedor não cumpra com sua obrigação. Além disso, a titulação da propriedade em nome do credor dispensaria a necessidade de recorrer ao judiciário para ter reconhecido seu direito sobre o imóvel financiado, no caso de inadimplência do devedor. Isso facilitaria a execução da dívida, tornando-a mais rápida, e auxiliaria no eficaz cumprimento do contrato. Como pontua Butler, esse dispositivo comum nos sistemas jurídicos do *common law* seria, portanto, um modelo a ser seguido pelos países que queiram expandir o sistema de financiamento habitacional [21] (Butler, 2003).

Assim, a importância de um mecanismo como a alienação fiduciária é assegurar a execução da garantia, ou seja, reforçar que as obrigações contratuais assumidas pelo devedor sejam cumpridas. Este também seria um pré-requisito importante para que o investidor se interessasse em adquirir ativos securitizados quando comparados a outros tipos de ativos (Chiquier; Hassler; Lea, 2004).

Por fim, os incentivos tributários também são mencionados como um suporte importante que os governos podem conceder no estímulo ao mercado secundário de hipotecas. "O governo pode e deve atuar para acabar com leis, taxas e regulações onerosas que impedem ou prejudicam a securitização hipotecária" (Chiquier; Hassler; Lea, 2004, p. 11). Uma alternativa seria isentar os investidores do pagamento de taxas e impostos ou reduzir os custos de transação dos títulos de lastro imobiliários.

Dessa forma, a ampliação das garantias aos direitos de propriedade é o que dá a tônica das mudanças regulatórias promovidas pelo Banco Mundial. O aspecto social da moradia desaparece da política da agência e o investidor surge como o sujeito de direito a ser primordialmente protegido. Essas medidas, como aponta Arantes, promoveram uma "separação crescente das políticas habitacionais da sua função social, em favor de uma gestão de mercado, cada vez mais financeirizada" (Arantes, 2004, p. 58).

Como enunciado, este ponto tinha como objetivo apresentar as mudanças na política das agências multilaterais, em especial o Banco Mundial, que com o passar dos anos incorporaram uma perspectiva institucionalista à sua agenda, em que o direito cumpre

[21] "*Perhaps the main procedural issue to be addressed in emerging systems of mortgage finance is whether execution on the mortgaged property may proceed without court supervision*" (Butler, 2003, p. 14).

um papel central. A incorporação dessa perspectiva à agenda política ocorreu em função da influência que as teorias neo-institucionalistas, especialmente da L&F, exerceram sobre o Banco Mundial. A concepção da L&F de que a proteção aos direitos de propriedade, em especial do investidor, e a existência de um sistema eficiente, que faça valer os contratos privados, importariam para o desenvolvimento do mercado de capitais foi assimilada e difundida pelas instituições internacionais [22].

Muitas das mudanças regulatórias tratadas nesse ponto, consideradas fundamentais para os países que quisessem expandir o financiamento habitacional, foram introduzidas ao ordenamento brasileiro. A estruturação legal do SFI, como alternativa ao SFH, representa o novo quadro regulatório formulado para reforçar o cumprimento da lei e dos contratos e as garantias do investidor, com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais e ampliar o crédito disponível para o financiamento habitacional.

Antes de investigar como esse modelo de financiamento foi incorporado ao ordenamento nacional e as diferenças entre o SFH e o SFI, é importante apresentar de forma mais detida os pressupostos teóricos da L&F e a concepção de direito por trás dessa literatura. É isso quer será feito na próxima parte.

1. 2. A centralidade do direito como agenda acadêmica

O propósito deste ponto é apresentar como a centralidade que o direito adquiriu na agenda política das agências multilaterais foi sustentada por uma agenda acadêmica que realizou esse mesmo movimento algum tempo antes. A perspectiva teórica do novo institucionalismo, que tem como seu expoente Douglass North, sustenta, em linhas gerais, que existe uma relação entre o nível de qualidade das instituições e o desenvolvimento econômico (North, 1990). A diferença no grau de desenvolvimento dos países seria, então, um reflexo das diferentes formas que as instituições, incluindo o direito, protegem o direito de propriedade e cumprem os contratos.

A L&F é, portanto, um ramo do neo-institucionalismo que se dedica investigar, em termos gerais, a relação entre a qualidade das regras jurídicas e o grau de desenvolvimento do mercado financeiro. Para a L&F, o direito é um elemento crucial no desenvolvimento

[22] Na América Latina, o Banco Mundial e o BID patrocinaram projetos que promoveram mudanças institucionais em vários países. A reforma do setor habitacional no Chile é um dos maiores exemplos, já que no final dos anos 1970, sob o governo Pinochet, constitui-se um verdadeiro laboratório de políticas neoliberais (Fix, 2011). O Peru também é frequentemente lembrado pela política de titulação realizada pelas agências multilaterais. Para saber mais sobre as transformações ocorridas no Chile e no Peru e seus efeitos ver Sabatini, 2000 e Calderón, 2004.

econômico porque organiza os mercados de crédito e de capitais. Segundo a L&F, determinadas ferramentas que garantem maior proteção ao investidor e maior eficácia na aplicação da lei (*enforcement of laws*) estimulariam o investimento no mercado de capitais, o que resultaria em maior volume de crédito disponível para o financiamento do desenvolvimento econômico (La Porta et. al., 1998).

Essa literatura desponta na segunda metade dos anos 1990, a partir de estudos considerados clássicos dessa linha de investigação, conduzidos por Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert W. Vishny (LLSV). Tais estudos consistiam em análises estatísticas comparativas sobre a proteção jurídica dos investidores, a qualidade de aplicação da lei e os sistemas financeiros nacionais (estudos *cross country*) de 49 países. O objetivo era detectar que fatores jurídico-institucionais estão correlacionados ao desenvolvimento de mercados financeiros. Os países estudados foram classificados segundo sua família jurídica, sendo: *common law*, *civil law* francesa, *civil law* germânica e países escandinavos. As variáveis dessas pesquisas foram construídas a partir de regras consideradas fundamentais para a qualidade dos direitos dos acionistas e dos credores [23].

Tendo em vista que o foco deste item é compreender como essa literatura entende a relação entre direito e mercado, não serão apresentadas de forma exaustiva todas as variáveis utilizadas pelos autores nesses estudos iniciais de LLSV. No entanto, cabe descrever os critérios que compõe as variáveis de análise dos direitos do credor, por estarem diretamente relacionadas ao financiamento imobiliário e por auxiliarem na compreensão mais ampla da L&F.

A análise dos direitos do credor é composta por cinco variáveis, relacionadas à temática da falência e recuperação judicial, que avaliam se:

- o país impõe restrições para que a empresa devedora possa pleitear o processo de recuperação (e. g. o consenso de credores);
- os credores com garantias são autorizados a tomar posse dos bens que respaldam seus créditos assim que a petição de recuperação é aprovada;
- os créditos com garantia real ocupam a primeira posição na classificação dos créditos no processo de falência, independentemente da existência de créditos trabalhistas ou tributário;
- a empresa não retém a administração durante o processo de recuperação, cabendo à pessoa apontada pelo tribunal ou pelos credores;
- existência de reserva legal mínima de capital pelas empresas para evitar a

[23] Essas variáveis foram construídas tomando-se por base o que instituições que acompanham a questão da governança corporativa no mundo definem como sendo elementos fundamentais para a proteção dos acionistas e credores, notadamente a *American Bar Association*, o *Institutional Shareholder Services* e o *Investor Responsibility Research Center* (La Porta et. al., 1998, p. 1121).

liquidação automática (La Porta et. al., 1997; La Porta et. al., 1998).

Assim, caso as regras relativas a essas variáveis sejam observadas pela legislação de cada país é atribuída o valor 1 (um), do contrário, à inexistência de regra jurídica correspondente à variável é conferido o valor zero. A pontuação mais alta, portanto, reflete maior proteção jurídica do ordenamento, e vice-versa. Os resultados das análises apontaram que os países do *common law*, comparados aos outros, garantem maior proteção tanto no caso dos credores como no dos acionistas. Por outro lado, os países do *civil law* francesa são os que oferecem a menor proteção para ambos os tipos de investidores. Já os países de origem escandinava e do *civil law* germânica ocupam as posições intermediárias.

Quanto à qualidade da aplicação da lei, La Porta et. al. utilizam dados de agências privadas de avaliação de risco de crédito para investidores estrangeiros. São cinco variáveis relacionadas à questão do que os autores chamam "lei e ordem": eficiência do sistema judiciário, *rule of law*, corrupção, risco de expropriação pelo governo (confisco ou nacionalização forçada) e risco de quebra contratual pelo governo (La Porta et. al., 1997; La Porta et. al., 1998). As duas primeiras variáveis responderiam propriamente à questão do cumprimento da lei e as restantes diriam respeito à postura do governo no desenvolvimento dos negócios.

Na investigação da qualidade de aplicação da lei, os países escandinavos estão na topo da lista como os que apresentam melhor qualidade, seguidos pelos países do *common law*. Já os países do *civil law* francesa, tal como na investigação da proteção ao investidor, estão novamente no final da lista como os que apresentam a pior qualidade de execução da lei. Como enfatizam La Porta et. al. (1998, p. 1141), "(u)m investidor num país do *civil law* francesa é pobremente protegido por ambos, pela legislação e pelo sistema que a aplica".

O passo seguinte feito por LLSV é cruzar as informações referentes à proteção do investidor e à qualidade de aplicação da lei com os dados dos mercados financeiros nacionais. Este é o objetivo central da agenda de pesquisa da L&F: aferir a correlação entre os fatores jurídico-institucionais, tais como aqueles exemplificados, e o que eles definem como nível de desenvolvimento do mercado financeiro. Neste último ponto, as variáveis são as seguintes:

- a relação entre o número de IPOs (*initial public offering* – oferta pública inicial) e o tamanho da população;
- a relação entre o número de empresas domésticas listadas e o tamanho da população,

- a relação entre a parcela da capitalização do mercado de ações destinada aos acionistas minoritários e o produto nacional bruto (PNB), e
- o crescimento do PIB. (La Porta et. al., 1997, p. 1134-1135).

Os resultados sugerem que os países que garantem maior proteção aos investidores e que tem maior capacidade de fazer valer a lei são ligados à família jurídica do *common law* e apresentariam os maiores e mais extensos mercado de capitais (La Porta et. al., 1998). Por outro lado, os países com baixa proteção jurídica aos investidores e menor eficácia na aplicação da lei, que pertencem à tradição do *civil law* francesa, são os que possuem os mercados de créditos e de capitais menos desenvolvidos (La Porta et. al., 1998).

Dessa forma, a existência de determinadas ferramentas jurídicas, ligadas à família jurídica do *common law*, é apontado pela L&F como o fator explicativo da diferença no tamanho do mercado de capitais dos países (La Porta et. al., 1998). Para LLSV, haveria uma relação entre o sistema jurídico e o desenvolvimento do mercado financeiro, isto é, o ambiente jurídico importaria para o tamanho e a extensão do mercado de capitais dos países.

Ao realizar um balanço sobre as pesquisas desenvolvidas, LLSV apontam que seus estudos forneceram duas contribuições importantes. A primeira foi mostrar que é possível medir e codificar as leis de proteção ao investidor a partir da utilização do ordenamento nacional. A segunda foi documentar empiricamente que a proteção aos investidores varia de forma substantiva entre as tradições e origens legais (La Porta et. al., 2008). Não à toa, esse modelo de pesquisa realizada por LLSV, que codifica a origem legal, transformando-a numa variável, para investigar sua influência nas leis e regulações do mercado financeiro, orientou diversos outros estudos interessados nessa relação, consolidando uma verdadeira área de pesquisa. Beck, Levine e Loayza, por exemplo, desenvolveram estudos que investigam de forma mais aprofundada a relação entre origem dos sistemas jurídicos, desenvolvimento do mercado financeiro e crescimento econômico. A partir dos resultados de um estudo *cross-country*, esses autores sugerem que o desenvolvimento financeiro, como resultado da origem legal, afeta o crescimento econômico dos países porque influencia diretamente no crescimento do PIB real per capita e no crescimento da produtividade total dos fatores (PTF) (Beck; Levine; Loayza, 2000).

Contudo, a influência das pesquisas realizadas por LLSV não está restrita ao campo das finanças, Djankov et. al., por exemplo, dedicaram-se a analisar a efetividade dos mecanismos dos tribunais em solucionar disputas e sua relação com a origem legal em 109 países (Djankov et. al., 2003). Com base na avaliação do tempo estimado para resolução

das disputas e do nível de formalismo do processo (civil ou administrativo), foi feita uma análise a partir de duas situações hipotéticas: o despejo de um inquilino em dívida e a cobrança de um cheque devolvido por falta de fundos.

A pesquisa aponta que o formalismo processual representaria um forte indicativo da maior duração na resolução de disputas, bem como indicaria menor cumprimento dos contratos, maior corrupção e menor honestidade, consistência e justiça do sistema judiciário. Os estudos também indicam que existiria uma relação entre o formalismo processual e a família jurídica. Segundo Djankov et. al., os dados confirmam essa conexão porque "só a origem legal explica cerca de 40% da variação do nível de formalismo entre os 109 países" (Djankov et. al., 2003, 456). Assim, a pesquisa aponta que nos países do *civil law*, especialmente do *civil law* francesa, o formalismo judicial é muito maior do que nos países do *common law* (Djankov et. al., 2003.

Assim, para a literatura da L&F, em função do baixo formalismo processual, da aplicação da lei mais eficaz e da maior segurança aos direitos de propriedade, o sistema jurídico do *common law* seria mais apto a promover o desenvolvimento econômico dos países do que o *civil law* (La Porta et. al., 2008, p. 3 e 66). Enquanto o *common law* dá suporte a uma estratégia de controle social que busca servir de base aos resultados do mercado privado, o *civil law* procura substituir esses resultados por alocações do Estado (La Porta et. al., 2008).

Essa diferença entre as origens legais estaria associada a formação das duas tradições jurídicas seculares, o *common law* e o *civil law*, sendo que esta última se subdividiria nas origens francesa, germânica e escandinava. O *common law* surge na Inglaterra como um sistema regulatório que limitaria o poder da coroa e que garantiria proteção aos direitos de propriedade e de contratação dos aristocratas e dos comerciantes (La Porta et. al., 2008). Nesse sistema, as regras seriam geralmente estabelecidas pelos juízes, que tomam suas decisões com base em precedentes e orientados por princípios gerais. Caso a disputa advenha de uma nova situação, que não se enquadre nas decisões anteriormente julgadas, o juiz decidiria com base nos princípios gerais e sua decisão serviria como precedente para resolução de disputas semelhantes no futuro (La Porta et. al., 2000). Essas características do *common law*, de proteção dos direitos de propriedade da interferência do Estado e de maior liberdade aos juízes para tomarem suas decisões, faria desse sistema mais adaptável às demandas do mercado e, ao mesmo tempo, juridicamente mais seguro.

A construção do *civil law*, no entanto, tem um histórico diferente. Apesar da tradição jurídica do *civil law* remontar ao direito romano, o *civil law* francesa e germânica, foram construídas no período de Napoleão e Bismarck, respectivamente, sob a influência de uma forte atuação do Estado na regulação da atividade econômica. Diferentemente do *common law*, esses sistemas seriam formulados pelos legisladores que elaboram as leis e que definem os parâmetros de atuação dos juízes. Estes, portanto, não poderiam ir além do que foi definido pelo legislador, sendo esse um sistema mais rígido e menos aberto a modificações (La Porta et. al., 2000).

1.3. Uma perspectiva alternativa para o estudo do direito e financiamento

Neste item do capítulo, o foco é expor um debate com a literatura da L&F e os pressupostos dessa concepção. O questionamento das premissas dessa literatura traz elementos importantes para a análise do direito do financiamento que será realizada nos capítulos seguintes, além de enquadrar no plano teórico a discussão sobre a transformação desse direito.

Por entender que o surgimento das famílias legais é anterior ao desenvolvimento do mercado financeiro é que a L&F sustenta que a relação entre o direito e o mercado financeiro é uma relação causal unidirecional. La Porta et. al. chegam a afirmar que

> porque a origem legal está altamente correlacionada com o conteúdo da lei, e porque as famílias legais se originaram antes do desenvolvimento dos mercados financeiros, é improvável que o direito tenha sido escrito primeiramente em resposta a pressões do mercado [24] (La Porta et. al., 2000, p. 9).

Ou seja, a origem legal define o aparato regulatório disponível para a proteção ao investidor e este, por sua vez, influencia no desenvolvimento do mercado financeiro e no crescimento econômico. É por essa razão que, para a L&F, a família jurídica é central para compreender as diferentes variedades de capitalismo.

A ideia aqui não é questionar o caminho percorrido pela L&F, que vai da família jurídica para o nível de proteção aos investidores e para o grau de desenvolvimento do mercado financeiro. No entanto, a relação entre direito e mercado que orienta este trabalho, diferentemente da concepção da L&F, entende que existe uma relação causal também no

[24] "*Because legal origins are highly correlated with the content of the law, and because legal families originated before financial markets had developed, it is unlikely that laws were written primarily in response to market pressures*"

sentido oposto. Esse movimento sugere, de um lado, que o direito não é um fator exógeno ao mercado, mas que ambos reagem um ao outro (Milhaupt e Pistor, 2008). O direito dá suporte ao mercado e este, por sua vez, provoca alterações naquele, num processo extremamente interativo de ação e reação (Milhaupt e Pistor, 2008, p. 6 e 21).

Assim, compreender que o mercado transforma e também é transformado pelo direito implica em afirmar que o direito passa por mudanças provocadas pelo mercado. Ou seja, significa assumir que o direito está em movimento e não tomá-lo como algo estático. Não que a L&F negue que o direito passe por mudanças. La Porta et. al. (2008) reconhecem que os sistemas jurídicos nacionais sofrem modificações, seja por alterações no ordenamento ou na organização do judiciário, em função de adaptações a questões culturais, políticas e econômicas locais de cada sociedade. Todavia, essas adaptações e individualizações seriam incompletas, isto é, elas não seriam capazes de alterar os elementos fundamentais da origem legal (La Porta et. al., 2008, p. 66).

Também não há como negar que ao estabelecer um modelo de direito mais apto a fomentar a expansão do mercado e o crescimento econômico, a própria L&F estimula que sejam feitas modificações nos ordenamentos nacionais para incorporar tais regras, apesar de reconhecer a dificuldade para que elas se realizem. A literatura, inclusive, apresenta um caminho para alcançar o êxito econômico, o da convergência jurídica. Esta refere-se às reformas nas regras e nos mecanismos de aplicação da lei a fim de atingir um padrão regulatório bem-sucedido (La Porta et. al., 2000). Dessa forma, para que os ordenamentos convirjam em direção a um padrão eficiente de proteção ao investidor, "a maioria dos países requer uma reforma legal, regulatória e judicial extensiva" [25] (La Porta et. al., 2000, p. 20).

No entanto, parece que para a L&F, a mera incorporação de regras qualificadas aos ordenamentos jurídicos seria suficiente. Não há uma preocupação em compreender como essas regras serão interpretadas e aplicadas pelas instituições de cada país. Como apontam Milhaupt e Pistor (2008), o fato de uma mesma regra poder ser identificada no arcabouço regulatório de diferentes países não revela nada sobre como essa regra foi formulada, se houve uma alteração no ordenamento jurídico a partir da incorporação dessa regra, como ela será interpretada e quais os efeitos da sua aplicação nos diferentes contextos.

Existem, contudo, pesquisas preocupadas justamente em compreender esse processo de incorporação de regras aos ordenamentos jurídicos, que trazem perspectivas

[25] "*To converge to effective investor protection in this way, most countries require extensive legal, regulatory, and judicial reform*" (La Porta et. al., 2000, p. 20).

sobre como analisar esse processo que são úteis para este trabalho. Algumas dessas pesquisas estão focadas em analisar as consequências da incorporação dessas regras na estrutura preexistente. É o caso do estudo feito por Halliday (2012) ao analisar as reformas legais realizadas em países do leste asiático para incorporar um sistema regulatório de falências, tal como agenda propagada pelo FMI e pelo BM. No caso analisado, observou-se que a incorporação de um sistema de falências provocou uma reestruturação do Estado ao alterar o limites estabelecidos entre o mercado e o Estado, ao alterar o poder dentro do próprio Estado e ao investir novos poderes ao Estado (Halliday, 2012). Disso, o autor conclui que as mudanças implementadas pelas instituições internacionais excedem a reforma técnica e acabam sendo mudanças que reestruturam a própria arquitetura do Estado (Halliday, 2012).

Já Schapiro, por exemplo, apresenta um estudo que aponta que mesmo sem recorrer a transplantes institucionais, o mercado brasileiro de capital de risco (*venture capital* e *private equity*) tem colecionado bons indicadores. A pesquisa revela que este segmento do mercado de capital tem utilizado a seu favor a base institucional existente, compondo um modelo de complementariedade regulatória de três instâncias diferentes (a autorregulação, a regulação indireta e a atuação direta dos agentes) (Schapiro, 2012). Segundo Schapiro, trata-se "de uma experiência de reforma institucional que concilia o reconhecimento de modelos funcionais, com as vicissitudes locais" (Schapiro, 2012, p. 297). Ou seja, Schapiro aponta que o mercado de capital de risco, no Brasil, desenvolveu-se nos últimos anos sem valer-se dos ajustes regulatórios incentivados pela L&F.

Há, ainda, pesquisas dedicadas a investigar a efetividade das regras transplantadas. Berkowitz, Pistor e Richard estudam em 49 países a efetividade das regras implantadas e concluem que quando os países adotam uma legislação que não está adaptadas às condições locais ou que foi imposta via colonização tendem a sofrer o que eles chamam de "efeito transplante", isto é, a lei tende a funcionar de forma menos efetiva do que no país de onde ela se originou ou do que nos países em que houve adaptação às condições locais (Berkowitz; Pistor; Richard, 2003).

Assim, há um vazio interpretativo na L&F quanto ao processo de incorporação de regras aos ordenamentos e da interação entre as regras transplantadas e o arcabouço regulatório preexistente (Fabiani, 2011). De certa forma, a própria opção metodológica feita por grande parte dos autores da L&F, de fazer um corte transversal e utilizar quase que de forma exclusiva dados colhidos nos anos 1990, ao invés de um corte longitudinal, inviabiliza a observação de alterações no direito (Fabiani, 2011). É possível afirmar,

portanto, que a L&F não considera que o processo de transformação do direito seja relevante para o sistema jurídico como um todo e, por isso, não há nenhuma preocupação dessa literatura em compreender como ele ocorre.

A pouca importância que a L&F dá aos processos de incorporação de regras tem ainda uma outra dimensão, que é não considerar os conflitos e interesses envolvidos em qualquer mudança regulatória, os quais inclusive acabam definindo a forma como a regra será absorvida pelo ordenamento. São raras as passagens que a L&F trata do conflito, mas é possível identificar algumas como a que a literatura reconhece que exista uma resistência às reformas regulatórias sugeridas em seus estudos porque "os Governos geralmente relutam em introduzir leis que entreguem o controle regulatório que eles possuem sobre as empresas aos financistas [26]" (La Porta et. al., 2000, p. 20). Essa passagem é importante porque reconhece a existência de interesses, e do conflito, no processo de mudança de leis. Ainda nesse mesmo texto, os autores apontam que as famílias controladoras das grandes empresas também costumam representar uma forte objeção à introdução de mecanismos de maior proteção aos investidores nos ordenamentos (La Porta et. al., 2000, p. 20).

Essas afirmações, contudo, vão na contramão dos estudos realizados pela L&F que não apresentam os interesses por trás das mudanças no direito. A consequência disso é a despolitização dos processos de alteração regulatória dos ordenamentos jurídicos, justamente por ser essa interpretada como uma tarefa técnica de adoção de "boas regras" que levariam ao desenvolvimento econômico (Fabiani, 2011, p. 116-117). A concepção neutra do direito e a redução do processo de alteração regulatória como tarefa técnica "articula-se diretamente com os pressupostos que embasam os mecanismos usados para executar reformas em países em desenvolvimento e em economias em transição" (Fabiani, 2011, p. 117). Como ressaltam Milhaupt e Pistor, esse processo de tecnicização é extremamente conveniente ao Banco Mundial e a outras organizações internacionais que não possuem autorização para interferir em questões políticas dos países e que justificam a interferência nos padrões regulatórios por meio da transferência de tecnologia (Milhaupt e Pistor, 2008, p. 20). Como pontua Fabiani (2011, p. 118), "em regra, os projetos desse tipo financiados pelo Banco Mundial tem o sugestivo nome de 'assistência técnica".

Muitos desses projetos de assessoria técnica financiados pelo Banco Mundial influenciaram reformas regulatórias realizadas pelo Governo Federal no mercado de

[26] "*Governments are often reluctant to introduce laws that surrender to the financiers the regulatory control they currently have over large corporations*" (La Porta et. al., 2000, p. 20).

crédito brasileiro[27] (Fabiani, 2011, 97-99). Assim, como a L&F exerceu grande influência sobre o Banco Mundial, e vice-versa[28], e como o Banco Mundial esteve por trás de mudanças na organização dos sistemas financeiros nacionais é possível afirmar que a concepção de direito da L&F orientou muitas dessas alterações legais.

Assim, ao entender o direito como produto da interação de diversas forças sociais, compreende-se que ele acaba assumindo uma moldura que reflete determinados interesses. A proteção aos direitos de propriedade é uma das formas que o direito pode assumir, mas sua função não se esgota nisso. Ao centrar sua análise em ferramentas de proteção ao investidor, a L&F acaba considerando apenas a função protetora do direito, de garantidor dos direitos de propriedade, e ignora outras funções (Milhaupt e Pistor, 2008; Fabiani, 2011).

Dessa maneira, o questionamento dos pressupostos da agenda de reformas regulatórias da L&F, e por consequência das agências multilaterais, traz uma nova perspectiva de análise dos processos de incorporação de regras ao ordenamento jurídico. A partir dessa visão alternativa, considera-se que as alterações regulatórias não acontecem no vazio, mas envolvem interesses e conflitos, e que nesses processos de transformação as regras novas interagem com as antigas, podendo assumir diferentes formas e funções. É sob essa perspectiva do direito que este trabalho pretende analisar a alteração do direito do financiamento habitacional.

1.4. Notas metodológicas

O financiamento habitacional surge como objeto interessante de análise das transformações do direito do financiamento por três motivos principais. O primeiro é o fato de, nos anos 1990, ter sido criado um novo modelo de financiamento que incorporou a agenda política das agências multilaterais e as concepções da L&F e que, portanto, está diretamente vinculado ao contexto neoliberal do período. É de se esperar que esse modelo acabe adquirindo contornos próprios em razão das particularidades do contexto em que foi inserido. Uma segunda razão é que, no Brasil, já havia um modelo de financiamento antes

[27] O mercado de crédito analisado pelo autor, segundo sua própria descrição, é o "segmento livre do mercado de crédito, aquele em que os bancos tem liberdade para fixar taxas de juros que remuneram o aplicador de recursos" (Fabiani, 2011, p. 33). A pesquisa do autor cobre as reformas realizadas dentre janeiro de 1999 e março de 2006.

[28] "Dois sinais disso são: por um lado, a adoção, pelo BM, das metodologias prescritas pela literatura da *Law and Finance* para avaliação do ambiente de negócios em seu projeto Doing Business; por outro lado, o financiamento, pelo Banco Mundial, de muitos dos trabalhos realizados pelos teóricos da *Law and Finance*" (Fabiani, 2011, p. 100).

daquele estruturado nos anos 1990 e que, mesmo com o surgimento de um novo sistema, não deixou de existir. Assim, surgem questões sobre como ocorreu a interação entre as regras incorporadas e o ordenamento preexistente. Terceiro, este objeto permite acessar, detidamente, a tensão entre financiamento e habitação – entre mercado e direitos sociais. Enquanto o financiamento pressupõe a lógica de funcionamento de mercado para que exista e possa se reproduzir, a habitação, como direito social, carrega outros propósitos, muitos dos quais contraditórios com a lógica econômica. Assim, em uma economia capitalista, o financiamento habitacional é um lócus privilegiado para discutir a tensão permanente entre universalizar um direito social e atender aos interesses do mercado – e, sobretudo, para avaliar como o direito é mobilizado e transformado em razão dessa tensão.

A análise da transformação do direito do financiamento habitacional será feita a partir da comparação entre o SFH e o SFI. Dois tipos de questionamento guiaram a investigação do direito do financiamento no SFH e no SFI: (i) quais os objetivos desses sistemas, e (ii) que direitos eles protegem e como. Essas questões buscarão ser respondidas nas duas dimensões de análise do direito do financiamento habitacional do SFH e do SFI. A primeira dimensão está centrada nos objetivos e nas estruturas regulatórias desses sistemas. Para identificar os objetivos e a estrutura regulatória de cada um dos modelos de direito do financiamento, adotei duas estratégias metodológicas básicas. A primeira, foi a reconstrução do contexto histórico de criação desse sistema. Procurei identificar, neste sentido, as principais concepções políticas e econômicas que fundamentaram a criação do SFH e do SFI, os agentes mais influentes na sua conformação. Para tanto, analisei o processo legislativo – PL referente ao marco regulatório de cada um desses modelos e utilizei referências secundárias que buscam investigar, a partir da perspectiva de outras áreas, o contexto de formação desses sistemas. No caso do SFH, os estudos de Melo (1988 e 1990) e Arretche (1990) trouxeram grandes contribuições para reconstruir esse período, enquanto a pesquisa de Royer (2009) foi útil para o SFI. Também foram utilizados documentos e relatórios elaborados pela Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP), principal articulador da criação do SFI, como tratarei no capítulo 3. Na segunda estratégia, para descrever a estrutura, busquei identificar as principais instituições e dinâmicas regulatórias estabelecidas no SFH e no SFI. Para tanto, fiz uma análise sistemática das principais fontes normativas desses modelos – leis, decretos, e regulações.

Já a segunda dimensão tem como foco os principais mecanismos de regulação instituídos em cada sistema: (i) de remuneração do capital, (ii) de garantia e (iii) de

cobrança de dívidas. Os instrumentos referentes à (i) remuneração do capital são aqueles que atuam sobre o retorno financeiro do capital investido pelo credor e pelo investidor, podendo cumprir o papel de restringir a remuneração do capital, quando são fixados limites ou são estabelecidos critérios rígidos para a alteração, como podem potencializar o processo de acumulação.

Os mecanismos de (ii) garantia dos modelos de financiamento englobam medidas que determinam a extensão de garantias de retorno dos recursos aplicados, que podem ser instrumentos que ampliem ou diminuam o nível de proteção dos credores e investidores em caso de insolvência, ou instrumentos que assegurem a liquidez do sistema. Por fim, os (iii) mecanismos de cobrança de dívidas são os procedimentos que tem como finalidade efetivar a realização das garantias. Podem estar previstos em número maior de procedimentos até que a cobrança se efetive, o que torna-a mais lenta, ou pode ser que os procedimentos sejam reduzidos e que a cobrança seja agilizada.

Os dados a respeito dos mecanismos do SFH e do SFI foram obtidos a partir da descrição legal sobre como eles funcionam e pra que servem, da doutrina jurídica especializada e de discursos dos agentes políticos e econômicos que ajudam a entender os propósitos e potenciais efeitos desses instrumentos.

A escolha por realizar este estudo a partir desses mecanismos é em razão deles representarem as regras em que as agências internacionais e a L&F sugerem que sejam feitos ajustes para ampliar a proteção ao credor e ao investidor e para garantir maior eficácia na aplicação da lei. Ao relevar as transformações que ocorreram no direito do financiamento habitacional, esse estudo de caso permite discutir alguns pressupostos da teoria da L&F e das agências multilaterais. O debate teórico de análise deste trabalho é feito nas conclusões. É nessa última parte que apresento uma discussão analítica dos resultados da pesquisa realizada.

2. Direito do financiamento habitacional: o modelo do SFH

Este capítulo tem como objetivo analisar o direito do financiamento habitacional a partir do modelo do SFH. Inicialmente, farei uma breve reconstrução histórica do contexto de criação do modelo de financiamento do SFH, com foco no padrão normativo que predominava no período em que o SFH foi criado, e analisarei os objetivos, a estrutura e os mecanismos de remuneração da dívida, de garantias e de cobrança da dívida desse modelo. A investigação da lógica de estruturação desse sistema visa responder a duas questões: (i) quais os objetivos do SFH, e (ii) que direitos são protegidos pelo SFH.

A análise da lógica de estruturação do SFH, que adiante será comparada a do SFI, permitirá compreender como o direito do financiamento habitacional foi alterado na passagem de um modelo para o outro e como essas mudanças, analisadas em conjunto, alteraram substantivamente o conteúdo do direito do financiamento habitacional.

2.1. Direito e financiamento no desenvolvimentismo

A criação do SFH em 1964, pela Lei nº 4.380, representou um marco na política habitacional brasileira, já que aquela foi a primeira vez em que o problema do déficit de moradias se tornou parte de uma preocupação governamental de forma sistematizada e organizada. No entanto, a percepção da necessidade de intervenção do Estado na questão habitacional começou a se consolidar ainda anos antes, no primeiro governo de Getúlio Vargas.

A partir dos anos 1930, ganhou força no debate público a concepção de que o Estado deveria intervir na produção e no financiamento habitacional, já que o setor privado era visto como incapaz de resolver o problema (Bonduki, 1998). Essa percepção é parte de um fenômeno ainda mais amplo, de consolidação de um paradigma de atuação do Estado que pode ser descrito como “desenvolvimentista” (Trubek; Schapiro, 2012). No campo habitacional, a premissa de atuação do Estado era o diagnóstico de uma grave crise de moradia que afetava não só a classe baixa, mas também a classe média, e que motivava fortes críticas ao modelo predominante de construção de casas para locação por encomenda. Até então, as poucas medidas de intervenção do Estado, durante a República Velha, resultaram mais em aumento dos ganhos dos proprietários do que no beneficiamento da população sem acesso a uma moradia digna.

Em 1942, ainda sob Vargas, foi promulgado o Decreto-lei 4.598/42, que congelou todos os aluguéis residenciais por dois anos e tipificou como crime contra a economia popular o descumprimento de suas disposições. Essa foi a primeira de uma série de intervenções estatais sobre a relação entre inquilinos e proprietários, conhecidas como leis do inquilinato, que se estenderam até 1964 [29]. Apesar da intervenção sobre os preços dos aluguéis ser considerada uma das medidas de maior impacto realizadas pelo governo Vargas[30] no setor habitacional, outras ações tiveram impacto igualmente relevante, como a produção de habitações sociais pelos Institutos de Aposentadoria e Pensões (IAPs) e pela Fundação Casa Popular (FCP).

No entanto, por mais que tenha se formado um relativo consenso sobre a necessidade de intervenção estatal para a solução do que já se havia convertido em uma "questão habitacional", "até 1964 interesses contraditórios presentes nos governos populistas, descontinuidade administrativa e falta de prioridade impediram a implementação de um política de habitação social de maior alcance" (Bonduki, 1998, p. 100). Mesmo que tenha ficado a cargo do governo militar a elaboração e execução de uma política global para o setor habitacional, foi a era Vargas que marcou "o surgimento da habitação social no Brasil" (Bonduki, 1998, 127).

A formação do consenso em torno da intervenção estatal na questão da habitação, que se diferencia de outros bens em função de suas características próprias, foi possível em razão de um contexto mais amplo. A formação do Estado de bem-estar social nos países centrais, em contraposição ao Estado liberal tinha como pressuposto que caberia ao Estado prover aos trabalhadores as condições básicas de sobrevivência, o que inclui a habitação. Segundo Bonduki, em alguns países europeus, em especial os socialdemocratas, o Estado assumiu a responsabilidade pela produção de habitação social já nos anos 1920 (Bonduki, 1998). A Suécia é um desses exemplos de modelo de política habitacional socialdemocrata, em que o Estado assumiu diretamente a tarefa de promoção imobiliária, de controle dos mecanismos de financiamento, além de constituir um estoque de terra pública, o que

---

[29] Segundo Bonduki, as leis do inquilinato correspondem aos seguintes Decretos-lei nº: 1.569/43, 6.739/44, 7.466/45, 9.669/46; e às Leis nº 847/49, 1.300/50, 1.708/52, 2.328/54, 2.699/55, 3.085/56, 3.336/57, 3.494/58, 3.844/60, 3.912/61, 4.008/61, 4.240/63.

[30] A habitação ganha duas novas abordagens no período Vargas, que refletem o projeto nacional-desenvolvimentista desse governo, e que superam o tratamento dessa questão apenas sobre a ótica sanitarista. A primeira é a caracterização da habitação como condição básica de reprodução da força de trabalho, ou seja, como um fator importante no desenvolvimento social e econômico do país. A segunda é o papel político, moral e ideológico que a habitação exercia sobre os trabalhadores, que interferia na formação do "homem novo" e que servia como suporte de apoio político ao modelo de desenvolvimento.

resultou num controle maior da dinâmica do mercado e na redução da segregação espacial (Arretche, 1990, p. 22). Nos EUA, a partir da década de 1930, sob a administração Roosevelt e no bojo das medidas pós-crise de 1929 que consolidaram o *New Deal*, o provimento de habitação também passou a ser visto como responsabilidade do governo e são implementadas as primeiras iniciativas de política habitacional [31] (Jackson, 1985).

A mudança de paradigma na política habitacional refletia o que se convencionou descrever como a passagem do Estado liberal parar um Estado social[32]. Para dar conta dos novos papéis assumidos pelo Estado, o direito passa por transformações importantes, tornando-se fonte de e viabilizando os instrumentos necessários à intervenção estatal na economia. Os direitos sociais ganham espaço nos ordenamentos jurídicos e o direito público passa a ser a área de maior foco de produção legislativa (Kennedy, 2006). Mesmo que esse novo modelo estatal não tenha adquirido, em toda parte, as feições do *Welfare State* observável em países desenvolvidos, é possível afirmar que também no Brasil houve uma mudança na forma e na intensidade de atuação do Estado sobre o domínio econômico. Essa mudança acarretou um conjunto de transformações nos conceitos, instituições e práticas jurídicas. A Constituição brasileira promulgada durante o primeiro governo Vargas, por exemplo, expressa essa mudança na orientação do Estado e do padrão regulatório.

A Constituição brasileira de 1934 [33] apresenta diversas inovações legais que refletem e cristalizam a modificação na relação entre Estado e economia a partir desse período. Influenciada pelo discurso nacionalista da Revolução de 1930 e pela visão desenvolvimentista do Presidente da República, a Constituição representa uma tentativa de superação da antiga ordem oligárquica liberal (Grau, 1981, p. 51). Uma das novidades é que, pela primeira vez, uma Constituição brasileira tem um capítulo inteiramente dedicado

---

[31] Duas agências importantes foram criadas nesse período: a *Home Owners Loan Corporation* (HOLC), em 1933, e a *Federal Housing Administration* (FHA), em 1934. A HOLC refinanciou milhares de hipotecas com risco de inadimplência ou em execução com o objetivo de proteger a população de baixa renda dos despejos (Jackson, 1985). Já a FHA, apesar de não construir nem financiar diretamente a habitação, induzia o investimento em hipotecas residenciais ao assegurá-las contra perdas por meio do Tesouro norte-americano (Jackson, 1985). No entanto, como pontua Melo, o keynesianismo social dos EUA foi abandonado logo após o fim da 2ª Guerra Mundial, permanecendo apenas o keynesianismo militar (Melo, 1990). Por isso, o modelo de política habitacional dos EUA é caracterizado como liberal, em que o Estado assumiu o papel de agente regulador, restringindo-se a estabelecer "os parâmetros de operação de um setor produtivo totalmente subordinado às decisões de operação dos agentes privados" (Arretche, 1990, p. 23).

[32] Conforme Grau, "do Estado Liberal – caracterizado primordialmente pela sua destinação exclusiva à preservação da ordem, segurança e paz – passamos ao que se convencionou chamar, em largos traços, Estado Social – quando se concebe como instrumento de justiça social e desenvolvimento (Grau, 1981, p. 18).

[33] A Constituição de 1934 foi fortemente influenciada pela Constituição de Weimar, de 1919, a mais célebre das Constituições Sociais, e em menor grau pela Constituição do México, de 1917, e pela Constituição da República Espanhola, de 1931 (Bercovici, 2005).

à ordem econômica e social. Esse capítulo trata, por exemplo, da possiblidade da União monopolizar determinado setor ou atividade econômica, ou seja, do Estado restringir a ação da iniciativa privada em determinadas áreas por considerá-la incapaz de atender às necessidades públicas. No plano social, a Constituição de 1934 trouxe outra novidade: o reconhecimento, em seu texto, dos direitos trabalhistas no Brasil.

Em 1937, foi promulgada uma nova Constituição, referente ao período autoritário do Estado Novo. Além de refletir, juridicamente, a organização política imposta por Vargas, essa Constituição deu continuidade ao processo iniciado em 1930, aprofundando algumas tendências anteriores, como a centralização de poder na esfera federal, o papel intervencionista do Estado e a visão industrializante. A mesma tendência, com certas ressalvas, pode ser observada nas Constituições seguintes, de 1946 e de 1967 (alterada pela Emenda Constitucional 1/1969) [34].

Assim, o direito representou um instrumento fundamental na construção do projeto desenvolvimentista brasileiro, tanto por positivar direitos sociais quanto por oferecer mecanismos que viabilizavam a ação intervencionista do Estado. As Constituições promulgadas a partir de 1934 expressam como o papel do Estado na organização dos mercados, visando ao interesse social, mobilizou o ordenamento nacional e viabilizou mecanismos que dessem conta dessa tarefa.

A criação de um aparato regulatório capaz de servir de base para a elaboração da primeira política habitacional geral e organizada do país deve ser interpretada neste contexto. Como o direito é o objeto de análise deste trabalho, a reconstrução do padrão normativo predominante no momento da criação do SFH ganhou maior destaque nesse ponto. No entanto, a estrutura jurídica, por si só, não justifica a formação do primeiro

[34] Como afirmado, o papel intervencionista do Estado e a positivação de direitos sociais é uma tendência presente nas Constituições de 1946 e 1967. Ainda assim, os textos constitucionais são repletas de tendências contraditórias. No caso da Constituição de 1946, é exemplar a questão da exploração dos recursos minerais em território nacional. Enquanto a Constituição de 1934 representou um marco ao separar a propriedade do solo e do subsolo, o que significou a nacionalização das minas e jazidas, a Constituição de 1946 deu um passo atrás, ao prever que as autorizações e concessões só poderiam ser conferidas a brasileiro ou a sociedades organizadas no país. Essa foi uma tentativa dos grupos econômicos estrangeiros, como denunciou o ex-Presidente Arthur Bernardes, de discutir a constitucionalidade de um artigo do Código de Minas que vedava a participação de estrangeiros ao definir que as sociedades de mineração deveriam ser compostas obrigatoriamente por sócios e acionistas brasileiros (Bercovici, 2011, 136-137). Na Constituição de 1967, por sua vez, são ainda mais evidentes os impulsos contraditórios. Por um lado, essa Constituição tem como marca adotar a justiça social e o desenvolvimento como fim da ordem econômica. No entanto, o que aconteceu, na prática, foi uma interferência cada vez maior do Estado na economia "principalmente para proporcionar as condições favoráveis ao crescimento e florescimento do setor privado, particularmente estrangeiro, que obteve inúmeras facilidades de acesso ao crédito para se expandir" (Bercovici, 2005, p. 29). Isso sem falar na incompatibilidade da positivação constitucional de conceitos como "justiça social" e do "desenvolvimento" combinado com a revogação de direitos civis e a cassação de direitos políticos pelo Ato Institucional nº 5, de 1968.

sistema de financiamento habitacional brasileiro. As bases econômicas e políticas também foram essenciais para a formação e desenvolvimento do SFH.

As bases do padrão de acumulação que sustentou o SFH até o início dos anos 1980 começaram a ser construídas anos antes com o processo de industrialização e de substituição de importações. A formação da indústria de base nacional, alavancada pelo Plano de Metas do governo de Juscelino Kubitshek (JK), combinada com a estrutura de crédito inaugurada nos anos 1940 com as Caixas Econômicas, as Companhias de Capitalização e os IPAs são os fatores econômicos que possibilitaram a criação e manutenção de um sistema de financiamento habitacional nacional (Melo, 1990). Conforme Melo,

> As interdependências que esses últimos (correção monetária e circuitos financeiros protegidos) mantêm no sistema financeiro global são extremamente fortes o que implica que só quando se atinge um estágio específico de desenvolvimento capitalista pode-se efetivamente consolidar um sistema financeiro da habitação. O mesmo vale para o sistema produtivo em geral, pois não se pode ter produção ampliada de habitação sem a implantação anterior ou simultânea do macrocomplexo da construção civil (que inclui ramos como a siderurgia, metalurgia, minerais não-metálicos, química, etc.) (Melo, 1990, p. 43).

Desta forma, a alavancagem da indústria de base do governo JK foi importante para sustentar o crescimento da indústria da construção civil nos anos seguintes, bem como a estrutura de crédito dos anos 1940 forneceu as bases para a expansão do crédito e o surgimento do SFH.

Logo, a produção habitacional em larga escala está relacionada a uma determinada forma histórica de organização do processo de acumulação. A inexistência de um sistema de financiamento habitacional até 1964 justifica-se pela ausência das condições econômicas necessárias, em especial a falta de uma estrutura de financiamento que garanta crédito para a população e que permita aumentar a capacidade de endividamento estatal (Melo, 1990). Essa estrutura de financiamento só se consolidou em meados dos anos 1960, quando o governo militar realizou a reforma bancária, pela Lei 4.595/64, e organizou o mercado de capitais, pela Lei 4.728/65.

Já a base política para criação do primeiro sistema de financiamento foi construída durante a tramitação do projeto de lei que institui o SFH e se manteve por alguns anos. Logo no início do governo Castelo Branco, já sob o governo militar, formou-se uma

coalização entre os políticos conservadores, a indústria da construção e a burocracia estatal, que conseguiu acordar o texto da lei do SFH e sua aprovação [35] (Melo 1988).

A redação do anteprojeto do SFH ficou a cargo de setores da UDN do estão estado da Guanabara, o chamado "grupo lacerdista". A influência que esse grupo exerceu nos primeiros anos do governo militar e a experiência com a questão habitacional adquirida durante o Governo Lacerda, no Rio de Janeiro, explicam por que coube a esse setor a elaboração do esboço do projeto de lei do SFH (Aragão, 2003). O esboço elaborado pelo grupo udenista foi modificado em função de reinvindicações do empresariado da construção civil e do Ministério do Planejamento (MINIPLAN), no caso Simonsen e Bulhões, resultando na inclusão das Sociedades de Crédito Imobiliário e das Associações de Poupança e Empréstimos no texto final. Após a tramitação do projeto de lei na Câmara Federal e no Senado e da apresentação de mais de 200 emendas ao texto, este foi sancionado pelo Presidente Castelo Branco em 21 de agosto de 1964, resultando na promulgação da Lei nº 4.380/1964.

2.2. Objetivos e estrutura do SFH

Os objetivos que buscavam ser alcançados por meio da instituição do SFH podem ser captados no estudo do contexto econômico e político que cercou a formulação e promulgação da Lei nº 4.380/1964, como o faz Melo (1988, 1990). Pretendo, no entanto, complementar essa perspectiva externa analisando os objetivos do SFH tais como inscritos no modelo de direito do financiamento habitacional que ele instituiu. Para tanto, busco identificar, na estrutura legal constituída pela Lei nº 4.380/1964, os objetivos do SFH.

A análise, porém, não se restringe a essa legislação [36]. Isto porque a Lei nº 4.380/1964 passou por várias modificações desde sua promulgação, em função de mudanças no cenário político e econômico. De um lado, essas transformações já são uma amostra de como o direito do financiamento habitacional sofre influências do mercado, as

[35] Melo, ao analisar a intermediação dos interesses em torno do SFH, identifica três momentos diferentes: a fase de emergência, consolidação e fragmentação da coalização. Enquanto a primeira foi de 1964-65, a segundo estendeu-se entre 1966-73 quando também passaram a ser integrar a coalização o empresariado financeiro do setor de crédito imobiliário, o empresariado da indústria de materiais da construção civil e os bancos comerciais. Por fim, o colapso das alianças ocorreu entre 1974-79 durante o Governo Geisel (Melo, 1988).

[36] A Lei nº 4.380/1964 não é apenas o marco da criação do SFH, mas também estabelece a estrutura de funcionamento do sistema. Contudo, há outras leis que regulamentam o SFH e que também serão abordadas nesse ponto. Além disso, de 1964 até os dias atuais, a Lei nº 4.380 sofreu diversas modificações que serão abordadas no momento oportuno.

quais ficarão evidentes com a análise do SFI. Por outro lado, essas mudanças exacerbam as tensões presentes no SFH desde sua criação, evidenciando que não se trata de um modelo necessariamente consensual ou homogêneo. Para resgatar os seus objetivos a partir da análise da estrutura jurídica do SFH, neste capítulo busco responder a duas questões: (i) quais os objetivos do SFH inscritos na legislação? e (ii) que direitos esse sistema protege?

Como anunciado no texto legal que deu origem ao sistema, a finalidade do SFH é "facilitar e promover a construção e a aquisição da casa própria ou moradia, especialmente pelas classes de menor renda da população" (art. 8º). Dois elementos definidores do funcionamento do SFH decorrem dessa descrição dos seus objetivos. O primeiro é que esse é um sistema voltado para o financiamento habitacional, ou seja, só pode ser utilizado para financiar imóveis residenciais. A compreensão da centralidade, ou, na realidade, a exclusividade do financiamento habitacional no SFH será crucial para o entendimento das transformações promovidas pelo SFI. Como descrito no capítulo 3, esse é um dos principais pontos de mudança entre os modelos de financiamento, já que o financiamento habitacional deixa de ter exclusividade entre os objetivos do sistema regulatório instituído pelo SFI.

O segundo ponto da definição legal dos objetivos do SFH que revela o norte desse sistema é o destaque dado pelo texto à camada de baixa renda da população, que mereceria atendimento prioritário pelo SFH. Há, dessa forma, a definição de um grupo social definido pela renda como sendo o "sujeito de direitos" primordial do sistema. No texto da Justificativa do PL nº 2.006/1964, que mais tarde seria aprovado como Lei nº 4.380/1964, o governo afirma que a falta de moradia havia se tornado um dos "mais graves problemas nacionais", que afetava a "classe operária", a "classe média inferior" e a "classe média do setor intermediário". Ainda segundo esse texto, metade da população brasileira, à época, não conhecia o "conforto da habitação, segundo os critérios e padrões dos países desenvolvidos" e, por isso, fazia-se necessária a intervenção estatal na questão habitacional (Justificativa, PL nº 2.006/1964).

Não há como negar, contudo, que a casa própria era o grande sonho da população brasileira e que o governo militar, ao elaborar um modelo de financiamento para prover moradia, busca atender essa aspiração pensando no apoio que conseguiria ganhar nas massas populares e em dissipar a tensão política e econômica do começo do governo (Bolaffi, 1982). Assim, essa foi a argumentação construída no processo legislativo para sustentar o movimento pelo qual o Estado tornou-se responsável direto por prover a estrutura institucional e as fontes de financiamento do SFH. Essa tarefa assumida pelo

Estado foi operacionalizada pela Lei nº 4.380/1964, que criou uma entidade responsável por organizar, controlar e disciplinar o SFH. Essa entidade era o Banco Nacional de Habitação (BNH), inicialmente uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda que sofreu diversas mudanças até ser extinto, em 1986 [37]. A opção feita pela forma jurídica do BNH, isto é, pela sua constituição como autarquia, ao invés, por exemplo, de ser estruturado como uma empresa pública ou uma sociedade de economia mista, é reveladora da preocupação – ainda que em nível discursivo – com a habitação, sobretudo de baixa renda. Como descreve Aragão (2003, p. 110), a formatação do BNH como autarquia está relacionada

> à concepção inicial do Banco esposada por sua primeira presidenta, Sandra Cavalcanti, muito mais próxima de uma agência estatal, financiada fundamentalmente com recursos fiscais e concentrada na produção de habitações para as famílias mais pobres do que de um banco, com atuação no campo social mas inexoravelmente preso à condição de aplicador de recursos de terceiro, cuja liquidez constituirá sua obrigação primordial (Aragão, 2003, p. 110).

Contudo, alguns anos depois, o BNH foi transformado em uma empresa pública e em banco de segunda linha pela Lei nº 5.762/71 (Aragão, 2003). A conversão do BNH de autarquia para empresa pública, segundo Aragão, seria uma forma de adequar juridicamente a função que já era desempenhada pelo órgão de banco de segunda linha, ou seja, que não possui vinculação direta com os beneficiários finais dos seus recursos, apenas com os agentes financeiros [38] (Aragão, 2003). Ou seja, os agentes financeiros tornaram-se responsáveis pelo recebimento das prestações e execução das dívidas no lugar do BNH. Essa mudança teria motivações econômicas, pois o BNH vinha enfrentando dificuldades financeiras e altas taxas de inadimplência no final dos anos 1960 (Maricato, 1987). Ao transferir para os agentes financeiros a responsabilidade sobre os empréstimos do BNH, ampliava-se a garantia de que eles seriam efetivamente quitados[39]. Além disso, como os agentes financeiros tinham uma distribuição maior no território de suas agências do que o BNH, acabavam assegurando que o crédito do Banco atendesse a um público maior. Em função da busca pela eficácia no retorno dos investimentos e do distanciamento do

[37] Ao longo da existência do BNH, as mudanças ocorridas no órgão apresentam características que marcam as diferentes fases. Royer identifica quatro fases diferentes, a primeira foi a fase de estruturação institucional do BNH. Em seguida, vem a fase da formatação do BNH como empresa pública e banco de segunda linha, iniciada em 1971. A terceira etapa foi marcada pelo aumento da Carteira de Operações Sociais, quando as COHABs ampliaram as faixas de renda atendidas. Por fim, na última fase ocorreu a retomada do projeto político conservador, de política que não tinham a pretensão de alterar as estruturas sociais.

[38] Bancos múltiplos, bancos comerciais, caixas econômicas, sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo, companhias hipotecárias, COHABs, etc.

[39] O fracasso de alguns projetos do BNH, como o programa "Mercado de Hipotecas" seria também um dos motivos para a mudança institucional do Banco (Royer, 2009).

financiamento para o mercado de baixa renda [40], considera-se que depois de sua transformação em empresa pública o BNH distanciou-se dos seus objetivos programáticos, de prover habitação social, e assumiu uma faceta empresarial (Aragão, 2003).

O BNH não era responsável apenas pelo financiamento habitacional, mas desempenhou função importante no financiamento de infraestrutura, em especial de saneamento – outra área de atuação reveladora da existência de objetivos conectados aos direitos e garantias sociais. O Sistema Financeiro de Saneamento (SFS), criado em 1968, tinha também o BNH como órgão central. Nesse sentido, o BNH financiava para os municípios e estados obras de implantação ou de melhoria no sistema de abastecimento de água e esgoto sanitário, rede de distribuição de energia elétrica, de serviços públicos, no sistema viário e outras. A importância que o BNH adquiriu, principalmente nos anos 1970, explica o posto que adquiriu na época de "mais forte agente nacional de política urbana" [41] (Maricato, 1987, p. 38).

A força que o BNH adquiriu está diretamente relacionada à sua capacidade de mobilização de recursos. Inicialmente, caberia ao BNH provê-los, por meio da emissão de Letras Imobiliárias (LI) [42], e pela contribuição de 1% incidente sobre a folha de pagamento de empresas que mantivessem empregados sujeitos a desconto para IAPs. Todavia, passado mais de um ano da criação do SFH, os recursos captados pelo BNH não eram suficientes para viabilizar a produção e o financiamento habitacional em larga escala (Royer, 2009). Por isso, optou-se por estruturar duas novas fontes de captação de recursos: o FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço) e o SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos).

---

[40] Ao apresentar dados sobre esse período, Maricato aponta que "a participação percentual dos financiamentos habitacionais concedidos pelo SFH à Carteira de Operações de Natureza Social é diminuída de 88% em 1965 para 8,21% em 1974", o que beneficiou o mercado de níveis de renda mais altos (Maricato, 1987, p. 46). A partir de 1975, todavia, quando começam a aparecer alguns resultados de programas destinados a estratos mais baixos da renda, a Carteira de Operações de Natureza Social volta a ganhar expressão no SFH (Royer, 2009).

[41] Apesar de reconhecer a força do BNH, Maricato apresenta críticas à política urbana implementada pelo órgão. Segundo Maricato, o financiamento em infraestrutura do BNH privilegiou as grandes obras porque as grandes empresas nacionais de construção pesada e algumas empresas internacionais detentoras de *know-how*, que forneciam equipamentos, pressionaram para que o BNH assumisse essa função (Maricato, 1987). Além de gerar um padrão de urbanização com base nas grandes obras, essa política intensificou a perda de autonomia dos municípios, que em função dos poucos recursos recorreram ao BNH para a realização de obras de infraestrutura nas cidades (Maricato, 1987). Essa dependência econômica dos municípios contribuiu para fortalecer, ainda mais, o poder político do governo federal.

[42] Na tentativa de alavancar as LI, foi estabelecido que os IAPs, SESI, SESC, Caixas Econômicas e proprietários, compradores ou cessionários de terrenos onde seriam construídos prédios residenciais e locadoras de imóveis que atendessem a certos requisitos estavam legalmente obrigados a adquirir LI emitidas pelo BNH (art. 21 a 23 da Lei º 4.380/1964 e art. 31 e 32 da Lei 4.494/1964).

O FGTS, criado pela Lei nº 5.107/1968, é um fundo gerido pelo BNH composto pelos recursos obrigatoriamente recolhidos mensalmente pelos empregadores sobre 8% dos salários dos seus trabalhadores. O valor recolhido pertence exclusivamente ao empregado, que pode sacá-lo em determinadas situações, como para a compra da casa própria ou para o pagamento de parte das prestações do financiamento habitacional [43]. Segundo Aragão,

> a criação do FGTS constituiu um fato de importância similar ou até superior ao da própria instituição do SFH que, sem ele, muito provavelmente, ao menos no que respeita à ação do Poder Público, não teria ido muito além do que foi obtido pela Fundação Casa Popular (Aragão, 2003, p. 102).

Dessa forma, o SFH pode ser visto como um veículo que objetiva prover acesso dos trabalhadores, via FGTS, à casa própria. Nesse sentido, como um sistema de financiamento habitacional, o FGTS conecta os recursos dos trabalhadores que são poupados aos próprios trabalhadores quando financiam sua moradia.

O SPBE, por sua vez, é uma poupança voluntária, composta pelas carteiras imobiliárias das associações de poupanças e empréstimos, das sociedades de crédito imobiliário e das caixas econômicas federal e estaduais. Construído em paralelo ao SFH, o SPBE adquiriu grande capacidade de captação de recursos com a incorporação das cadernetas de poupança das caixas econômicas [44], "visto que as caixas econômicas sempre tiveram tradição de depósitos individuais e grande capilaridade junto ao público em todo o país" (Royer, 2009, p. 52). Inicialmente regulado pelo BNH, com a extinção desse órgão, o SBPE passou para o controle do Conselho Monetário Nacional (CMN).

Portanto, a estrutura do financiamento do SFH compreendia duas principais fontes de recurso, o FGTS e o SBPE, e um órgão responsável pela regulação e fiscalização da utilização dos recursos, o BNH. Apesar do FGTS e do SBPE terem exercido, e ainda exercerem, uma importante função de captação de recursos para o SFH, o BNH dispunha de outros fundos que alimentavam o SFH. Tais fundos exerceram um papel ambíguo. Por um lado, aumentaram a liquidez das instituições que compunham o SBPE e garantiram o retorno dos investimentos nas cadernetas de poupanças e em LI no caso de falência das entidades depositárias. Por outro, foram instrumentos importantes para "complementar os

[43] As condições em que o empregado pode utilizar sua conta do FGTS estavam inicialmente previstos no art. 8º da Lei 5.107/1966, estando atualmente dispostos no art. 20 da Lei n 8.036/1990.

[44] A Resolução da Diretoria do BNH nº 36, de 26 de julho de 1966, foi responsável por possibilitar o recebimento, pelo BNH, dos recursos recebidos de terceiros pelas Sociedades de Crédito Imobiliário, Carteiras de Crédito Imobiliário das sociedades de Crédito Financiamento e Investimento e Carteiras de Habitação das Caixas Econômicas.

recursos do FGTS e próprios do Banco no financiamento de habitações destinadas às faixas inferiores da classe média que teriam poucas possibilidades de adquiri-las nas condições normais observadas pelos agentes do SBPE" (Aragão, 2003, p. 134).

Dentre os principais fundos criados pelo BNH estão o Fundo de Assistência de Liquidez (FAL), o Fundo de Compensações de Variações Salariais (FCVS), o Fundo de Garantia de Depósitos e Letras Imobiliárias (FGDLI), o Fundo de Apoio à Produção de Habitação para a População de Baixa Renda (FAHBRE) e o Fundo de Assistência Habitacional (FUNDHAB). O detalhamento sobre como funcionavam esses fundos será feito no próximo ponto deste capítulo, mas por ora cabe ressaltar que, no início dos anos 1980, eles ganharam importância ao garantirem o fluxo de caixa do BNH, mesmo com a queda de captação de recursos pelo FGTS. Um exemplo é a arrecadação do FAHBRE em 1984, que representou 15,3% do total de recursos arrecadados pelo BNH, quando comparado aos 19,8% de participação nos recursos pelo FGTS (Aragão, 2003, p. 136).

O interessante é que a estrutura forjada pelo SFH para o financiamento de longo prazo era de base nacional e com grande participação do Estado. O financiamento externo do SFH, até os anos 1980, foi insignificante se considerado o total de recursos mobilizados pelo BNH. De 1964 até 1983, foram adquiridos pelo BNH somente dois empréstimos de baixo valor destinados para o setor habitacional, um deles concedido pelo BID e outro pela USAID – U.S. Agency for International Development (Aragão, 2003), mas ambos ainda intermediados pelo governo federal.

Completam o aparato institucional formulado para o SFH as Sociedades de Crédito Imobiliários (SCI), disciplinadas pelos artigos 35 a 43 da Lei nº 4.380/1964. As SCI são instituições de crédito especializado que só podem operar em financiamentos para construção, venda ou aquisição de habitações e que dependem de autorização do BNH para funcionarem. Inicialmente, a criação das SCI gerou um conflito com as Sociedades de Crédito, Investimento e Financiamento, que temiam a concorrência entre os títulos que emitiam, as letras de câmbio, e as LI, emitidas pelas SCI. Ao final, a disputa foi resolvida pela autorização da emissão de LI, por meio da Lei nº 4.864/1965, também pelas Sociedades de Crédito, Investimento e Financiamento. Segundo Melo, "a gênese da fração de classe do capital financeiro, operando na área do crédito imobiliário, pode ser localizada nesse período (Melo, 1988, p. 80). A fundação da Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP), por exemplo, data de 1968, bem nesse momento destacado por Melo. O fato das SCI serem parte da estrutura criada para o SFH

expõe que, apesar do Estado estar fortemente presente nesse sistema, também foi reservado um espaço para a iniciativa privada.

Além de estabelecer um aparato institucional para o SFH, o Estado cumpriu também um papel decisivo na regulação da forma de utilização dos recursos – outra dimensão da estrutura legal do SFH a partir da qual é possível identificar os objetivos centrais do direito do financiamento habitacional deste modelo. A Lei nº 4.380/1964 disciplina taxativamente a forma de aplicação dos recursos do SFH pelas entidades estatais e pelas entidades privadas (art. 11 e 12). No texto original da Lei nº 4.380/1964, estabelecia-se que no mínimo 70% dos recursos destinados às entidades estatais deveriam ser aplicados em habitações de valor unitário inferior a 60 vezes o salário mínimo vigente, e que no máximo 15% poderiam ser aplicados em habitações de valor unitário compreendido entre 200 e 300 vezes o maior salário mínimo vigente. O teto para aplicação dos recursos do SFH destinado às entidades estatais era de 300 vezes o salário mínimo mensal. As entidades privadas, por sua vez, tinham que aplicar no mínimo 60% dos recursos em habitações de valor unitário inferior a 100 vezes o maior salário mínimo e no máximo 20% em habitações com valor superior a 250 vezes o maior salário mínimo, sendo proibida a aplicação em habitações de valor superior a 400 vezes o maior salário mínimo vigente. Tais "travas" estabelecidas pelo SFH visam a garantir que os recursos cheguem aos setores de renda baixa e média da população e evitar que os financiamentos sejam capturados por uma classe mais alta.

Esses valores sofreram alterações já no ano seguinte à promulgação da Lei nº 4.380/1964, após pressões da indústria da construção, que reivindicava a criação de uma estrutura de financiamento voltada para a produção habitacional para a classe média. O governo cedeu à demanda com a aprovação da Lei de Incentivo à Indústria da Construção, a Lei nº 4.864/1965 [45]. Após as mudanças, a habitação de valor unitário compreendida entre 300 e 400 salários mínimos poderia receber no máximo 20% dos recursos das entidades estatais, enquanto que a porcentagem mínima aplicada nas de valor inferior a 100 vezes o salário mínimo seria definida bienalmente pelo BNH. O limite no valor

[45] A indústria da construção civil, por meio de seu principal representante, o Sindicato das Indústrias de Construção Civil do Estado da Guanabara (SICCE-GB), exerceu forte influência no governo militar, tanto que João Fortes, vice-presidente da SICCGE-GB chegou a ser nomeado diretor do BNH e compôs o Conselho Administrativo desse órgão (1964-79) (Melo, 1988). Esse setor iniciou uma grande mobilização para que fosse alterada a estrutura de financiamento criada pelo SFH, que culminou com a realização do "Simpósio Nacional da Indústria da Construção", em 1965, e a promulgação da Lei nº 4864/1965. Para Melo, "a lei constituiu numa revolução dentro do plano de habitação e assinala a hegemonia do capital privado na coalizão forjada em torno do plano" (Melo, 1988, p. 78).

unitário da habitação em que poderiam ser investido recursos foi para 400 vezes o maior salário mínimo.

Já para as entidades privadas, o teto para aplicação em habitações de valor unitário superior a 400 vezes o salário mínimo era de 20%, enquanto o mínimo dos recursos que deve ser utilizado em habitações de valor unitário inferior a 300 vezes o salário mínimo é de 60%. Também há uma vedação da aplicação das entidades privadas em habitações de valor unitário superior a 500 vezes o maior salário mínimo vigente no país. Portanto, a Lei nº 4.864/1965 elevou os patamares e os tetos do financiamento e ampliou a porcentagem de recursos a ser aplicada na habitação de maior valor unitário, isto é, expandiu "o mercado para as empresas privadas de construção civil" (Aragão, 2003, p. 98). Por mais que as "travas" do SFH continuassem legalmente previstas, as mudanças introduzidas pela Lei de Incentivo à Indústria da Construção trouxeram mais benefícios para a classe média do que para a classe baixa.

Outra definição trazida pela Lei nº 4.380/1964 quanto aos recursos do SFH é a "prioridade de utilização". O direito do financiamento habitacional tal qual instituído pelo SFI concede preferência na aplicação dos recursos à construção de conjuntos habitacionais, projetos de cooperativas ou outras formas associativas, projetos privados que visam a solução do problema de moradia e projetos de municípios e estados desenvolvidos em terrenos urbanizados que não apresentem impeditivos para o início imediato das obras (art. 4º). Além de estabelecer legalmente que os recursos do SFH deveriam ser aplicados em projetos de produção de habitação social, a Lei nº 4.380/1964 também reconheceu como agentes que compõe o sistema, dentre outros: os órgãos federais, estaduais, municipais e as sociedades de economia mista que operem no financiamento de habitações e que tenham participação majoritária do poder público; bem como as fundações, cooperativas e outras formas associativas voltadas para a construção ou aquisição da casa própria sem fins lucrativos (art. 8º).

Esse reconhecimento pode ser tomado como mais um indicador das pretensões do SFH, pois foram esses agentes os principais promotores dos programas habitacionais de interesse social, fundamentalmente as Companhias de Habitação (COHABs) e outros órgãos semelhantes. A consequência da inclusão desses agentes de promoção de habitação social no rol dos agentes que compõe o SFH foi a expansão do número de COHABs pelo

país. Os dados indicam que sob o recém criado SFH, entre maio de 1964 e outubro de 1965, foram criadas 19 COHABs em todo o território nacional [46] (Royer, 2009).

As COHABs são sociedades de economia mista sob controle majoritário público, do estado ou do município onde estão sediadas, e que atuam como intermediadoras financeiras do SFH. Nesta função, contraem empréstimos com o BNH, após aprovação do projeto pelo órgão, e se associam a empresas privadas, por meio de licitação pública, para a construção do conjunto de unidades residenciais. O produto final do financiamento é, tradicionalmente, a habitação social[47].

***

Até aqui, busquei identificar, na estrutura legal constituída pela Lei nº 4.380/1964, os objetivos do SFH. Analisei não apenas a afirmação desses objetivos discursivamente, no texto legal, mas também a sua consolidação tal como revelada pelos órgãos que compõem o SFH, e pela regulação da irrigação do sistema com recursos e da finalidade a eles dada na forma de financiamento. Como resultado, identifiquei que a produção de habitação de interesse social e o financiamento da casa própria para determinados estratos da população formam o eixo estruturante do SFH.

Esse eixo pôde ser visualizado, por exemplo, nas funções primordiais exercidas pelos principais órgãos que compõem o SFH, como o BNH, explicitamente voltado à promoção da habitação. No mesmo sentido, argumentei que o objeto central do sistema – o financiamento – é preponderantemente estatal e está conectado, tanto na sua origem (ex. FGTS) quanto na sua finalidade (ex. regulação da destinação do financiamento para a casa própria para baixa renda) aos direitos sociais.

---

[46] Criada durante o Governo Lacerda, a COHAB-Guanabara alcançou grande visibilidade e serviu de inspiração a experiências posteriores. O grupo lacerdista que comandou o BNH nos primeiros anos incentivou a criação e expansão das COHABs nos estados brasileiros. "A gestão Sandra Cavalcanti se caracteriza pela implementação exclusiva do segmento do plano formulado pelo grupo lacerdista, a saber, o programa COHAB e o programa Cooperativas" (Melo, 1988, p. 76).

[47] A preocupação com a promoção da habitação social pode ser identificada em ainda outro órgão componente da estrutura do SFH, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo (SERFHAU), também estruturado pela Lei nº 4.380/1964 e conectado, em suas funções, às COHABs. Dentre as principais atribuições do SERFHAU estavam a prestação de assistência técnica como forma de incentivar a organização de fundações, cooperativas ou outros tipos de entidades; e estimular a constituição de COHABs ou outras entidades de economias mista nos municípios e estados. Além disso, também era de responsabilidade da SERFHAU promover pesquisas, estudos e estatísticas sobre a questão da habitação no país e coordenar ou auxiliar programas regionais e municipais de habitação de interesse social (art. 55). A SERFHAU foi extinta em 1971, num momento de reestruturação e expansão da influência do BNH, que acabou incorporando as funções e o quadro técnico da entidade.

Há, ainda, um terceiro elemento da estrutura jurídica do SFH que pode ser tomado como indicador de como os seus objetivos são pautados por direitos sociais. Trata-se da possibilidade legal de participação, na gestão e implementação das finalidades do sistema, de entidades voltadas à promoção de habitação social, como as COHABs.

Dessa forma, nota-se que foi estruturado um arcabouço jurídico e institucional para dar conta da produção habitacional no país, que entende o Estado como o principal agente desse processo. Esse arcabouço, no entanto, não é estático e, como procurei descrever, sofreu mudanças ao longo do tempo. O BNH, por exemplo, passou por diversas transformações desde a criação do SFH, tendo adquirido inicialmente o formato de autarquia, em seguida de empresa pública e, por fim, acabou sendo extinto. Nesse processo, o BNH afastou-se de um modelo formulado para promover habitação social, aproximando-se deu um modelo voltado para o financiamento dos estratos de renda média, chegando à sua fase final, quando houve a transferência da responsabilidade em regulamentar o crédito habitacional para o BACEN e o CMN, após o fim do banco.

As fontes de recursos do SFH também foram alteradas, sendo estruturados dois importantes mecanismos de poupança, que viabilizaram a expansão do financiamento habitacional no país como nunca havia sido feito, tanto para a renda baixa, quanto para as camadas da população de renda superiores. Assim, a arquitetura jurídica do SFH dispõe de mecanismos importantes para intervenção estatal na aplicação dos recursos, instrumentos formulados para ora garantir a consecução do objetivo do sistema de universalizar o acesso à moradia, ora proteger os agentes do mercado.

Tanto em razão das suas origens particulares – vide, por exemplo, a promoção de interesses das "classes populares" como projeto de governo da UDN – quanto em virtude das transformações ocorridas, o direito do financiamento habitacional consolidado no SFH é extremamente singular. Como sugere Aragão, não há modelo semelhante em outros países:

> "[o SFH é um modelo] sem precedentes na história do país e que também não encontrava similar no exterior, ao concentrar em um único órgão a coordenação dos investimentos públicos e privados no setor habitacional, centralizar no governo federal a formulação de normas a que deveria obedecer a política de habitação e favorecer sua descentralização executiva, delegando a estados, municípios e entidades do setor privado (...) a iniciativa e responsabilidade da execução de projetos habitacionais" (Aragão, 2003, p. 92).

Em sentido similar, Arretche (1990) identifica uma marca singular no SFH como centro da política de financiamento habitacional: era ao mesmo tempo estatal e privatista.

Por um lado, trata-se de um modelo estatizante da produção habitacional, que conta com mecanismos de intervenção do Estado, o que o aproxima do modelo socialdemocrata. Por outro, como não foram destinados recursos orçamentários para o SFH, obrigou-se que as fontes de recursos fossem autofinanciáveis. O FGTS e o SBPE "deveriam operar conforme a lógica do investimento privado, segundo a qual investimentos sem retorno implicam a inevitabilidade da falência" (Arretche, 1990, p. 34). A restrição à utilização dos investimentos do SFH a fundo perdido, prejudicando a realização de uma política de tipo redistributiva, marca a semelhança desse sistema com o modelo liberal [48].

A tensão interna do SFH detectada por Arretche está presente no arcabouço regulatório que estrutura esse modelo de financiamento habitacional desde sua criação. No próximo ponto, analiso em detalhe quais são os principais instrumentos legais que compõem o modelo de direito do financiamento habitacional consolidado pelo SFH e descrevo como eles contribuíram para a concretização dos objetivos traçados originalmente. Dessa forma, os contornos jurídicos que essas tensões assumem ficarão mais perceptíveis.

2.3. Os instrumentos do SFH

Neste ponto, apresento em detalhes qual o arcabouço legal construído para que o SFH atendesse aos seus objetivos, isto é, quais foram os mecanismos jurídicos utilizados no SFH para tornar possível a construção habitacional em larga escala, especialmente para classes de baixa renda. Esses mecanismos podem ser analisados em três grupos, conforme o objeto regulado pelo instrumento: (2.3.1) instrumentos de regulação da remuneração do capital, (2.3.2) das garantias e (2.3.3) dos processos de cobrança.

Os instrumentos de remuneração do capital compreendem regras ou balizas para determinar como e em que quantidade poderá ser auferida a remuneração do capital mobilizado no financiamento. Os mecanismos de garantia, por sua vez, englobam medidas que aumentam as garantias efetivas de retorno dos investimentos. Finalmente, os instrumentos de cobrança de dívidas são os procedimentos que tem como finalidade efetivar a realização das garantias.

[48] A semelhança entre o SBPE e o modelo de financiamento dos EUA também marca a afinidade entre o modelo liberal de política habitacional e o SFH. Os paralelos traçados por Melo entre o modelo norte-americano e o SBPE incluem a semelhança entre o BNH e os FHLB e a criação das sociedades de crédito imobiliário e as associações de poupança e empréstimos inspiradas, respectivamente, nas *Savings and Loans* e nas *Mutual Savings* (Melo, 1990).

No conjunto, análise desses instrumentos permitirá compreender quais os objetivos gerais e quais direitos são protegidos pelo SFH e, assim, identificar quais as características do direito do financiamento habitacional desse modelo.

2.3.1. Remuneração do capital

Os instrumentos do SFH voltados a regular a remuneração do capital têm como objeto duas formas típicas de remuneração do capital: a correção monetária e os juros. Essas duas formas podem cumprir papéis compatíveis ou não com objetivos identificados no item anterior, a partir do estudo da estrutura do direito do financiamento habitacional instituída pelo SFH. A regulação da correção monetária e dos juros em consonância com aqueles objetivos buscaria – ao menos em tese – restringir a remuneração do capital, fixando limites ou estabelecendo critérios rígidos para a alteração de juros. Neste cenário, os instrumentos regulatórios do SFH atuam como freios à remuneração capital, potencialmente beneficiando os adquirentes da casa própria, em especial os de baixa renda. Isso significaria que os instrumentos atuam no sentido de concretizar os objetivos do SFH, tais como identificados no item anterior. No entanto, o estudo mais aprofundado desses instrumentos revela que a forma como são regulados a correção monetária e os juros são mais complexas, engendrando modos de regulação dúbios, que ora restringem a remuneração do capital, ora a potencializam.

As questões referentes à remuneração do capital adquiriram importância, para o SHF, com a criação do FGTS e do SBPE e a vinculação desses fundos ao sistema de financiamento habitacional. A instituição dessas duas novas fontes de recursos do SFH acirrou um debate que estava presente desde a formulação do sistema, com a previsão da correção monetária nos contratos de financiamento. Se, por um lado, a instituição dessas novas fontes ampliou a capacidade do SFH em captar recursos, por outro, trouxe a preocupação sobre como tornar essas fontes sustentáveis, ou seja, como tornar esse sistema autosuficiente. Para que o BNH garantisse liquidez e rentabilidade mínima aos depósitos do FGTS, bem como assegurasse a credibilidade do SPBE, era necessário que as aplicações do SFH "tivessem uma rentabilidade média suficiente para cobrir os custos financeiros e operacionais e assegurar um mínimo de reservas técnicas destinadas a compensar o risco de eventuais inadimplências aos tomadores de empréstimos concedidos pelas entidades financiadoras" (Aragão, 2003, p. 103).

Uma das formas de garantir que as fontes de recursos não fossem deterioradas no longo prazo era a previsão da correção monetária nos contratos firmados no âmbito do SFH. Dessa forma, dentre as inovações introduzidas pela Lei nº 4.380/1964, estava a possibilidade da previsão contratual da correção monetária (art. 5º). Até então, o financiamento a médio e longo prazo era dificultado porque a correção monetária não era adotada de forma ampla nos contratos, inclusive nos imobiliários. Tal mecanismo generalizou-se a partir de meados dos anos 1960, quando foram realizadas reformas no sistema regulatório financeiro nacional. Como nota Arretche (1990, p. 24), a ausência de mecanismos de correção monetária se somava a outros fatores que impossibilitavam o desenvolvimento de um verdadeiro sistema de financiamento:

> No pré-64, a inflação ascendente, a inexistência de mecanismos de correção monetária e o limite de 12% à taxa nominal de juros no mercado financeiro dificultavam enormemente a realização de empréstimos que não fossem de curto prazo.

Apesar de inovar ao prever a possibilidade da correção monetária dos contratos imobiliários, a Lei nº 4.380/1964 estabeleceu mecanismos para controlar a forma como seriam feitos os reajustes nas prestações. Apesar da facultatividade da previsão do reajuste das prestações nos contratos imobiliários em geral, conforme art. 5º da Lei nº 4.380/1964, nos contratos de financiamento no âmbito do SFH era obrigatório que tal cláusula estivesse presente (art. 10). Em outros termos, o direito do financiamento habitacional passou a permitir a correção monetária dos contratos, desde que dentro dos limites legais impostos pela própria lei.

Um dos mecanismos de controle estabelecidos foi a vinculação entre a alteração do salário mínimo e a correção das parcelas: esta só poderia ser mudada se aquele também fosse (art. 5º, caput). Outra disposição que pretendia balizar o reajuste das parcelas é que este não poderia exceder a relação originalmente estabelecida no contrato entre a prestação mensal e o salário mínimo em vigor na data do contrato, impondo, na prática, um critério de proporcionalidade entre correção monetária e reposição salarial que seria uma constante no modelo regulatório do SFH. Essa era uma forma de controlar a correção monetária e de garantir que a porcentagem dos salários dos trabalhadores destinada ao pagamento das dívidas não fosse alterada (art. 5º, §§ 4º e 5º). Além disso, o salário mínimo adotado como referência deveria ser o da região em que se situa o imóvel financiado (art. 5º, § 6º).

A regulamentação das condições da correção, bem como de garantias, prazos, riscos e valores do financiamento que os contratos do SFH devem obedecer era de competência do BNH (art. 18). A Lei nº 4.380/64 ainda determinou que as regras de correção monetária definidas pelo BNH se estendiam também às entidades que compõe o SFH, "com o que se estabeleceu a lógica do Sistema Financeiro de aplicar o mesmo sistema de indexação às suas operações ativas e passivas" (Aragão, 2003, p. 277).

Ao longo dos anos, a regulação da correção monetária dos contratos de financiamento no âmbito do SFH passou uma série de mudanças, ora introduzidas por resoluções emitidas pelo Conselho de Administração ou pela Diretoria do BNH, ora definidas pelo governo por meio de leis e decretos-lei. A vinculação do reajuste das prestações ao salário mínimo, como inicialmente previsto na Lei nº 4.380/64, também foi alterada com o tempo, o que não significou a extinção da proporção entre a prestação e o salário dos mutuários. Logo nos primeiros anos do SFH, foram criados pelo BNH dois sistemas diferentes de correção monetária. O ponto em comum era que a correção monetária do saldo devedor, em ambos, era feita com base na variação das Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN) do trimestre anterior (Instrução BNH nº 5/1966, art. 3º, III e Decreto-lei nº 19/1966, art. 1º, caput). A diferença entre esses sistemas estava na forma do reajuste das prestações mensais dos financiamento. Um dos sistemas, denominado "Plano B", utilizava para o cálculo do reajuste das prestações a mesma base dos saldos devedores, a variação da ORTN. O outro, chamado "Plano A", tinha como base para o reajuste das prestações o índice de variação do maior salário mínimo do país. Pouco tempo depois foi instituído o "Plano C", que tinha o mesmo indexador do reajuste do "Plano A".

O BNH também definiu para quais situações seriam aplicados cada um desses sistemas de correção monetária. O "Plano A" destinava-se aos financiamentos voltados "à erradicação de aglomerados de habitações anti-higiênicas e, a critério do órgão financiador, aos destinados a atender às classes de baixa renda", sendo proibida sua utilização em financiamentos de habitações de valor unitário superior a 75 salários mínimos (Instrução BNH nº 5/1966, art. 2º, §§1º e 2º e Decreto-lei nº 19/1966, art. 1º, §1º). Já o sistema em que o reajuste era calculado sobre a variação da ORTN do trimestre anterior aplicava-se aos demais casos.

Em 1969, os sistemas de correção monetária cujas prestações eram vinculadas ao salário mínimo, aos Planos A e C, foram substituídos pelo Plano de Equivalência Salarial (PES). Naquele plano, o reajuste das prestações deveria seguir a mesma razão entre o valor

do maior salário mínimo vigente e o imediatamente anterior (Resolução nº 36/1969 do Conselho de Administração do BNH, item 2.5). Já o "Plano B" mudou a denominação para Plano de Correção Monetária (PCM), sem alteração do seu conteúdo.

A divisão de situações que existia anteriormente, na aplicação dos "Planos A e B", também foi alterada. O PES passou a ser a regra dos contratos de financiamento no âmbito do SFH, sendo possível inclusive que os contratantes que antes haviam optado pelo "Plano B" optassem pelo ingresso no PES (Resolução nº 36/1969 do Conselho de Administração do BNH, item 8). A opção pelo regime do PCM, por sua vez, dependeria de manifestação expressa do mutuário (Resolução nº 36/1969 do Conselho de Administração do BNH, item 9, b).

Assim, da criação do SFH até 1973, o maior salário mínimo vigente no país foi utilizado como indexador dos reajustes das prestações de financiamento do SFH. Naquele ano, surgiu um novo mecanismo de regulação da correção monetária, conhecido como "salário mínimo habitacional". Este era divulgado pelo BNH, que calculava o valor com base na variação do maior salário mínimo do país e na variação das ORTNs trimestrais (Resolução nº 12/1973 do Conselho de Administração do BNH, item 2). Segundo Aragão, "a razão dessa mudança foi que, entre 1969 e 1971, os reajustes do salário mínimo se deram em níveis superiores aos da UPC [49]", isto é, em níveis maiores do que a variação das ORTNs trimestrais (Aragão, 2003, p. 287). Desse forma, o salário mínimo habitacional passou a ser o novo indexador do reajuste das prestações de financiamento do SFH.

Esse sistema foi alterado em 1975, quando o salário mínimo foi legalmente descaracterizado como fator de correção monetária pela Lei nº 6.205/1975. Após a proibição da utilização do salário mínimo como indexador, a ORTN foi convertida em indexador único para o cálculo da correção monetária das obrigações pecuniárias em geral, o que incluía os contratos firmados pelo SFH (Lei nº 6.423/1977, art. 1º). Os contratos de financiamento do SFH enquadrados no PES passaram, então, a conter cláusula expressa que definia a UPC como indexador dos reajustes das prestações, substituindo o salário mínimo habitacional.

Os primeiros sinais de descontentamento com esse sistema surgiram em 1983, quando os reajustes das prestações mensais dos financiamentos do SFH ultrapassaram os salários dos mutuários (Aragão, 2003). Como apontado no Quadro 1, desde 1973 o

[49] A UPC, sigla de Unidade Padrão de Capital, equivale à ORTN trimestral. Em 1977 a fórmula do cálculo do reajuste foi alterada pela Resolução nº 01/1977 do Conselho de Administração do BNH que introduziu a Unidade Padrão de Capital (UPC) como fator de reajustamento anual das prestações.

crescimento do salário mínimo era superior à UPC. É possível afirmar que desde 1968 o salário mínimo cresceu numa proporção maior do que a UPC, com exceção de 1972. A partir do início dos anos 1980, no entanto, esse cenário se altera.

Quadro 1 – Relação salário mínimo x UPC

Anos	Salário Mínimo			UPC		
	Cr$	Índice	Cresc. (%)	Cr$	Índice	Cresc. (%)
1965	66,00	100,00	-	15,20	100,00	-
1966	84,00	127,2	27,2	19,87	130,7	30,7
1967	105,00	159,1	25,0	25,18	165,6	26,7
1968	129,60	196,4	23,4	32,09	211,1	27,4
1969	156,00	236,4	20,4	39,00	256,6	18,5
1970	187,20	283,6	20,0	46,20	303,9	18,5
1971	225,60	341,8	20,5	55,08	362,4	19,2
1972	268,80	407,3	19,1	66,93	440,3	21,5
1973	312,00	472,7	16,1	75,89	449,3	13,4
1974	376,80	570,9	20,8	89,80	590,8	18,5
1975	532,80	807,3	41,4	119,27	784,7	32,8
1976	768,00	1.163,6	44,1	154,60	1.017,1	29,6
1977	1.106,40	1.676,4	44,1	213,80	1.406,6	38,3
1978	1.560,00	2.363,6	41,0	279,04	1.835,8	30,5
1979	2.268,00	3.436,4	45,4	390,10	2.566,4	39,8
1980	4.149,60	6.287,3	83,0	604,89	3.979,5	55,1
1981	8.464,80	12.825,4	104,0	1.045,40	6.878,6	72,8
1982	16.808,00	25.466,1	98,6	1.976,41	13.002,7	89,0
1983	34.776,00	52.690,1	106,9	4.554,05	29.960,8	130,4
1984	97.176,00	147.236,4	179,4	13.254,67	87.201,8	191,1
1985	333.120,00	504.727,3	242,8	45.901,91	301.986,3	246,3
1986	804.000,00	1.218.181,8	141,4	109.990,00	723.618,4	139,6

Fonte: dados até 1983: FIBGE – Anuário Estatísticos do Brasil, e de 1984 a 1986: Conjuntura Econômica, Rio de Janeiro, FGV, 40 (3), p. 67., com base em Aragão, 2003, p. 292.

A desaceleração do crescimento do salário mínimo, em 1983, reflete o auge da recessão econômica do governo Figueiredo e a crise inflacionária iminente. Além disso, como nota Aragão, esse foi o primeiro ano do cumprimento da Carta de Intenções, documento firmado entre o FMI e o governo brasileiro, que consolidou uma política de achatamento salarial (Aragão, 2003). A consequência direta do crescente descompasso entre reposição salarial e correção monetária dos contratos habitacionais foi o aumento expressivo da inadimplência [50] dos contratos de financiamento do SFH, que teve seu índice mais do que quadruplicado em 1984 (Aragão, 2003, p. 293).

A dificuldade em arcar com o valor das prestações, combinado com o momento de agitação política do país, levou à mobilização dos mutuários da classe média em uma campanha contra o aumento das prestações dos financiamentos. Além de constituírem

[50] O mutuário era classificado como inadimplente quando possuía mais de três prestações em atraso.

Associações de Mutuários municipais, Federações estaduais e uma Coordenação Nacional, a campanha também envolveu uma estratégia maciça de acionamento do judiciário. Foram cerca de 12 mil ações judiciais em todo o país, mobilizadas por mais de cem mil mutuários, que recorreram ao Judiciário por meio de mandados de segurança, consignação em pagamento e ações cautelares (Aragão, 2003).

A reivindicação dos mutuários ganhou força política em razão da influência que esse estrato médio da sociedade tinha nas entidades de peso da sociedade civil, como Ordem dos Advogados do Brasil (OAB), Clubes de Engenharia e de Arquitetos, Associação Brasileira de Imprensa (ABI), entre outros. Houve grande repercussão na mídia nacional, o que tornou a discussão sobre o pagamento das prestações da casa própria "um dos principais focos do debate político e econômico do Brasil, na primeira metade dos anos 1980" (Aragão, 2003, p. 295).

A pressão exercida pelos mutuários fez com que o BNH tomasse medidas a fim de atender às reivindicações e de reduzir o nível da inadimplência. Em resposta, o BNH editou sucessivas resoluções [51] que possibilitaram a redução imediata das prestações e que concederam facilidades de pagamentos aos mutuários[52]. Ainda em 1983, o salário mínimo foi reintroduzido como fator alternativo de indexação da correção monetária das prestações mensais (Decreto-lei nº 2.065/83). No ano seguinte, um novo sistema reajuste das prestações foi criado, tendo como base a equivalência salarial por categoria profissional. Ao optar pelo Plano de Equivalência por Categoria Profissional (PES/CP), o mutuário tinha as prestações dos contratos de financiamento, firmados no âmbito do SFH, reajustadas no mês seguinte ao que ocorria o reajuste da data-base de sua categoria profissional (Decreto-lei nº 2.164/84, art. 9º e Lei nº 8.004/1990, art. 22). Além disso, ficava assegurado ao mutuário a manutenção da relação entre a prestação e o salário originalmente estabelecida no contrato, ou seja, havia um limite para o reajuste da prestação. A vinculação da prestação ao salário da categoria profissional eliminou, novamente, o salário mínimo como indexador das prestações.

Finalmente, o surgimento do Plano de Comprometimento de Renda (PCR), em 1993, estabeleceu novo regramento para o PES. No primeiro, a porcentagem da renda

[51] São exemplos as seguintes resoluções do Conselho de Administração do BNH: RC nº 201/1983, Resolução nº 01/1984, RC nº 04/1984.

[52] As medidas do BNH sofreram duras críticas pela concessão indiscriminada de subsídios, que no final beneficiaram mais a classe média do que a classe baixa. "Evidentemente, todos os mutuários do sistema foram fortemente subsidiados, o que os coloca em uma situação privilegiada em relação àqueles que ficaram nas listas de espera, isto é, fora do SFH. Contudo, a forma de subsídio creditício adotada contém forte grau de regressividade, uma vez que beneficia mais pesadamente os estratos superiores de renda" (Arretche, 1990, p. 31).

bruta do mutuário comprometida pelo pagamento do financiamento não poderia ultrapassar 30% (Lei nº 8.692/1993, art. 2º). Já no caso do PES, as prestações passam a ser reajustadas no mesmo percentual e na mesma periodicidade dos aumentos salariais da categoria profissional do mutuário, sempre no mês subsequente ao aumento (art. 8º). Caberia ao mutuário, portanto, escolher qual dessas modalidades de reajuste das prestações regeria seu contrato de financiamento.

Esta breve incursão histórica no desenvolvimento da regulação da correção monetária das prestações de financiamento no âmbito do SFH não tem o propósito de analisar de maneira detida cada modalidade de reajuste, nem compreender seus efeitos econômicos ou sociais. O ponto central, aqui, é ilustrar como, apesar das sucessivas redefinições dos indexadores e balizadores da correção, havia intervenção estatal constante sobre os contratos – ora por meio do BNH, nos contratos privados de financiamento firmados entre os mutuários finais e os agentes financeiros. A liberdade de contratação entre as partes, durante anos do SFH, tinha limitações quanto à correção monetária e ao reajuste das prestações estabelecidas por leis, decretos-lei e decisões do BNH.

Recentemente, a promulgação da Lei nº 10.931/2004 proibiu a equivalência da prestação de financiamento da moradia e da renda salarial do mutuário. A partir de então, passou a ser legalmente vedada a celebração de contratos de financiamento de imóveis que incluam cláusula de equivalência salarial ou de comprometimento de renda (Lei nº 10.931/2004, art. 48). Porém, para os contratos assinados antes da entrada em vigor da MP nº 2.223, de 4 de setembro de 2004, foram mantidas as disposições anteriormente vigentes.

Assim, é possível observar que, até um passado recente, houve forte intervenção estatal no controle da correção monetária, praticando-se uma política de reajuste das prestações atrelada ao salário e com índices mais baixos do que a inflação. Essa regulação, como se viu, foi historicamente consolidada em leis federais, fixando a proteção de maneira razoavelmente rígida. Uma das principais funções desempenhadas por esse instrumento regulatório foi a proteção de famílias de baixa renda do aumento abusivo das prestações. Isso porque, em razão do atrelamento da correção à reposição salarial, institui-se uma garantia legal de que estas famílias não teriam de comprometer parcelas crescentes da sua renda para o pagamento do financiamento.

Além da regulação legal da correção monetária, os mecanismos de controle da remuneração do capital que compõem o SFH também incluem a política de juros. Pela regra geral do sistema, os agentes financeiros que compõe o SFH deveriam seguir as taxas de juros estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional às instituições financeiras, já que

esses agentes compõe o sistema financeiro nacional. No entanto, a característica definidora do SFH, de forte intervenção estatal, também impactou a definição das taxas de juros e o controle exercido pelo sistema sobre essa forma de remuneração do capital. A lei que criou o sistema dispôs que competia ao BNH estipular a taxa de juros das contas de depósito e das aplicações do SFH (Lei nº 4.380/1964, art. 18, II e III). Apesar do BNH ter competência para estabelecer a taxa de juros do SFH, a lei estabeleceu um teto ao dispor que os juros dos contratos imobiliários não poderiam exceder a taxa de 10% ao ano (Lei nº 4.380/1964, art. 6º, e).

As taxas de juros dos contratos firmados no âmbito do SFH variavam entre 2% e 10% e estavam relacionadas ao valor do financiamento concedido ao mutuário. Este valor, por sua vez, era definido em função da renda familiar. Dessa forma, os contratos das famílias de renda baixa previam taxas de juros mais baixas do que os das famílias de renda média – ou seja, havia proporcionalidade da taxa de juros em relação à renda da família. A política de diferenciação da taxa de juros por faixas de renda foi uma das razões que levaram o FGTS e o SBPE a constituírem dois subsistemas diferentes para irrigar o SFH, com finalidades distintas (Arretche, 1990). Enquanto os recursos do FGTS foram destinados para o financiamento de habitações produzidas pelos agentes públicos, o SBPE foi utilizado para financiar os agentes privados do SFH. Como o retorno era maior nas faixas de renda mais altas atendidas pelo SFH, era nesses estratos que a iniciativa privada tinha interesse em atuar. Logo, a produção habitacional das rendas mais baixas foi assumida pelo BNH e pelos promotores públicos, como as COHABs.

Essa diferença nas taxas de juros aplicadas para cada faixa de renda criou um sistema de subsídio interno ao SFH, em que as perdas resultantes dos financiamentos para as classes baixas eram compensadas pelos lucros dos financiamentos direcionadas às famílias de estratos médios e superiores. Ao analisar os efeitos dessa política, Aragão afirma que "as taxas reais de juros dos financiamentos do BNH atuaram como um instrumento de transferência de renda das famílias de maiores recursos em favor das menos favorecidas" (Aragão, 2003. p. 238).

Entre 1972 e 1982, a medida de redução das taxas de retorno das novas aplicações no FGTS de até 6% para 3%, combinada com uma política de comprometimento de parte da rentabilidade do BNH, tornou possível a diminuição das taxas de juros para todas as faixas de financiamento (Aragão, 2003). Por exemplo, a faixa de financiamento no valor de até 100 UPC teve sua taxa reduzida de 3% para 2%, e faixa de 500 UPC de 9% para 5% (Aragão, 2003). O BNH também desenvolveu programas com juros mais altos, como o

“Cooperativas Habitacionais” e o “Mercado de Hipotecas”, voltados para uma camada de renda média e superior, que reforçaram a política de subsídio cruzado entre as faixas de renda (Royer, 2009, p. 51).

Nos anos 1990, o limite da taxa de juros dos financiamentos do SFH foi alterado de 10% para, no máximo, 12% (Lei nº 8.692/1993, art. 25). A definição da taxa de juros ficou a cargo do BACEN, que deveria estabelecê-la em razão da renda do mutuário (Lei 8.692/1993, art. 25, §2º). Ou seja, por mais que se tenha ampliado o teto dos juros pagos nos financiamentos do SFH, as taxas continuariam sendo estabelecidas com base na renda do mutuário.

Porém, desde a criação do SFH, com a fixação do limite dos juros pela Lei nº 4.380/1964, havia questionamentos sobre essa limitação, em dois sentidos. Primeiro, discutia-se se a Lei nº 4.595/1964, que dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, por ser posterior à lei que instituiu o SFH, teria revogado determinados dispositivos da Lei 4.380/1964. Um desses dispositivos seria o art. 6º, que limita em 10% a taxa anual de juros.

Também questionava-se em que medida a limitação estabelecida pela Lei nº 4.380/1964 à taxa de juros implicaria uma restrição ao juros aplicados aos reajustes das prestações, mas não à taxa de retorno do credor. A controvérsia foi resolvida apenas em 2010, com a edição da Súmula 422 pelo STJ, que definiu que “o art. 6º, e, da Lei n. 4.380/1964 não estabelece limitação aos juros remuneratórios nos contratos vinculados ao SFH”. A decisão do STJ significou, portanto, o fim da restrição legal à taxa de retorno dos agentes financeiros do SFH.

Ainda em referência aos juros nos contratos do SFH, houve, também, controvérsia jurídica sobre os sistemas de amortização da dívida e a capitalização de juros. Os sistema de amortização da dívida consistem em fórmulas matemáticas aplicáveis para determinar-se o valor das prestações do financiamento de forma a incluir os acréscimos legais, como juros e encargos como seguros, tarifas e taxas. O objetivo do cálculo é estabelecer o valor de parcelas da dívida criada pelo financiamento ao longo do prazo contratual, para que o mutuário abata, em cada parcela, uma parte da dívida e dos encargos contraídos.

Dessa forma, há diferentes formas de calcular a amortização da dívida, representadas por diferentes sistemas. Nos contratos de financiamento foram utilizados diferentes sistemas de amortização, como a Tabela Price, também conhecido como Sistema de Amortização Francês; o Sistema de Amortização Constante (SAC), o Sistema de Amortização Misto (SAM) e o Sistema de Amortização Crescente (SIMC) (Aragão, 2003).

A Tabela Price era aplicada de forma generalizada aos contratos do SFH até 1971, quando houve uma mudança para o sistema SAC. A mudança do sistema de amortização ocorreu em razão da Tabela Price ter contribuído para o crescimento dos saldos devedores dos financiamentos em que o mutuário estava em mora e dos imóveis com dificuldades de comercialização (Aragão, 2003). O grande problema desse sistema é o "aumento do custo financeiro do crédito, representado pela incidência de juros capitalizados durante uma larga parte do prazo do contrato, o que torna a parcela da prestação destinada aos juros um múltiplo da que é alocada à amortização do capital (Aragão, 2003, p. 113).

Como o cálculo da Tabela Price estabelecia prestações mais baixas no início mas que aumentavam com o passar do prazo contratual, esse sistema tinha um apelo político maior do que os outros. As parcelas de financiamento reduzidas comprometiam uma porcentagem menor da renda das famílias, o que, no curto prazo, significava o atendimento de um número maior de famílias de determinadas faixas de renda. O interesse político na massificação da aquisição da casa própria fez com que a opção do sistema de amortização do SFH fosse, portanto, a Tabela Price (Aragão, 2003). Como esse sistema revelou-se desvantajoso aos adquirentes da casa própria, que acabavam arcando com uma dívida maior do que se a amortização fosse calculada por outro sistema. Frente a esse problema, em 1971, o BNH alterou o sistema de amortização dos contratos do SFH, definindo que todas as operações ativas do SFH deveriam adotar o SAC (Resolução nº 23/1971 do Conselho de Administração do BNH).

Surgiu então um debate se o cálculo de amortização da dívida da Tabela Price não configuraria cobrança de juros sobre juros, o que era proibido pela Lei da Usura. A regra geral, estabelecida pela Lei de Usura, era que a contagem de juros dos juros (capitalização de juros compostos [53]) só seria permitida se fosse anual (Decreto nº 22.626/1933, art. 4º). A discussão chegou aos tribunais a partir da demanda dos mutuários que se sentiram prejudicados por terem optado pela Tabela Price. A dificuldade é que a discussão sobre aplicação de juros compostos pela Tabela Price não se restringe a uma interpretação jurídica do ordenamento (se permite ou não a aplicação), mas envolve também um debate matemático do cálculo dos juros a partir de cada contrato, mostrando se há ou não aplicação de juros compostos.

[53] Segundo Scavone Junior (2009, p. 193) "os juros, quanto à capitalização, podem ser simples (linerares) ou compostos (juros sobre juros ou juros exponenciais)." Ele aponta ainda que "capitalização de juros não é sinônimo de juros sobre juros (juros compostos)" (Scavone Junior, 2009, p. 193).

Por um lado, Scavone Junior (2009), Rizzardo (2011) e Carvalho (2012) apresentam vários exemplos de julgados [54] pelos tribunais que consideram ilegal a aplicação da Tabela Price nos contratos de mútuo vinculados ao SFH em razão do cálculo de juros sobre juros, com base na Lei da Usura e da Súmula 121 do STF, de 1963. Contudo, por mais que exista uma jurisprudência que reconheça a ilegalidade da utilização da Tabela Price nos contratos do SFH, não há uma decisão do STJ que uniformize a interpretação dos tribunais. Inclusive, em decisão de 2006, o STJ declarou não ter competência para decidir sobre o assunto, afirmando que "o reconhecimento da existência da capitalização de juros no sistema de amortização conhecido como Tabela Price extravasa da competência do Superior Tribunal de Justiça – ou diz respeito à interpretação de cláusula contratual (...) ou versa sobre fato (...)" [55]. Assim, para compreender a forma como os tribunais tem interpretado a adoção da Tabela Price nos contratos do SFH, seria necessária uma pesquisa empírica detalhada sobre os julgados. Também é interessante observar a intervenção estatal no estabelecimento do sistema de amortização dos contratos do SFH. Todavia, essa intervenção teve como finalidade, em certos momentos, ampliar o número de moradias financiadas e garantir a estabilidade do SFH, em detrimento do mutuário final.

Quanto aos mecanismos de remuneração do capital, o direito do financiamento habitacional utiliza diferentes medidas para assegurar que os recursos do SFH também alcancem as faixas de renda mais baixas. A regulação da correção monetária garantiu que houvesse um equilíbrio entre o crescimento dos salários e o aumento das parcelas e a dívida do financiamento. Já os juros, ao serem aplicados de forma progressiva da menor para a maior renda, sustentaram uma política de financiamento de uma determinada faixa de renda por outras. Pode-se concluir, dessa forma, que tais mecanismos desempenham um papel fundamental no direito do financiamento habitacional, viabilizando uma política de financiamento de promoção de moradias para as classes mais baixas.

2.3.2. Garantias

Conforme anunciado no início do capítulo, além dos instrumentos de regulação de remuneração do capital, outro conjunto de mecanismos legais que compõem o modelo de

[54] Dentre os casos citados: Ap. Cível 70011517687, 17ª Câm. Cível, j. 17/05/2005, rel. Des. Jorge Luís Dall'Agnol Filho; TJSP, Ap. Cível 456.733-4/0, 3ª Câm.de Dir. Privado, j. 17.10.2006, v.u., rel. Des. Beretta da Silveira, TJSP, Ap. Cível com Rev 355.586-4/2-00, 3ª Câm.de Dir. Privado, j. 06.06.2006, v.u. rel. Des. Salles Rossi.

[55] AgRg no Ag 710.704/RS, 3ª. T., j. 06.04.2006, rel. Min. Ari Pargendler, DJ 29.05.2006, p. 235.

direito do financiamento habitacional consolidado no SFH são indicativos dos propósitos do sistema: os instrumentos de garantias. Esses instrumentos estão subdivididos em dois tipos diferentes. Primeiro serão apresentados os mecanismos que atuam no sentido de garantir liquidez ao sistema. Parte deles já foram apresentados, que são o FGTS e o SBPE. Outra parte será detalhada melhor neste ponto, que são os fundos conectados diretamente ao BNH. Em seguida, serão analisados os instrumentos que regulam o nível de proteção dos credores em caso de insolvência, ou seja, instrumentos que ampliem a segurança de retorno do credor – daquele que irriga de recursos o sistema de financiamento. No caso do SFH, a garantia típica é a hipoteca. As garantias indicam, portanto, como o direito do financiamento habitacional do SFH estruturou-se para garantir o fluxo de créditos no sistema e para tornar esse modelo autosuficiente.

Como apontado anteriormente, o BNH estava conectado a diversos fundos para complementar os recursos do FGTS e do próprio Banco no provimento de recursos ao sistema. Esses fundos reforçaram a promoção do equilíbrio financeiro do SFH e a garantia de liquidez na hipótese de insolvência. Dentre esses fundos, merecem destaque o FAL, o FGDLI e o FCVS, este último em especial. Por que merecem destaque?

O FAL foi um fundo criado com o objetivo de assistir as eventuais necessidades de liquidez dos agentes do SFH. O seu papel era o de um fundo transitório, com atuação nos momentos que o BNH julgasse necessário. Os recursos do FAL poderiam ser aplicados, por exemplo, em empréstimos de assistência financeira de liquidez às Sociedades de Crédito Imobiliário, às Associações de Poupança e Empréstimo e às Caixas Econômicas; na aquisição de LI e em outras formas que o BNH considerasse indispensável. As fontes de recursos do FAL eram provenientes de depósitos, compulsórios e livres, das entidades que participantes do SFH, de depósitos especiais do BNH, para atender eventuais insuficiências de caixa, e da renda de suas aplicações.

Já o FGDLI tinha como finalidade garantir contra riscos de insolvência das entidades depositárias os depósitos das cadernetas de poupança (exceto a poupança rural) e das letras imobiliárias. Os recursos do FGDLI provinham de contribuições trimestrais realizadas pelos agentes financeiros do SFH e da renda de suas aplicações. Logo, ambos os fundos – FAL e FGDLI – foram estruturados pelo BNH com os objetivos de garantir a liquidez dos agentes do SFH e de proteger os titulares de investimentos nas cadernetas de poupança e em LI contra as instituições financeiras. O FAL e o FGDLI são, portanto, instrumentos que reforçam a garantia do credor e investidor.

O FCVS, contudo, desempenhou um papel diferente do FAL e do FGDLI no SFH. Criado em 1967, o objetivo do FCVS era garantir o pagamento de eventual saldo devedor do mutuário no prazo contratual (Resolução nº 25/1967 do Conselho de Administração do BNH, item 6) (Royer, 2009). Isto porque, mesmo após o pagamento de todas as prestações do financiamento habitacional pelo mutuário, poderia restar um valor residual para a quitação da dívida em razão do descompasso entre os indexadores e as periodicidades dos reajustes das prestações e dos saldos devedores [56] (ABECIP, 1994). O FCVS assumiria, então, o pagamento do saldo devedor dos mutuários que estivessem cobertos pelo fundo. Não era, contudo, qualquer mutuário que tinha direito à cobertura do FCVS. Por determinação legal, apenas aqueles financiados do SFH pelos "Planos A e C", que mais tarde foram substituídos pelo PES, tinham a possibilidade de se utilizar do FCVS. Assim, os mutuários que optassem pelo "Plano B", transformado depois no PCM, não eram cobertos pelo FCVS.

As fontes de recursos do FCVS eram a contribuição dos agentes financeiros e, por um determinado período, uma taxa recolhida dos mutuários finais (ABECIP, 1994). A taxa de contribuição dos mutuários para participar do FCVS era o pagamento de uma prestação mensal. Posteriormente, o pagamento da taxa foi extinto pela Resolução nº 36/1969 do Conselho de Administração do BNH, que previa que os recursos arrecadados pelo BNH por outras fontes seriam suficientes para cobrir o FCVS.

No início dos anos 1980, o FCVS passou a assumir o passivo de um número cada vez maior de mutuários. Isto porque o aumento dos valores das prestações em proporção maior que os salários e a mobilização dos mutuários contra esses reajustes levou o BNH a tomar medidas excepcionais de redução dos valores das prestações [57]. A consequência dessas medidas foi a ampliação do saldo devedor do financiamento, que, ao final, tinha o pagamento assumido pelo FCVS. Além disso, o congelamento temporário das prestações de financiamento pelos planos econômicos do final da década de 1980 – Plano Cruzado, Plano Bresser e Plano Verão –, que inviabilizaram o reajuste das prestações em consonância com a inflação, exigiu uma participação ainda maior do FCVS no pagamento do saldo devedor.

---

[56] A periodicidade do reajuste das prestações e dos saldos devedores eram realizadas em momentos diferentes no "Plano A". Enquanto as prestações eram corrigidas anualmente com base na variação do maior salário mínimo vigente, o saldo devedor era reajustado trimestralmente de acordo com a ORTN.

[57] Em 1983 e 1984, as prestações foram corrigidas pela aplicação de índice correspondente a 80% da variação do salário mínimo (Resolução nº 201/1983 do Conselho de Administração do BNH). Já em 1985, o índice de reajuste da prestação foi de 112% ante os 246% aplicados aos saldos devedores dos financiamentos. Essas medidas foram as respostas do BNH a pressão sofrida pelos mutuários.

Com o aumento da demanda, os recursos do FCVS não foram suficientes para cobrir o saldo devedor dos contratos de financiamento. Aos poucos, a cobertura do FCVS aos mutuários foi sendo afastada, culminando com a previsão expressa de que os financiamentos habitacionais no âmbito do SFH celebrados após a vigência da Lei nº 8.692/1993 já não poderiam contar com a cobertura daquele Fundo (Lei nº 8.692/1993, art. 29). Ainda assim, o FCVS continuou assumindo o saldo devedor dos contratos em que os mutuários tinham optado por sua cobertura e que foram assinados antes da vigência da lei, resultando em um passivo que, em 2009, era superior a 60 bilhões de reais (Royer, 2009, p. 52). No entanto, mesmo que ao longos dos anos tenha aumentado passivo do FCVS, o papel assumido pelo fundo desde sua criação contribuiu para o fortalecimento da política do SFH de produção de moradia para famílias de baixa renda. Isto porque, na prática, o FCVS funcionou como uma espécie de seguro daqueles mutuários, pois garantia a plena quitação da dívida junto ao agente financeiro.

O FCVS foi criado, neste sentido, precisamente para arcar com a diferença entre os reajustes das prestações e da correção monetária da dívida, já que o aumento da dívida, geralmente, era superior ao das prestações. O descompasso entre esses valores ocorria porque o BNH atrelou os reajustes das prestações ao do salário mínimo, enquanto que a dívida era corrigida por um índice usualmente mais alto, a UPC. Se a conexão entre a variação do salário mínimo e dos reajustes da parcela era uma forma de garantir aos mutuários que o pagamento do financiamento não excederia uma determinada proporção do salário, seria incoerente cobrar ao final do pagamento das prestações que o mutuário arcasse com a diferença de valor que antes ele havia sido poupado de pagar. O pagamento desse saldo devedor pelo mutuário anularia os benefícios trazidos pela indexação do salário mínimo no reajuste das parcelas. Portanto, o FCVS como instrumento formulado com a finalidade de assumir o pagamento do saldo devedor do financiamento, decorrente da correção monetária, que não implicava em qualquer ônus adicional para o mutuário, contribui para a consecução dos objetivos do SFH. Dessa forma, o próprio Estado, por meio do FCVS, arcava com as consequências do rígido controle legal existente sobre a remuneração do capital, sobretudo a correção monetária, como exposto no item anterior.

Se, por um lado, o FCVS ampliou a segurança dos mutuários, por outro, é interessante o que Carvalho aponta quanto ao entendimento do Judiciário em determinados decisões de afastar a aplicação do Código de Defesa do Consumidor (CDC) nos casos em

que o mutuário está coberto pelo fundo (Carvalho, 2012). Isso porque há julgados[58] que entendem que a cobertura do FCVS, pelo vínculo existente, altera a natureza jurídica do contrato de financiamento, tornando-o um contrato administrativo. Assim, um contrato entre a administração pública e o administrado não poderia ser regido pelo CDC, o qual se aplicaria apenas aos contratos privados. Seguindo ainda esse raciocínio, os contratos regidos pelo SFH que não são cobertos pelo FCVS, por sua vez, estariam submetidos às regras do CDC.

A aplicação do CDC aos contratos de financiamento do SFH tem como consequência a inversão do ônus da prova em favor do consumidor, já que este é considerado hipossuficiente. Isto é, reconhece-se que as partes contratantes não estão no mesmo patamar de igualdade, mas que há uma parte mais forte do que a outra. Isso significa que, com o afastamento da aplicação do CDC nos casos em que o mutuário está coberto pelo FCVS, as partes acabam sendo tratadas como se estivessem num patamar de igualdade, como se o mutuário tivesse as mesmas condições de proteção que o Estado. Assim, se no direito do financiamento habitacional, tal como cristalizado no SFH, o FCVS reforça a segurança ao mutuário, ao assegurar a quitação da dívida no final do contrato, por outro lado, a cobertura do fundo pode significar a redução das garantias processuais que o adquirente da moradia teria direito se não fosse coberto pelo FCVS. Esse entendimento judicial, como se nota pela data das ações analisadas por Carvalho, se consolidou anos depois da estruturação do SFH.

Em relação ao agente financeiro, por sua vez, o FCVS atuou como o FAL e o FGDLI ao assegurar que o saldo devedor do contrato seria pago pelo fundo, independente da possibilidade do mutuário arcar ou não com essa dívida. Por essa razão, o FCVS tem um papel duplo, pois oferece proteção tanto ao credor quanto ao devedor. O papel legalmente atribuído ao FCVS, de quitar a dívida do mutuário sem nenhum ônus adicional, permite enxergá-lo como instrumento de garantia exemplar da concepção estruturante do SFH como provedor da habitação social – ainda que, paradoxalmente, ao mesmo tempo a faceta de proteção aos agentes financeiros afaste-o desse objetivo.

Ainda que os fundos tenham desempenhado papel relevante como mecanismos de garantia no SFH, a espécie típica desse mecanismo no direito do financiamento habitacional era a hipoteca. Junto com outras figuras, como o penhor e anticrese, a

[58] Os seguintes casos foram identificados por Carvalho (2012, p. 33): REsp 1257986/PE, Rel. Ministro Mauro Campbell Marques, Segunda Turma, julgado em 02/08/2011, DJe 09/08/2011; e REsp 637.302/MT, Rel. Ministra Eliana Calmon, Segunda Turma, julgado em 23/05/2006, DJ 28/06/2006.

hipoteca constitui direito real de garantia de dívidas, que sujeita a coisa dada como garantia ao cumprimento da obrigação (CC, art. 1.419). Dessa maneira, caso o devedor não cumpra a obrigação, o credor hipotecário tem o direito de executar a coisa hipotecada, que foi oferecida como garantia do pagamento da dívida (Chalhub, 2006).

Quando foi criado o SFH, a hipoteca era regulada pelo Código Civil de 1916 (Lei nº 3.071/1916). A finalidade da utilização da hipoteca como garantia dos contratos de financiamento é assegurar que a obrigação assumida pelo devedor seja cumprida, ou seja, a hipoteca amplia a segurança do credor de que o investimento realizado terá retorno. Nos casos dos contratos firmados no âmbito do SFH que têm a hipoteca como garantia, o ônus real incide sobre o imóvel financiado. Em geral, os agentes financeiros são os titulares da garantia.

Com o tempo, porém, a hipoteca passou a ser considerada ineficaz como instrumento de garantia dos credores, tanto que, como veremos no próximo ponto, foram criados novos procedimentos próprios execução para esses tipo de garantia. Essa concepção decorreria de dois fatores. O primeiro seria o tratamento dado ao credor hipotecária em processos de falência e da insolvência civil, já que créditos decorrentes de hipoteca não teriam prioridade para o na execução (Restiffe Neto, Restiffe, 2009). Nesses casos, outros créditos, como fiscais e trabalhistas, seriam privilegiados pela ordem legal de preferência, em detrimento dos credores com garantia real tradicional. Isso ocorre porque na hipótese de falência do devedor hipotecário, o bem objeto da garantia permanece em seu patrimônio e, por essa razão, passa a integrar a massa falida (Chalhub, 2006). O credor hipotecário, portanto, concorre com os demais credores, que devem obedecer a ordem legal de preferência para satisfação da dívida.

Outro fator de descrença em torno da hipoteca, como explicam Restiffe Neto, Restiffe (2009), seria o problemático procedimento do rito instituído pelo Decreto-lei nº 70/1966, que prevê a execução extrajudicial do crédito hipotecário. Como será tratado de forma mais aprofundada no próximo ponto, a forma de execução introduzida ao ordenamento pelo Decreto-lei nº 70/1966 gerou intenso debate sobre sua constitucionalidade. Até que o STF se manifestasse a respeito do assunto, houve casos em que o Judiciário restringiu a aplicação desse diploma legal [59].

[59] "Em São Paulo, o extinto 1º TACivSP, chegou a erigir súmula (nº 39), e no Rio Grande de Sul houve uniformização da jurisprudência no mesmo sentido", isto é, de declara o vício de inconstitucionalidade do Decreto-lei nº 70/1966 (Restiffe Neto, Restiffe, 2009).

Por esses motivos, a hipoteca seria considerada incapaz de atender aos objetivos originalmente imaginados para esse instrumento de garantia. Essa concepção foi reafirmada após a edição da Súmula 308 do STJ, de 2005, que dispôs que "a hipoteca firmada entre a construtora e o agente financeiro, anterior ou posterior à celebração da promessa de compra e venda, não tem eficácia perante os adquirentes do imóvel". Ou seja, a Súmula 308 consolida o entendimento que a hipoteca concedida pela construtora em favor do agente financeiro não prevalece sobre a boa-fé do terceiro que, em momento posterior, adquire a unidade imobiliária. O STJ estendeu ainda a aplicação da Súmula 308 para os casos de bem de família objetos de promessa de compra e venda oferecidos, antes ou depois, como garantia hipotecária do construtor para o agente financeiro [60].

A descrição dessa percepção dominante sobre a inefetividade da hipoteca é crucial para o entendimento do modelo de direito do financiamento do SFH. Isto porque o limitado papel da hipoteca em prover garantias ao credor seria uma das principais causas do que, posteriormente, seria diagnosticada como sendo a falência do SFH – justificativa essencial para a agenda de reforma do direito do financiamento que resultaria no SFI. Ilustrativa dessa visão é a descrição de Restiffe Neto, Restiffe:

> A ineficiência do tradicional sistema jurisdicional de recuperação dos créditos e de retomada dos imóveis, por fragilidade da garantia hipotecária (...), acabou por exaurir os recursos disponíveis e tornar inviável o Sistema Financeiro de Habitação (Restiffe Neto, Restiffe 2009, p. 20).

Dessa forma, a ideia que a hipoteca não representava um instrumento eficiente na proteção do credor é comum não só entre autores do direito, como Restiffe Neto, Restiffe, Chalhub, como entre os agentes que operam no sistema, como abordarei no capítulo seguinte. A Súmula 308 do STJ coroa esse entendimento ao assegurar que o terceiro que adquire o imóvel de boa-fé não pode ter seu bem executado pelo agente financeiro titular da garantia hipotecária dada pela construtora.

As dificuldades que surgiram ao longo do tempo, com a utilização da hipoteca, seriam responsáveis, inclusive, pela crise que o SFH enfrentou durante os anos 1980 e 1990. Por isso, na busca por ampliar a liquidez e a segurança do mercado, será criada uma nova forma de garantia com o SFI. Esse novo mecanismo será analisado de forma mais detalhada no próximo capítulo.

---

[60] REsp 616.125-SP, rel. Ministro Carlos Alberto Menezes Direito, Terceira Turma, julgado em 18/04/2006, DJU 14/08/2006, p. 277.

2.3.3. Procedimentos de cobrança

Além de instrumentos de regulação da remuneração do capital e de garantia aos credores e devedores, mecanismos legais que regulam os procedimentos de cobrança dos créditos gerados pelo financiamento habitacional são igualmente reveladores da lógica instituída no SFH. Esses procedimentos têm como finalidade recompor as situações de mora para assegurar o fluxo de recursos do sistema, sob uma perspectiva mais ampla, e para garantir o retorno do investimento do credor. Procedimentos mais ágeis, com menor número de formalidades, tendem a beneficiar mais o credor do que o investidor.

Estes créditos ganham o nome, neste modelo, de dívidas hipotecárias. Após a estruturação das principais fontes de recursos do SFH, o sistema adquiriu fôlego para ampliar o número de financiamentos habitacionais, mas, com o aumento do número de financiamentos e a expansão do sistema, surgiram devedores inadimplentes, que não conseguiam arcar de maneira pontual com o pagamento das parcelas (Vasconcellos, 1976).

As execuções propostas pelos credores até 1973 ocorriam com base no rito previsto pelo Código de Processo Civil, regulado pelo Decreto-lei nº 1.608/1939. Contudo, passado alguns anos, Vasconcellos aponta que "as autoridades concluíram que outro caminho, paralelo a esse, deveria ser trilhado, uma vez que as Varas Cíveis, da Fazenda Estadual e Federais, sempre congestionadas com o crescente número de ações, não atendiam aos prazos processuais" (Vasconcellos, 1976, p. 6). Por essa razão, o BNH e o governo federal deram início à formulação de novas regulamentações a respeito dos procedimentos para a execução da dívida hipotecária.

Ainda nos primeiros anos após a estruturação do SFH, foram criados instrumentos que inovavam os procedimentos para a cobrança das dívidas dos financiamentos habitacionais. Por exemplo, além da execução judicial pelos procedimentos previstos no CPC, foram criados outros dois procedimentos: a execução extrajudicial, regulada pelo Decreto-lei nº 70/1966, e a execução judicial, disciplinada pela Lei nº 5.741/1971, denominada Lei Buzaid. Conforme previsão legal, passou a ficar a critério do credor decidir qual a forma de execução da dívida, se pela via extrajudicial, com base no Decreto-lei nº 70/1966; ou se pela via judicial, tendo nesse caso a possibilidade de optar pelo rito do CPC ou pela Lei nº 5.741/1971.

A execução extrajudicial foi criada pelo Decreto-lei nº 70/1966 e representou uma novidade nos procedimentos executórios. Como o próprio nome sugere, o procedimento de

cobrança da dívida regulado pelo Decreto-lei nº 70/1966 prevê a execução do débito sem a necessidade de intervenção do Judiciário. Inaugurou-se, assim, a execução extrajudicial dos créditos hipotecários, que não se restringe às operações compreendidas pelo SFH, mas também aplica-se às hipotecas que tenham instituições financeiras e companhias de seguro como credores (Decreto-lei nº 70/1966, art. 10 e 31).

O procedimento para a cobrança extrajudicial foi simplificado pelos artigos 31 a 38 do Decreto-lei nº 70/1966. Uma das originalidades desse tipo de execução é a existência de um terceiro agente, além do credor e devedor, que é o agente fiduciário. O agente fiduciário é quem detém a titularidade das cédulas hipotecárias, um instrumento jurídico-financeiro também criado pelo Decreto-lei nº 70/1966 que representa os créditos hipotecários decorrentes do financiamento habitacional [61]. A função do agente fiduciário pode ser desempenhada por instituições financeiras credenciadas pelo Banco Central e, no caso das hipotecas do SFH, pelo BNH (Decreto-lei nº 70/1966, art. 30).

A pretensão de "desjudicialização" da disputa em torno ao crédito hipotecário fica evidente em como o Decreto-lei nº 70/1966 define o procedimento de execução. Sob a lógica desse procedimento, caso o devedor não pague a dívida hipotecária, o credor deve acionar o agente fiduciário para dar início à execução extrajudicial. Antes, no entanto, o credor deve notificar o devedor sobre o atraso no pagamento, sendo que essa notificação deve ser comprovada ao agente fiduciário no momento em que for acionado. O agente fiduciário, após o aviso do credor, tem prazo de 10 dias para notificar o devedor, o qual terá 20 dias para acertar o pagamento da dívida. Se a dívida não for paga, o agente fiduciário fica autorizada a publicar os editais do primeiro leilão público do imóvel hipotecado, que deve ocorrer no prazo de 15 dias.

No caso do maior lance obtido no primeiro leilão ser inferior ao da dívida, o agente fiduciário deve realizar nos 15 dias seguintes um segundo leilão público, sendo que neste o maior lance deve ser aceito ainda que seja inferior ao valor da dívida do devedor. Nesse caso, o credor ainda tem o direito de cobrar do devedor a diferença da dívida que não foi paga com o que foi oferecido no leilão. Já no caso do lance nos leilões ser maior do que a

[61] A figura da alienação fiduciária é introduzida ao ordenamento pela Lei nº 4.728/65, a qual disciplina o mercado de capitais. O art. 66, §2º, originalmente estabelecia que "o instrumento de alienação fiduciária transfere o domínio da coisa alienada, independentemente da sua tradição, continuando o devedor a possuí-la em nome do adquirente, segundo as condições do contrato, e com as responsabilidades de depositário". A redação desse artigo foi alterada posteriormente pela Lei nº 10.931/2004, a qual será abordada no capítulo seguinte. Já a alienação fiduciária de direito creditórios originários da alienação de imóveis habitacionais foi instituída pelo art. 22 da Lei nº 4.864/1965, que criou estímulos ao desenvolvimento da indústria da construção civil. Cabe ressaltar que tanto a Lei nº 4.728/65, quanto a Lei nº 4.864/1965 tratam exclusivamente da alienação fiduciária de bens móveis.

dívida, o devedor tem direito a receber a diferença. A única possibilidade legalmente prevista no Decreto-lei nº 70/1966 para evitar que o devedor perca definitivamente o imóvel é que a dívida seja paga antes da assinatura do auto de arrematação. Do contrário, o adquirente do imóvel no leilão tem direito a requerer em juízo a imissão da posse.

Assim, como se observa na construção legal do procedimento, a execução ocorre sem que seja necessária a interferência do Judiciário e sem que exista um momento para discussão do mérito da dívida. Isso significa que o devedor não tem como contestar o cálculo da dívida, nem se realmente deve o que está sendo cobrado, antes que o imóvel financiado vá a leilão. Este é o ponto fundamental de diferenciação entre as modalidades judicial e extrajudicial de execução, pois nesta não há fase processual de conhecimento, quando se discute o mérito da questão.

A falta de procedimentos de defesa do devedor foi justamente o que suscitou um intenso debate sobre a receptividade do Decreto-lei nº 70/1966 pela Constituição Federal de 1988. Como o Decreto-lei nº 70/1966 foi promulgado durante o governo militar, num contexto de mudanças legislativas que revogavam direitos civis, era compreensível que a negação de direito de defesa do devedor fosse legalmente aceita [62]. Com a promulgação da Constituição Federal de 1988, que afirmou a proteção de direitos civis, políticos e sociais como eixo da nova ordem jurídico-política do país, iniciou-se um debate sobre a constitucionalidade do Decreto-lei nº 70/1966, ou seja, se este era compatível com a nova ordem jurídica brasileira. A inconstitucionalidade desse mecanismo processual foi sustentada, sobretudo, com base na ideia de violação de garantias constitucionais tais como do devido processo legal, da ampla defesa, do contraditório e da inafastabilidade da jurisdição. Uma vez que a execução extrajudicial estabelecida pelo Decreto-lei nº 70/1966 não prevê nenhuma forma do mutuário questionar a instauração do procedimento, sob essa lógica haveria violação, por exemplo, do preceito constitucional de que "ninguém será privado da liberdade ou de seus bens sem o devido processo legal" (CFB, art. 5º, LIV).

Mobilizados a decidir sobre a compatibilidade ou não desse procedimento com a ordem constitucional, os tribunais, em geral, afirmaram a constitucionalidade do Decreto-

[62] Carvalho aponta que a inconstitucionalidade do Decreto-lei nº 70/1966 também pode ser observada ao analisar a Constituição de 1946, vigente na época de promulgação do decreto-lei, e a Constituição de 1967 (Carvalho, 2012). O poder de baixar decretos-lei foi conferido ao chefe do Poder Executivo pelo Ato Institucional nº 02, de 27 de outubro de 1965. Contudo, a edição de decretos-lei estava restrita à matéria de segurança nacional, o que para Carvalho não é o caso do Decreto-lei nº 70/1966. Este não teria sido recepcionado pela Constituição de 1967, nem pela Emenda nº 01/1969, que estabeleceu que os decretos-lei editados pelo Presidente deveriam tratar de segurança nacional, finanças públicas e criação de cargos e fixação dos vencimentos. Como o financiamento habitacional disciplina a relação entre entidades privadas, não se encaixaria no conceito de finanças públicas.

lei, mesma orientação seguida pelo Superior Tribunal de Justiça [63](Aragão, 2003, p. 505). Posteriormente, o próprio STF convergiu no entendimento sobre a constitucionalidade do Decreto-lei nº 70/1966, afirmando a sua recepção pela Constituição Federal de 1988 [64]. O argumento principal que se pode observar nessas decisões é que não haveria restrição ao direito de defesa, já que o devedor pode propor as ações judiciais cabíveis caso entenda que lhe foi lesado um direito. Isto é, o devedor não estaria impedido de acessar o judiciário caso entenda que o processo de execução extrajudicial tenha violado algum dos seus direitos. O debate a respeito da constitucionalidade do Decreto-lei nº 70/1966 não é o foco deste ponto do trabalho, mas terá consequências importantes mais adiante, com a criação do SFI. O importante, neste ponto, é compreender como a execução extrajudicial funciona e que interesses são protegidos por esse procedimento.

A outra forma de execução da dívida hipotecária do SFH é a execução judicial, instituída pela Lei nº 5.741/1971. Para compreender o funcionamento do procedimento, vale a pena reconstruir a lógica procedimental instituída por aquela lei. Caso o credor opte por promover a execução pela via judicial, o passo inicial determinado pela legislação é que ele dê entrada na petição inicial instruída com cópia dos avisos de cobrança do devedor. Conforme definido mais tarde pelo STF, na Súmula 199, de 08/10/1997, "na execução hipotecária de crédito vinculado ao Sistema Financeiro de Habitação, nos termos da Lei nº 5.741/71, a petição inicial deve ser instruída com, pelo menos, dois avisos de cobrança". Com a entrada da petição inicial, inicia-se o processo judicial de execução, sendo o passo seguinte a citação do devedor para pagamento do crédito reclamado ou para depósito do valor em juízo. Após a citação, o devedor tem o prazo de 24 horas para quitar a dívida, sob pena de penhora do imóvel hipotecado. Além disso, se não for efetuado o pagamento, o devedor tem prazo de 30 dias para deixar o imóvel, se estiver em sua posse direta, ou dez dias para entregá-lo caso a posse direta seja exercida por um terceiro.

A partir da data da penhora do imóvel, o devedor tem dez dias para opor embargos, os quais suspendem os efeitos da ação. Nota-se, portanto, que na execução judicial está legalmente previsto um momento de defesa do réu. O problema é que a oposição dos embargos está condicionada ao depósito do valor da dívida ou seu resgate, que deve ser provado pelo devedor (Lei nº 5.741/1971, art. 5º). A rejeição dos embargos impõe ao juiz que seja realizada a venda do imóvel hipotecado em praça pública, após publicação de edital por no mínimo três vezes. Se não houver interessados em arrematar o imóvel, o juiz

[63] Decisão unânime na REsp. 46.050-RJ, relator Min. Garcia Vieira, DJU 30/05/1994.
[64] RE 223075, Relator Min. Ilmar Galvão, primeira turma, julgado em 23/06/1998.

transfere a propriedade do imóvel para o credor e extingue a obrigação do devedor de pagar o restante da dívida. Tal como na execução extrajudicial, o devedor tem até o momento da assinatura do auto de arrematação para pagar a dívida, mais as custas e honorários advocatícios, e livrar o imóvel da execução.

Dessa forma, vê-se que, no procedimento estabelecido pela Lei nº 5.741/1971, o devedor só tem a possibilidade de se defender se depositar ou quitar por inteiro o valor cobrado. Assim, o direito de defesa do devedor fica restrito em função do seu poder econômico, pois a sua intervenção no processo só poderá ocorrer se tiver condições financeiras de arcar com a dívida – o que parece improvável, tendo em vista que o processo de execução já decorre do inadimplemento.

Contrastados com os objetivos do SFH, tais como definidos nos itens anteriores, os procedimentos de execução do crédito habitacional revelam uma tensão interna ao direito do financiamento habitacional. Frente a esses objetivos, seria legítimo esperar que em um modelo de financiamento preocupado em prover moradia para a população de baixa renda os procedimentos de cobrança da dívida apresentassem garantias maiores aos mutuários, como a possibilidade de contestação, ausente no procedimento extrajudicial, e condicionada no caso da execução judicial.

Dessa forma, é possível concluir que os procedimentos de execução da dívida próprios do SFH, definidos no Decreto-lei nº 70/1966 e na Lei nº 5.741/1971, acabam limitando o direito de defesa do devedor com o objetivo de acelerar a recomposição da situação de mora e, assim, garantir a manutenção dos fluxos de retorno dos empréstimos. É emblemática, neste sentido, a ementa da Lei nº 5.741/1971. Ao resumir a temática da legislação que compunha o direito do financiamento habitacional no bojo do SFH, afirma tratar-se da "proteção do financiamento dos bens imóveis vinculados ao SFH". Os procedimentos de execução próprios do SFH representam, neste sentido, uma arquitetura jurídica mais preocupada em proteger o financiamento do que o adquirente da casa própria. Assim, enquanto do ponto de vista substantivo (dos objetivos, controles de remuneração do capital e garantias do devedor) o modelo de direito do financiamento habitacional cristalizado no SFH contempla o ideal de promoção do acesso à habitação, em uma dimensão processual essas garantias são enfraquecidas. Restaria saber se, de fato, a fragilidade processual para a proteção dos devedores se converteu em comprometimento real das garantias substantivas que buscava prover o direito do financiamento do SFH.

2.4. Conclusões parciais

Até este ponto, procurei identificar os pilares que sustentam o modelo de direito do financiamento habitacional cristalizado no SFH. Essa descrição foi realizada a partir da reconstrução do contexto histórico de criação do SFH, da análise da estrutura jurídica e dos objetivos nela inscritos e dos principais instrumentos jurídicos criados para atingi-los.

Argumentei que a estrutura do SFH é complexa e resulta de um processo histórico de formulação, marcado, contudo, por uma lógica de forte intervenção estatal na economia e da assunção, pelo Estado, da responsabilidade de prover acesso à habitação. O arcabouço institucional do SFH é a expressão dessa lógica, na forma que tratou de organizá-lo, em como procurou garantir suas fontes de recursos e oferecer mecanismos para intervir diretamente na distribuição dos recursos da política habitacional. Por mais que essa estrutura tenha sido alterada de 1964 até os dias atuais, a ação direta do Estado no SFH continua sendo relevante. No entanto, essas mudanças na estrutura tiveram consequências frequentemente contraditórias na história do direito do financiamento habitacional, quando são avaliados os direitos e sujeitos protegidos.

Por exemplo, a mudança na forma de organização do BNH, de autarquia para empresa pública, bem como a alteração dos parâmetros de aplicação dos recursos destinados às entidades estatais e privadas, historicamente beneficiaram a camada de renda média da população e os agentes financeiros que operam no SFH. A estruturação do FGTS e do SBPE e a sua vinculação ao SFH, por sua vez, gerou externalidades potencialmente positivas para uma variedade de sujeitos atingidos pelo sistema. O Estado fortaleceu-se com a capacidade de captação de recursos por essas fontes e as populações de baixa e média renda passaram a ter crédito disponível para o financiamento a longo prazo, o que trouxe ganhos para os agentes financeiros e para a indústria da construção civil.

No geral, porém, percebe-se que as alterações promovidas desde a estruturação do SFH até os anos 2000 caminharam na direção de retirar as garantias que os adquirentes da casa própria possuíam para reforçar a proteção aos agentes financeiro. Os mecanismos relacionados à remuneração do capital são exemplos nesse sentido. A proporção do reajuste das prestações e da dívida do financiamento do SFH, além de ser controlada pelo BNH, esteve durante muitos anos vinculada ao crescimento do salário mínimo ou do salário da categoria do mutuário. Há pouco tempo, no entanto, a equivalência da prestação de financiamento da moradia e da renda salarial do mutuário foi legalmente proibida pela Lei nº 10.931/2004.

O histórico dos juros também é semelhante ao da correção monetária. Sendo a aplicação de taxas de juros remuneratórias historicamente restrita até 10%, em 2010 a Súmula 422 do STJ procurou consolidar o entendimento que o limite legal da Lei nº 4.380/1964 não fazia referência a esse tipo de juros. Já a capitalização da taxa de juros compostos, apesar de ser ilegal, não tem uma decisão definitiva do judiciário que proíba a aplicação da Tabela Price, mesmo com alguns tribunais reconhecendo a ilegalidade.

Já os mecanismos de garantia foram menos impactados por mudanças regulatórias, se comparados aos instrumentos de remuneração do capital. Enquanto o FAL e o FGDLI foram fundos do BNH que contribuíram para a liquidez do sistema, reforçando a garantia dos credores, o FCVS funcionou como uma espécie de seguro do mutuário, que poderia utilizá-lo para o pagamento do saldo devedor do contrato sem nenhum ônus tradicional. A hipoteca também não passou por mudanças significativas ao longo desses anos. Se, por um lado, essa garantia reforça a proteção ao credor por tornar-lhe titular da garantia que recai sobre o imóvel, por outro, esse instituto não transfere a titularidade do direito de propriedade do devedor para o credor. Assim, há uma limitação à garantia concedida ao credor. Por isso, criou-se a ideia que esse tipo de garantia seria "ineficiente". O atraso e a obstaculização da execução foram os argumentos constantemente apontados para justificar a sua substituição por outro mecanismo – tarefa levada a cabo pelo SFI, conforme tratarei no capítulo seguinte. Em resumo, a hipoteca seria muito condescendente com os mutuários em dívida e pouco útil aos agentes financeiros interessados em executar a dívida.

Por fim, como busquei ilustrar, os procedimentos de execução próprios do SFH, desenhados para superar a suposta morosidade e ineficiência da execução judicial definida no CPC, tinham como finalidade principal proteger os financiamentos e os agentes financeiros. Isso foi feito de forma a limitar o direito de defesa e do contraditório dos mutuários, que ou não tinham meios para interferir na execução ou deveriam pagar a dívida para que pudessem fazê-lo. Sob a perspectiva regulatória, os adquirentes da casa própria foram prejudicados com a criação dos procedimentos de execução da dívida pelo Decreto-lei nº 70/1966 e pela Lei nº 5.741/1971.

Em suma, na forma como foi concebido, o direito do financiamento habitacional que deu estrutura ao SFH oferecia instrumentos que garantiam a sustentabilidade financeira do modelo, já que esse é um sistema de financiamento inserido no modo de produção capitalista e que sofre pressão para atender determinadas exigências. Ao mesmo tempo, porém, possibilitava um forte controle estatal sobre esse processo. Esse controle sobre o mercado de financiamento, a partir dos mecanismos regulatórios disponíveis, foi

fundamental para que o SFH massificasse a produção habitacional no Brasil. Entre 1964 e 1986, as unidades habitacionais financiadas pelo SFH corresponderam a aproximadamente 25% do parque habitacional construído nesse período (Royer, 2009, p. 62-64).

No entanto, a estrutura e os instrumentos do SFH sofreram mudanças com o passar do tempo que resultaram numa redução paulatina dos direitos dos mutuários. Por mais que esse processo já seja indicativo das transformações no direito no âmbito do financiamento habitacional em favor do mercado, a criação do SFI, como analisarei no próximo capítulo, aprofundou e expandiu essa transformação, performando a diluição do direito do financiamento habitacional e das suas tensões internas em um novo modelo – o do direito do financiamento imobiliário.

3. Direito do financiamento imobiliário: o modelo do SFI

Como anunciado na introdução, este capítulo replica a estrutura analítica do anterior, agora com foco no modelo regulatório instituído pelo Sistema de Financiamento Imobiliário, o SFI. Assim como na análise do SFH, a descrição do modelo de direito do financiamento consolidada pelo SFI começa por uma breve reconstrução histórica do contexto de criação daquele sistema. A partir da identificação dos principais fatores político-econômicos que cercavam a criação do sistema, busco identificar, na estrutura regulatória do SFI, os seus objetivos. Como no segundo capítulo, as questões que guiaram a investigação da lógica de estruturação desse sistema são: (i) quais os objetivos do SFI? e (ii) que direitos são protegidos pelo SFI e como?

Ao responder essas perguntas, será possível comparar os modelos de direito do financiamento inscritos no SFH e no SFI e, assim, avaliar as mudanças ocorridas na passagem de um sistema ao outro. Como já antecipado, o principal impacto da estruturação do SFI em relação ao SFH foi a diluição do paradigma do direito do financiamento habitacional cristalizado por este em um novo paradigma: o do direito do financiamento imobiliário. Neste processo, como buscarei descrever neste capítulo, os objetivos da política de financiamento habitacional foram ressignificados por meio de novos instrumentos jurídicos ou pela atribuição de novos papeis a estruturas regulatórias já existentes.

3.1. Direito e financiamento no neoliberalismo

Em comparação ao SFH, o contexto de criação do SFI é consideravelmente distinto. O cenário de surgimento do novo sistema é de reversão das tendências definidoras do período em que foi estruturado o SFH – que pode ser visto como um período desenvolvimentista ou intervencionista.

O modelo de Estado intervencionista – que, nos países subdesenvolvidos, tomou a feição de um Estado desenvolvimentista, enquanto nos países desenvolvidos apresentou-se como *Welfare State* – começou a dar sinais de esgotamento ainda no final da década de 1960. A década de 1970, marcada pelo fim do padrão dólar-ouro e pela liberalização do câmbio, foi um período de forte recessão econômica, que se estendeu até os anos 1980. O final da década de 1970 e o início dos anos 1980 foram marcados, portanto, por um período de forte recessão mundial. A baixa capacidade de arrecadação dos Estados, em

função de um longo período de crise econômica global e crescimento exponencial da inflação, passou a justificar o corte de gastos com políticas sociais e o desmonte das instituições definidoras do Estado de bem-estar social, o que impactou não só os países centrais mas também os periféricos (Massonetto, 2006). A concepção que o mercado deveria ter mais liberdade e que, por oposição, a atuação do Estado deveria se restringir a apenas alguns poucos setores tornava-se o discurso dominante.

Outro importante traço do período que se inicia a partir da crise do intervencionismo estatal é o fenômeno da financeirização. O ciclo de expansão material do capitalismo no século XX, até meados da década de 1970 sustentado por um padrão regulatório baseado no padrão dólar-ouro e nas políticas de bem-estar social, foi substituído pelo ciclo de expansão financeira do sistema, que teve como reflexo o surgimento de um novo padrão normativo, apoiado no dólar flexível, no fim das políticas sociais e na desregulação dos mercados financeiros (Massonetto, 2006). Esse novo modelo Estatal, que tem o mercado como central, de certa forma dispensa os dispositivos do direito público, que garantiam a forte intervenção do Estado na organização da economia, e reforça os direitos privados dos agentes econômicos (Trubek; Schapiro, 2012).

O novo padrão regulatório propaga-se para os diferentes ramos do direito, afetando especialmente o arcabouço jurídico que organiza as finanças no nível nacional (Massonetto, 2006). Assim, o direito do financiamento, que na etapa anterior tinha como objetivo principal organizar o espaço doméstico da acumulação, passa a "flexibilizar a regulação financeira a serviço da expansão financeira do capital, com a progressiva subsunção das normas aos fatos financeiros" (Massonetto, 2006, p. 112). A regulação da dimensão financeira da economia – da qual é parte o financiamento e, por consequência, o que estou chamando de direito do financiamento habitacional – se descola do território dos Estados, deixando de cumprir a função de organizar as finanças nacionais no sentido da acumulação interna, e passa ter como finalidade assegurar a liquidez necessária ao mercado, reduzir os ricos dos investimentos privados e garantir a valorização patrimonial privada (Massonetto, 2006).

A incorporação desse novo padrão regulatório pelos países subdesenvolvidos contou com a atuação crucial das agências multilaterais, como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial. Essas agências passaram a condicionar os empréstimos voltados ao enfrentamento da crise a reformas institucionais que incorporavam este padrão. O FMI, por exemplo, "aprofundou suas condicionalidades para empréstimos e passou a definir as chamadas condicionalidades estruturais, mediante as quais o país-cliente se

compromete não somente com certos parâmetros de política macroeconômica, mas também com mudanças mais ou menos profunda na sua estrutura institucional" (Carvalho, 2004, p. 62). Já o BM, que até a década de 1990 teve como prioridade de investimento o financiamento de infraestrutura, passou a atuar em "programas de requalificação institucional, executados no ambiente doméstico pelos governos nacionais. Tais programas inscritos em sua agenda como *rule of law* têm representado uma das intervenções mais significativas do Banco" (Trubek; Schapiro, 2012, p. 39).

Essas agências multilaterais foram cruciais na difusão da ideia de que havia um modelo único de instituições capaz de induzir o desenvolvimento econômico em qualquer local, o que resultou em uma série de mudanças na política econômica visando a garantir maior liberdade aos agente econômicos privados e controle do ativismo estatal (Fabiani, 2011). A existência de um conjunto de instituições "corretas" tornou-se um mantra entre os formuladores de políticas públicas e levou à promoção de instituições padrão, desenhadas como uma espécie de dispositivos pré-moldados, aptos a serem aplicados nos mais diversos modelos de economias e sociedades (reformas *one size fits all*). Em síntese, o consenso teórico e a convergência política balizavam-se pela noção de que as instituições, de uma determinada roupagem, importam para o desenvolvimento (Trubek; Schapiro, 2012, p. 40).

Assim, o direito sofreu transformações importantes, na medida em que passou a ser visto como meio para estruturar as instituições capazes de alavancar o patamar das economias periféricas. Países subdesenvolvidos que acessavam os empréstimos das agências multilaterais e/ou buscavam tornar suas economias compatíveis com uma nova ortodoxia global incorporaram esse novo padrão regulatório aos seus ordenamentos, com a promessa de que o resultado dessas mudanças seria o desenvolvimento econômico.

No Brasil, são exemplares desse processo as mudanças regulatórias que viabilizaram a privatização de empresas estatais e a criação e estruturação de agências reguladoras em setores como energia, comunicação, transporte, entre outros [65]. Contudo, esse processo ocorreu com diversas dificuldades e contradições. De um lado, havia uma legislação que, inspirada no Sistema de Bretton Woods e no *Welfare State*, previa uma

[65] São exemplos das alterações nos marcos normativos realizadas nos anos 1990: EC nº 05, abertura do setor de gás; EC nº 08, abertura do setor de telecomunicações; EC nº 09, abertura do setor do petróleo; EC nº 18 e 19, reformas gerenciais do Estado, Lei 8.078/90, Código de Defesa do Consumidor; Lei nº 8.884/94, Lei de Defesa da Concorrência; Leis nº 8.031/90 e 9.491/97, Plano Nacional de Desestatização; Lei 8.987/95, Lei de Concessões de Serviço Público; Lei nº 9.427/96, nova regulação para o setor de energia; Lei nº 9.472/97, nova regulação para o setor de telecomunicações; Lei nº 9.478/97, nova regulação para o setor de petróleo (Coutinho; Schapiro, 2013).

ação ativa do Estado na busca pelo desenvolvimento nacional e, para tanto, voltava a organização do sistema econômico e financeiro para dentro do próprio país. De outro, o padrão regulatório neoliberal partia de princípios diversos do anterior e, por isso, gerou fortes conflitos normativos quando foi incorporado pelos ordenamentos. Um desses efeitos foi a crescente desarticulação entre os dispositivos constitucionais financeiros e econômicos (Massonetto, 2006). Enquanto estes preocupavam-se em direcionar, isto é, indicar para onde deveriam apontar as políticas econômicas; aqueles deixaram de ser uma ferramenta para a persecução desses objetivos e tornaram-se um meio de reprodução do capital. A ordem econômica ficou reduzida a "enunciados principiológicos sem nenhuma interação com os instrumentos isolados na ordem financeira" (Massonetto, 2006, p. 109). Isso revela o processo de descolamento do direito financeiro em relação às metas estabelecidas pela ordem econômica, pois ele passou a "espelhar unicamente as metas da política monetária" (Massonetto, 2006, p. 106). O conflito surge, justamente, desse descompasso entre a ordem financeira e a ordem econômica.

Esse processo pode ser identificado pela análise da relação entre essas duas ordens na Constituição Federal de 1988. Esta é um modelo de Constituição que não apenas prevê a atuação estatal no domínio econômico, mas define quais objetivos devem ser atendidos pelo Estado e entende que é tarefa do Poder Público alterar as estruturas econômicas e sociais do país (Bercovici, 2005). A tensão entre a ordem econômica e a ordem financeira surge quando esta última incorpora-se ao texto constitucional, mas em sentido inverso do previsto pela primeira (Bercovici; Massonetto, 2006). A definição do Banco Central como única entidade responsável pela emissão monetária, tornando-o a autoridade monetária nacional, e a proibição de empréstimos de recursos do Banco Central para o Tesouro Nacional, são exemplos dos dispositivos da Constituição Federal de 1988 que contribuíram para a vinculação da política macroeconômica à estabilização monetária (Coutinho; Schapiro, 2013). O processo de subordinação das políticas econômicas e fiscais às políticas de estabilização monetárias se completa quando somado às reformas de abertura econômica, ao estabelecimento da autonomia operacional do Banco Central, à privatização dos bancos estaduais e à promulgação da Lei de Responsabilidade Fiscal, e está completo (Bercovici; Massonetto, 2006; Coutinho; Schapiro, 2013). A Constituição Federal de 1988, alvo constante de críticas por "amarrar" demais o mercado ao estabelecer uma presença forte do Estado na economia, teve, assim, seu sentido alterado para atender aos interesses do mercado (Bercovici; Massonetto, 2006).

É nesse contexto mais amplo de incorporação de um novo e abrangente padrão regulatório no direito brasileiro, em razão de transformações no sistema econômico global, em que as políticas de financiamento habitacional passam a ser questionadas e a sua regulação, repensada. A crise econômica que afetou o país nos anos 1980 e 1990 abalou o modelo de financiamento habitacional vigente sob o modelo regulatório do SFH. O aumento do desemprego e o achatamento dos salários teve como consequência a redução do volume de recursos arrecadados pelo FGTS, enquanto a alta da inflação elevou o número de mutuários inadimplentes nos contratos firmados no âmbito do SFH (Royer, 2009). Com menos recursos disponíveis, o SFH teve sua capacidade de financiamento diminuída e a população, que sofria com a inflação e o desemprego, não tinha mais como arcar com as prestações da casa própria. A partir dos anos 1980, já é possível observar forte queda nas contrações no âmbito do SFH (Royer, 2009, p. 62). Além disso, a persistência do déficit habitacional, que mesmo com o número de unidades financiadas pelo SFH ainda era alto, contribuía com o argumento de que o modelo de financiamento do SFH era incapaz de atender às necessidades da população.

As dificuldades colocadas pelo contexto econômico de crise inflacionária e desemprego, somadas à queda no número de financiamentos concedidos pelo SFH, tornaram-se justificativa para a emergência de reivindicações de criação de um novo modelo de financiamento, que pudesse superar as dificuldades do SFH. Estruturado pela Lei nº 9.514/1997, em 1997 o SFI surgiu como um modelo regulatório destinado a solucionar esses problemas.

A mobilização política para a criação de um modelo substituto ao SFH já pode ser observada, porém, antes de 1997. Ainda nos anos 1980, a ABECIP, entidade forjada a partir da criação das SCIs pelo SFH, iniciou uma campanha pela construção de um novo modelo de financiamento. Em 1988, a associação promoveu o primeiro congresso do mercado imobiliário, onde defendeu a criação de um mercado secundário de créditos com lastro imobiliário – algo que se tornaria realidade justamente com a estruturação do SFI. Foi apenas no final da década de 1990, entretanto, no bojo das reformas macroeconômicas e regulatórias descritas anteriormente, em que a reivindicação da ABECIP ganhou força.

Para a ABECIP, o SFH, símbolo do modelo de intervenção estatal, impunha regulações excessivamente rígidas e implicava demasiada dependência do Poder Púbico (ABECIP, 1994). Quanto à sua efetividade, era percebido como, um modelo de financiamento falido, que já dava mostras de esgotamento nos anos 1980 (ABECIP, 1994). Na visão da Associação, frente a esse diagnóstico, o modelo então vigente de direito do

financiamento habitacional deveria ser substituído por um sistema de financiamento menos regulado, que garantisse maior liberdade de contratação entre as partes e que não onerasse o Estado. O cerne desse novo modelo seria a sua ancoragem no mercado de capitais – por oposição à vinculação a recursos estatais. A irrigação do sistema e a distribuição de financiamento, neste sentido, deveriam ser mediadas fora do Estado, por mecanismos próprios do mercado. Poderiam ser solucionadas, assim, as deficiências do modelo do SFH. Nota-se, portanto, a convergência entre a criação de um modelo de financiamento baseado na securitização do crédito imobiliário e a concepção que, a partir dos anos 1980 e sobretudo durante os anos 1990, orientou as mudanças mais gerais no padrão regulatório brasileiro.

A criação de um sistema de financiamento centrado no mercado de capitais era inspirada no sistema de hipotecas norte-americano, em que o instrumento jurídico da securitização do crédito imobiliário desempenhava função essencial. Como a própria ABECIP afirmava, o modelos dos Estados Unidos era visto como um caso de sucesso e, por isso, vinha sendo estudado pela associação como uma alternativa ao SFH (ABECIP, s/d).

O modelo de financiamento dos EUA, centrado em um mercado secundário de hipotecas, foi influente não apenas no Brasil, mas acabou sendo disseminado para diversos outros países. Entre os principais vetores de difusão desse modelo regulatório estavam precisamente as agências multilaterais, tais como o Banco Mundial. Como visto no primeiro capítulo, as reformas institucionais patrocinadas por essas agências, especialmente a partir dos anos 1990, também ocorreram no campo da política habitacional. É notável, neste sentido, a incorporação da concepção do BM e do BID pela ABECIP, a qual defendia que o desenvolvimento de um mercado secundário de hipotecas para mobilização do crédito e sustentação do financiamento a longo prazo.

Assim, a ABECIP iniciou uma campanha política para tornar seu projeto de reforma realidade. Foram produzidos documentos e organizados encontros entre os representantes do setor para defender a ideia e convencer membros estratégicos do governo. Em abril de 1995, por exemplo, foi organizado um workshop na cidade do Guarujá, em São Paulo, para "definir sugestões para reformulação do SFH em seus aspectos normativos, operacionais, de gestão de créditos e de fonte e usos de recursos" (ABECIP, s/d). Em novembro do mesmo ano, em Brasília, a ABECIP promoveu um encontro entre diferentes setores do mercado imobiliário e membros do governo federal para debater uma primeira proposta de um novo marco regulatório (ABECIP, s/d). Após receber contribuições e com

apoio de técnicos e advogados, a ABECIP redigiu o texto final que foi apresentado ao governo federal como o anteprojeto de lei de criação do SFI (ABECIP, s/d). O projeto de lei foi submetido ao Congresso Nacional pelo Presidente da República em junho de 1997 e, após a tramitação em regime de urgência por cinco meses e poucas mudanças no texto, o projeto foi aprovado.

O novo marco regulatório que instituiu o SFI criou uma estrutura institucional e um conjunto de instrumentos jurídico-financeiros para o funcionamento do modelo. Transformava-se, assim, o direito do financiamento habitacional até então estruturado em torno ao SFH. Os objetivos inscritos na estrutura regulatória desse novo modelo de financiamento, bem como os direitos por ele protegidos são analisados nos próximos pontos.

3.2. Objetivos e estrutura do SFI

Como no caso do SFH, apesar de haver uma lei que constitui o eixo estruturante do sistema regulatório – no SFI, a Lei nº 9.514/1997 – e que, por isso, é crucial à compreensão desse modelo de financiamento, este é composto por diversas fontes normativas. Isto porque o arcabouço regulatório do SFI também passou por mudanças ao longo dos anos. Por isso, além da Lei nº 3.242/1997, também são analisadas as transformações regulatórias que ocorreram após a sua publicação.

A justificativa apresentada pelo governo na exposição de motivos do Projeto de Lei nº 3.242/1997 [66], mais tarde aprovado como Lei nº 9.514/1997, pode ser resumida como o "esgotamento" do SFH. Este se revelaria no baixo número de moradias financiadas pelo modelo desde meados da década de 1980. O problema da falta de crédito disponível seria contornado, de acordo com a lógica de sustentação do PL, pela captação de recursos no mercado financeiro e de valores mobiliários, abrindo-se a possibilidade para a construção de um efetivo mercado secundário de créditos imobiliários.

O objetivo do SFI, conforme a Lei nº 9.514/1997, "é promover o financiamento imobiliário em geral, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos" (art. 1º). Ou seja, apesar de surgir como justificativa para a solução do problema do financiamento *habitacional*, o SFI não é um modelo exclusivamente focado

[66] Argumentos presentes na exposição de motivos que acompanha o projeto de lei que propõe a criação do SFI, assinada pelos Ministros Antônio Kandir (Ministério do Planejamento e Orçamento) e Pedro Malan (Ministério da Fazenda).

neste tipo de financiamento – mas também um modelo de financiamento *imobiliário*. A diferença entre esses conceitos não se explica apenas porque o financiamento habitacional está restrito a imóveis residenciais e o financiamento imobiliário engloba tanto os imóveis residenciais como os comerciais. O financiamento imobiliário, no caso do SFI, mais que a ampliação do tipo de imóveis financiados, representa a "estruturação de um sistema de crédito a serviço da valorização imobiliária e da acumulação financeira do capital (Royer, 2009, p. 41). As consequências dessa mudança ficarão mais evidentes quando finalizarmos o estudo a respeito do SFI.

Na lógica instituída pela lei que criou o SFI, a promoção do financiamento imobiliário deve ocorrer dentro das condições dos fundos financeiros de onde provém o recurso. Isto é, a ideia é que não caberia ao Estado definir em quais condições deve se dar o financiamento imobiliário, mas que este seria livremente pactuado entre as partes. É possível identificar esse balizamento do novo modelo de financiamento nas definições trazidas pela Lei nº 9.514/1997 a respeito do financiamento imobiliário, ao prever que as operações são livremente efetuadas pelas entidades que compõe o SFI, nas condições definidas pelo mercado e observados os requisitos legais (Lei nº 9.514/97, art. 4º).

Assim, a liberdade de contratação das operações, em conjunto com a adoção de determinados instrumentos de garantia, que tratarei mais adiante, viabilizariam uma mobilização crescente de recursos para o setor habitacional e imobiliário como um todo. Dessa forma, objetivos mais amplos, relacionados ao desenvolvimento econômico do país, seriam alcançados: "geração de renda e empregos, ampliação do acesso da população à moradia e promoção do crescimento sustentado da economia" (exposição de motivos, PL nº 3.242/97).

Ao reconhecer o déficit habitacional como um sério problema a ser enfrentado, a justificativa do PL o concebe como uma demanda por moradia que não consegue ser atendida. Ou seja, define o problema social como uma falha de mercado. A reinterpretação do acesso à habitação como uma questão de mercado fica patente ao verificar-se, por exemplo, que a habitação não aparece na Lei nº 9.514/97, em nenhum momento, vinculada ao aspecto renda. Mais que isso, a própria construção discursiva do modelo de direito do financiamento instituído pelo SFI promove uma transformação: termos "moradia" ou "habitação" não são mencionados no texto da lei. No seu lugar, surge um conceito mais amplo – o "imobiliário".

A própria exposição de motivos que acompanha o projeto de lei do SFI é reveladora desse giro semântico, pois enquanto os "direitos do investidor" são

mencionados diversas vezes no texto, o "direito à moradia" não é encontrado nenhuma vez. As discussões que ocorreram durante a tramitação do projeto de lei na Câmara dos Deputados indicam uma mudança no mesmo sentido. Em debate sobre as emendas ao projeto de lei do SFI que foram aceitas e rejeitadas, por exemplo, o deputado José Chaves, do PMDB-PE, afirmou os objetivos do SFI, desvinculando-o, expressamente, da política habitacional:

> Vou esclarecer um pouco mais o objetivo do projeto: não é a casa própria, não é a moradia, não é uma política de habitação - o que, aliás, falta neste País. Mas é, antes de tudo, um projeto que pode amanhã criar empregos, empregos e empregos. Dessa forma, esperamos dinamizar a construção civil, sem poder fazer as justas proteções que V.Exa. tanto pede (Processo legislativo PL nº 3.242/1997).

Assim, apesar de reconhecer que existe um problema quanto ao déficit habitacional no Brasil, o deputado afirma que a criação do SFI não significa uma iniciativa na tentativa de solucioná-lo. "Antes de tudo", como diz, é um modelo de financiamento elaborado para atender aos interesses do mercado.

Não à toa, a concepção consolidada na doutrina jurídica sobre o tema é que a finalidade do SFI seria expandir o mercado de crédito imobiliário. Melhim Chalub, por exemplo, ao tratar da Lei nº 9.514/97 afirma que a "nova lei tem em vista criar as condições necessárias para revitalização e expansão do crédito imobiliário" (Chalhub, 2006, p. 248). No mesmo sentido, Restiffe Neto e Restiffe entendem que o SFI surgiu para reativar o mercado imobiliário, "com importantes regras novas de fomento do crédito imobiliário e estímulo à construção civil" (Restiffe Neto e Restiffe, 2009, p. 29). Analisando sob uma perspectiva um pouco mais ampla, a securitização – um dos instrumentos definidores do modelo de financiamento viabilizado pelo SFI – surge, para Najjarian, como uma forma de "prover antecipação de recursos financeiros sem a necessidade de haver a participação dos bancos nessa antecipação" (Najjarian, 2010, p. 43). A importância da securitização para a economia seria em razão da sua capacidade de mobilização do crédito, de dinamização do mercado de capitais e, sobretudo, de desenvolvimento econômico (Chaves, 2006).

Essa potencialidade de promover o desenvolvimento econômico, segundo Chaves, mostrou-se extremamente útil em períodos de crises, como em 1929. Por esse motivo, a autora defende o conceito de "função social da securitização", que estaria na capacidade desse modelo em solucionar crises econômico-financeiras (Chaves, 2006, p. 3 e 199).

Apesar da "função social da securitização" não ser um conceito compartilhado por outros autores, há um certo consenso em torno da ideia de que o contexto de crise do crédito imobiliário se aplicaria ao caso brasileiro e o SFI, dessa forma, significaria, justamente, uma forma de reverter esse cenário.

Além de ampliar o crédito disponível e favorecer o desenvolvimento econômico, a securitização também cumpriria um papel importante na alocação de riscos, "podendo ajudar no gerenciamento, em diferentes graus, da maioria dos tipos de riscos a que estão sujeitas instituições financeiras ou outros originadores de natureza diversa" (Caminha, 2004, p. 56). Ou seja, a doutrina jurídica compreende a securitização[67] como uma operação que fomenta o mercado de capitais ao mobilizar crédito para o financiamento e contribuir para a redução dos riscos desse tipo de mercado. Portanto, o SFI, como um modelo de financiamento que tem por base a securitização do crédito imobiliário, compartilharia dos mesmos objetivos. A produção habitacional, especialmente para a população de baixa renda – que, como demonstrado no capítulo 2, constituía o eixo do léxico e da estrutura regulatória do SFH – é substituída por outros objetivos no direito do financiamento trazido pelo SFI.

Presente nas menções feitas à doutrina jurídica sobre o SFI, a securitização é um dos pilares da estrutura regulatória desse sistema e, por isso, merece ser melhor explicada. Apesar da securitização de créditos imobiliários ter sido introduzida ao ordenamento com a promulgação da Lei 9.514/97, são identificados casos de securitização de créditos no Brasil desde 1992 [68]. Assim, antes de tratar da estrutura formulada em torno do SFI, cabe esclarecer de forma mais detalhada como funciona a operação de securitização do crédito imobiliário em geral. A securitização pode ser definida, juridicamente, como o "negócio jurídico coligado que viabiliza a antecipação do recebimento de créditos presentes e/ou futuros por quem necessite mediante a cessão destes a uma entidade adquirente, que emitirá, pública ou privadamente, títulos ou valores mobiliários" (Chaves, 2006, p. 48). A operação de securitização, em si, consiste na transferência de ativos do originador para um

[67] Cabe ressaltar que esta é uma reconstrução da visão de securitização apresentada pela doutrina do direito, mas que este trabalho não compactua. Parto da concepção que a securitização se insere num processo mais amplo de "remoção de entraves à plena mercantilização da terra – que se completa pela via financeira" e que "permite e estimula que o padrão de acumulação de riqueza se imponha" (Fix, 2011, p. 214).

[68] Em 1992, diante da necessidade de reestruturar o seu passivo perante as instituições credoras, a Mesbla constituiu a sociedade Mesbla Trust de Recebíveis de Cartão de Crédito S/A, a qual caberia "adquirir os direitos creditórios provenientes de faturamento de bens vendidos ou de serviços prestados pela Mesbla" (Chaves, 2006, p. 32). A partir de então, foram realizadas operações de securitização da Mappin Trust de Recebíveis S/A, em 1995, e da Global Trust S/A, Cidadela Trust de Recebíveis S/A, Teletrust de Recebíveis S/A, Dominum Par S/A, Bahia Trust de Recebíveis S/A e Rossi Securities S/A em 1996 (Chaves, 2006, p. 36-37).

veículo de propósito exclusivo (VPE), o qual emite títulos lastreados nos créditos recebidos do originador (Caminha, 2004). O VPE pode assumir qualquer um dos tipos societários, mas pode haver uma restrição legal ao tipo societário que revestirá o VPE em função dos "créditos a serem securitizados, dos títulos e dos valores mobiliários emitidos e da forma de emissão (pública ou privada)" (Chaves, 2006, p. 145). No caso dos créditos imobiliários, cabe à companhia securitizadora a emissão dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) – uma espécie de título vinculado aos créditos imobiliários que lhes servem de lastro por meio do Termo de Securitização de Créditos.

O primeiro passo para o processo de securitização é a existência de créditos imobiliários. O originador, que também pode ser identificado como credor, é o responsável pela origem dos créditos a serem securitizados. Em princípio, qualquer entidade está legitimada a realizar a cessão de créditos imobiliários que estão sob sua titularidade para a companhia securitizadora (Chaves, 2006).

A Lei nº 9.514/97 não estabeleceu quais características definem um crédito como imobiliário, atribuindo à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a definição do conceito. Nas decisões [69] do Colegiado da CVM, consolidou-se o entendimento de que o crédito imobiliário atende aos seguintes requisitos: (i) ter origem imobiliária e não destinação [70], (ii) derivar da exploração econômica do imóvel ou do financiamento do imóvel, e (iii) ter bens imóveis como origem do fluxo de recursos que suportam os pagamentos dos CRIs[71] (Waisberg e Kluger, 2013). Do contrário, o crédito não é considerado imobiliário [72].

No centro da operação de securitização está a companhia securitizadora. As companhias securitizadoras são os VPE próprios da securitização de créditos imobiliários. As securitizadoras são instituições não financeiras, constituídas sob a forma de sociedade por ações, e têm a incumbência legal de, ao adquirir o crédito imobiliário do originador e após securitizá-lo, emitir os títulos que estão lastreados nesses créditos e colocá-los no mercado financeiro (art. 3º). Na dinâmica instituída pela lei, os créditos imobiliários são então cedidos pelo originador (credor/cedente) para a companhia securitizadora (emissora),

[69] Destacam-se as seguintes decisões do Colegiado da CVM: Processo RJ 2001/1981, de 14/05/2002; Processo RJ 2002/3032 de 13/05/2002; Processo RJ 2003/5639, de 18/11/2003 e Processo RJ 2012/12177, de 13/06/2013 (Waisberg e Kluger, 2013).

[70] Essa diferenciação é feita para estabelecer que os créditos futuros, ainda não constituídos, não podem ser securitizados (Waisberg e Kluger, 2013).

[71] O pagamento dos CRIs deve estar atrelado a um imóvel e não pode advir de outras fontes de rendimento (Waisberg e Kluger, 2013).

[72] Essa visão da CVM é considerada para Waisberg e Kluger (2013) muito restritiva. Eles apontam que "o problema de classificar o crédito imobiliário pela sua origem está no fato de que, na grande maioria dos financiamentos imobilários – principal negócio jurídico incentivado pela Lei 9.514/1997 – os recursos não tem origem, tampouco derivam, de um imóvel (Waisberg e Kluger, 2013, p. 134).

a qual paga pela cessão dos créditos. Os créditos podem ser representados por quaisquer tipos de contratos sobre ativos imobiliários, como contratos de compra e venda e contratos de locação, ou podem ser representados por instrumentos jurídico-financeiros, como as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI).

Nesse sentido, um dos marcos do SFI é a variedade de novos instrumentos jurídico-financeiros criados para viabilizar os seus objetivos e operacionalizar o modelo. O SFI conta, por exemplo, com diversos instrumentos jurídico-financeiros, criados pela Lei nº 10.931/04 na tentativa de facilitar as operações de securitização, como as Letras de Crédito Imobiliário (LCI), as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) e as Cédulas de Crédito Bancário (CCB).O principal instrumento, porém, é o CRI, introduzido já na origem do modelo, pela Lei nº 9.514/97. O CRI é um título específico, emitido apenas pelas companhias securitizadoras, e que desempenha com exclusividade a função de conectar o mercado imobiliário e o mercado de capitais. Assim, mesmo que o crédito imobiliário assuma a forma de qualquer outros instrumento criado pelo SFI, somente a forma jurídica do CRI viabiliza negociação no mercado de capitais.

Quanto à emissão de CRI pela companhia securitizadora, esta pode ser pública ou privada. Se a emissão for pública, a lei obriga à companhia securitizadora que apresente pedido de registro da emissão de CRI na CVM (Instrução CVM nº 414/04, art. 4º). Geralmente, a colocação dos CRI no mercado, onde poderão ser adquiridos pelos investidores, é feita por instituições financeiras[73]. Todavia, há casos em que a participação das instituições financeiras na securitização é dispensável, o que justifica a finalidade de desintermediação financeira da operação.

Por essa razão, pela Lei nº 9.514/97, além das companhias securitizadoras, também compõe o SFI as caixas econômicas, os bancos comerciais, os bancos de investimento, os bancos com carteira de crédito imobiliário, as sociedades de crédito imobiliário, as associações de poupança e empréstimo, as companhias hipotecárias e outras entidades que sejam assim definidas pelo CMN (art. 2º). Há, ainda, outros agentes que eventualmente participam da operação de securitização, como as agências de classificação de risco (*rating agencies*), agentes fiduciários, custodiantes, entre outros. Na lógica do modelo, esses agentes têm por objetivo reduzir os riscos das operações. Por isso, a estrutura jurídica que

[73] Chaves chama atenção para como o advento da securitização forçou as instituições financeiras a assumirem diferentes funções: "ao perderem espaço no desempenho de suas funções essenciais de intermediação e mobilização de crédito, em virtude do surgimento de novos mecanismos de captação de recursos, as instituições financeiras, principalmente os bancos, viram-se forçadas a expandir a sua atuação para outras áreas, tais como a prestação de serviços ligados ao mercado de capitais" (Chaves, 2006, p. 68).

regula a sua atuação será analisada em detalhes quando forem abordados os mecanismos de garantia do SFI.

Neste ponto de descrição da estrutura regulatória do SFI, é importante notar que nenhuma das entidades que atuam na construção ou na aquisição de moradias de interesse social, como as cooperativas, fundações e COHABs – agentes centrais no modelo do SFH – estão autorizadas a operar no SFI. Essa notável ausência reforça a percepção, apresentada até mesmo como autoimagem do SFI, de que o sistema não é um modelo de financiamento que tem como objetivo prover moradia para a população de baixa renda.

O SFI, portanto, conta com uma estrutura consideravelmente diversa do SFH, em que a intervenção estatal ocorre de outra forma. Não há um órgão central, como era o caso do BNH, responsável por organizar, disciplinar e controlar o sistema de financiamento. O SFI tampouco conta com fontes próprias de recursos, desenhadas para tornar o sistema financeiramente sustentável, como eram o FGTS e o SBPE no direito do financiamento do SFH. No caso do SFI, a captação de recursos é realizada via mercado de capitais.

O Estado, no entanto, não está de todo ausente do SFI. Há órgãos estatais que atuam no funcionamento desse sistema, como o CMN e a CVM. Assim como ocorre no SFH, após a extinção do BNH, o SFI passou a ser submetido à regulação do CMN, pois é esse o órgão responsável por coordenar a política nacional de crédito. Por ser a instituição maior do sistema financeiro, também compete ao CMN coordenar as políticas monetária, orçamentária e fiscal, a dívida pública interna e externa, e expedir normas gerais de contabilidade e estatísticas que disciplinam a atuação das instituições financeiras. A centralização dessas funções no CMN permite que a política de crédito habitacional, tanto do SFH como do SFI, seja manejada pelo órgão para atender a meta central das políticas macroeconômicas, qual seja, a estabilidade monetária. A CVM, por sua vez, autarquia ligada ao Ministério da Fazenda e subordinada ao CMN, também tem a incumbência de regular o SFI, pois é responsável por normatizar e fiscalizar o mercado de capitais, autuar os seus agentes e punir as infrações cometidas.

Além de formular o arcabouço regulatório do SFI e atuar por meio de seus órgãos especializados na regulação e fiscalização desse modelo, o Estado adotou medidas para intervir diretamente na estruturação da securitização de créditos imobiliários. A formação da primeira companhia securitizadora do Brasil, a CIBRASEC, contou com aporte de recursos pelo poder público. Criada em 31 de julho de 1997 e inspirada nas agências norte-americanas Fannie Mae e Freddie Mac, a CIBRASEC foi criada com a finalidade estimular o mercado secundário de hipotecas, ampliar o financiamento a médio e longo prazo e

distribuir os riscos das operações entre os originadores, a companhia securitizadora e os investidores (Lima, 1998).

Na sua estruturação, os acionistas privados detinham 60% das ações da companhia, enquanto os acionistas públicos controlavam 40% das ações (Aragão, 2003). Dentre esses últimos estavam a Caixa Econômica Federal, o Banco do Brasil e alguns outros bancos estatais. Isso significa que o Estado também estava presente no processo de consolidação SFI, sendo responsável por prover parte dos recursos que estruturaram a CIBRASEC. Como a legislação era novidade e não havia outras companhias securitizadoras no país, a participação do Estado foi crucial na tentativa de alavancagem do SFI, já que este depende da existência de um agente securitizador para seu funcionamento.

Como o fomento ao mercado secundário de hipotecas, conforme descrito no capítulo 1, era uma das diretrizes das agências multilaterais para a política habitacional, essas agências também aportaram recursos em algumas companhias securitizadoras brasileiras. Em 2004, a CIBRASEC, por exemplo, passou a ter como associada a *International Finance Corporation* (IFC), uma instituição subsidiária do BM. Atualmente, ma composição acionária da CIBRASEC, a IFC detém 9,09% das ações da securitizadora, mesmo percentual da Caixa Participações, braço estratégico da Caixa Econômica Federal na participação em outros sociedades.

Figura 3: Composição Acionária CIBRASEC

GRUPO	ACIONISTA	COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA	
		Nº Ações	Percentual de Participação
1	Banco ALVORADA S.A. **(BRADESCO)**	6.000	9,09050
2	BANCO **ITAU UNIBANCO** S.A.	11.600	17,57496
3	BB BANCO DE INVESTIMENTOS S.A.	6.000	9,0905
	BANCO DO BRASIL S.A.	2.000	3,03017
	SUB-TOTAL	8.000	12,12066
4	**CAIXA** Participações S.A.	6.000	9,09050
5	**IFC** International Finance Corporation	6.000	9,09050
6	BANCO **SANTANDER BRASIL** S.A.	9.000	13,63574
7	ASSOC. POUPANÇA E EMPRÉSTIMO **POUPEX**	6.000	9,09050
8	PROVINCIA PARTICIPAÇÕES S.A.	1.028	1,5575
	LARCKY SOCIEDADE CRÉDITO IMOBILIARIO S.A.	888	1,34539
	HABITASUL - NEGÓCIOS IMOLIARIOS E ADM. DE BENS S.A.	889	1,34691
	FAMILIA PAULISTA CRÉDITO IMOBILIÁRIO S.A.	179	0,27120
	ECONOMIA CRÉDITO IMOBILIÁRIO S.A. **ECONOMISA**	1.191	1,80446
	COBANSA S.A. Companhia Hipotecária	1.212	1,83628
	CHB COMPANHIA HIPOTECÁRIA BRASILEIRA	404	0,61209
	APEPE ASSOC. DE POUP. EMP. PERNAMBUCO	30	0,04545
	APEMAT ASS. DE COB. EXTRAJUDICIAL LTDA.	179	0,27120
	SUB-TOTAL	6.000	9,09049
9	**BRB** BANCO DE BRASILIA S.A.	2.100	3,18167
	BANCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A. - **BANRISUL**	2.000	3,03017
	BANESTES S.A. BANCO ESTADO ESPIRITO SANTO	1.800	2,72715
	BANCO **CITIBANK** S.A.	1.500	2,27262
	SUB-TOTAL	7.400	11,21161
10	**ABECIP** - ASSOC. BRAS. ENT. CRED. IMOB. POUPANCA	3	0,00455
	TOTAL GERAL	**66.003**	**100,00000**

Fonte: http://www.cibrasec.com.br/assets/arq/Composicao_Acionaria_2014.pdf, acessado em 28/11/2014.

A CIBRASEC não foi a única securitizadora brasileira a receber recursos de agências multilaterais. A Brazilian Secutiries, companhia securitizadora criada em 2000, contou com recursos do BID desde a sua criação (Royer, 2009). Em entrevista concedida para o jornal Gazeta Mercantil, de 09/04/2009, Fábio Nogueira, o diretor executivo da Brazilian Finance & Real Estate, *holding* da qual a Brazilian Securities faz parte, afirma que a Brazilian Secutiries mantinha à época, com o apoio do BID, uma linha de crédito de US$ 75 milhões [74].

Como os exemplos ilustram, a influência das agências multilaterais nas instituições nacionais, a fim de criar mercados secundários de hipotecas como alternativas ao financiamento habitacional a longo prazo, deu-se na forma de transferência de recursos. Mas não foi só nesse aspecto que as agências multilaterais influenciaram a criação do SFI. Nos instrumentos regulatórios desenhados para o SFI é possível observar como a preocupação com a proteção ao investidor foi incorporada ao ordenamento e tornou-se o eixo central desse modelo. Este era o paradigma regulatório que, como descrito no capítulo 1, vinha sendo difundido como agenda política das agências multilaterais simultaneamente à estruturação do SFI. Por isso, no próximo ponto os instrumentos regulatórios criados pelo SFI são analisados em detalhe. Como o objetivo desse trabalho é a comparação entre os modelos de financiamento do SFH e do SFI, a análise dos instrumentos replica a estrutura adotada no capítulo anterior.

3.3. Os instrumentos do SFI

Nesse ponto, meu objetivo é descrever quais são os instrumentos típicos do SFI e como eles operacionalizam os objetivos definidos por esse sistema de financiamento. Assim como na investigação do SFH, os instrumentos foram classificados em três grupos: de remuneração do capital, garantias e processos de cobrança.

A maior parte dos mecanismos estão previstos nas Leis nº 9.514/1997 e 10.931/2004. Esta última foi editada para suprir algumas "lacunas" do SFI, às quais se atribuía a responsabilidade pela "pouca expressividade" do sistema nos seus primeiros anos de vigência (Royer, 2009). A Lei nº 10.931/2004 consolidou alguns instrumentos

[74] FLACH, Natalia. Governo precisa incentivar securitização. *Jornal Gazeta Mercantil*, 09/04/2009, p. 2.

previstos anteriormente nas Medidas Provisórias nº 2.221/2001 e nº 2.223/2001 que, como será explorado nos próximos itens, trouxeram maior proteção aos investidores.

3.3.1. Remuneração do capital

No caso do SFI, os instrumentos que regulam a remuneração do capital são aqueles que atuam sobre o retorno financeiro do capital investido, isto é, a forma como o capital investido é remunerado. É importante notar que, neste modelo, diferentemente do SFH, há dois sujeitos distintos que irrigam o sistema com recursos com a intenção de ter um retorno econômico (i.e. investem): os credores e os investidores. Essa distinção é relevante porque a forma de remuneração do capital aplicado por credores e investidores não é necessariamente a mesma. A definição da correção monetária, da taxa de juros, entre outros, ocorre em momentos diferentes e por instrumentos distintos, conforme o modelo regulatório do SFI.

O retorno financeiro do credor é fixado pelo *contrato* realizado com o devedor. Por exemplo, no caso de um contrato de financiamento para aquisição de um imóvel, a forma como o devedor irá pagar o credor pelo crédito adquirido é fixada nas cláusulas contratuais. O devedor e o credor, nessa relação, são semelhantes aos sujeitos do financiamento habitacional do SFH. Já o investidor, isto é, o sujeito que adquire o CRI, tem o retorno financeiro do seu investimento estipulado no Termo de Securitização – instrumento utilizado pela securitizadora para conectar o crédito imobiliário ao CRI. Essa definição ocorre em um segundo momento, pois depende da existência de uma relação anterior entre devedor e credor, a qual origina os créditos imobiliários que serão securitizados. No entanto, ainda que a definição dos retornos financeiros do credor e do investidor ocorra em momentos diferentes, esses retornos são mutuamente dependentes. Isto porque, como os rendimentos auferidos pelos investidores com o CRI provém dos pagamentos feitos pelos devedores, há uma relação intrínseca entre o que é acordado entre o devedor e o credor e o que o investidor recebe.

A correção monetária, no SFI, tem tratamento consideravelmente distinto, se comparado ao SFH. No modelo criado nos anos 1990, não há regra sobre a forma como deve ser feita a correção monetária do saldo devedor da dívida, o reajuste das prestações e a atualização das taxas de juros das operações realizadas no âmbito desse sistema. Conforme disposto na Lei nº 9.514/97, no SFI as partes possuem liberdade para pactuar as regras do financiamento imobiliário. Essa liberdade de contratação que o SFI garante vale

tanto para os contratos estabelecidos entre o devedor e o credor, como para os Termos de Securitização das companhias securitizadoras.

Nos anos 1990, como já descrito, tornou-se comum o discurso que o SFH enfrentava problemas na sua capacidade de financiamento em razão da forte intervenção estatal e pela intensa regulação. Por isso, uma das saídas apontadas era precisamente a formulação de um sistema de financiamento mais flexível, que desse liberdade para as partes decidirem os termos em que se daria o financiamento.

A desregulamentação observada nos mecanismos de controle da remuneração do capital foi objeto de debate ainda na gestação legislativa do SFI, no Congresso Nacional. Durante os debates sobre a criação do novo modelo, foi instituída na Câmara dos Deputados uma comissão especial denominada "Comissão Especial de Política Nacional de Habitação". A ABECIP foi convidada pelo Presidente da Comissão para participar dos debates e auxiliar da reformulação do SFH. Em pronunciamento nessa comissão, o presidente da ABECIP à época, João Batista Gatti, afirmou que:

> Quanto a esse aspecto (segurança das relações contratuais), o novo ordenamento deve evitar a excessiva regulamentação do setor que administra os recursos captados junto ao público. Deve a norma limitar-se às diretrizes básicas programáticas, abrindo perspectivas para que o mercado por si só ajuste, de modo que os agentes econômicos atuem nas múltiplas formas de captação e financiamento para a construção de novas moradias (ABECIP, 1994).

Em outro momento, a ABECIP reforça esta visão ao explicar o funcionamento do SFI:

> Na prática, o SFl é um sistema simples, objetivo e desburocratizado. Com a liberdade de negociação entre as partes, haverá maior volume de crédito, menores custos e maior facilidade para a obtenção de um financiamento. O SFI atrairá os grandes investidores, que, assim, fornecerão maiores recursos para o financiamento imobiliário em geral (ABECIP, s/d, p. 5)

A ideia que orientou a formulação do SFI e que, posteriormente, seria refletida exemplarmente na desregulamentação dos controles sobre a remuneração do capital era de um modelo em que o mercado tivesse autonomia para contratar, sem ser constrangido pelas limitações impostas pelo Estado. O mercado, por si próprio, teria melhores condições para estabelecer os parâmetros do financiamento do que o Estado. A lógica subjacente à desregulamentação é compreensível. Este seria um mecanismo necessário à solução da percebida falência de recursos do SFH porque a obtenção de recursos para o financiamento dependeria de retornos atrativos. Tendo o mercado liberdade para determinar a taxa de

remuneração do capital, as suas próprias dinâmicas internas eventualmente tornariam esse investimento rentável e, assim, irrigariam o sistema de recursos.

Dentre as limitações impostas pelo SFH que deveriam ser superadas pelo SFI estava, também, a fixação da taxa da juros. Um dos problemas da taxa de juros fixa do SFH seria a pouco atratividade da poupança voluntária (Santos, 1999). Isso quer dizer que as taxas de juros estabelecidas pelo BNH, durante sua existência, não eram suficientemente atraentes para captar recursos para o SBPE, a fonte de recurso do SFH proveniente da poupança voluntária. Além disso, as cadernetas de poupança sofreram forte impacto com os planos econômicos implementados a partir da segunda metade dos anos 1980, em função do bloqueio de parte do saldo e do volume de saques espontâneos (ABECIP, 1994). A redução do volume de recursos captado "se deu principalmente em função da perda de competitividade em relação aos demais papéis oferecidos no mercado financeiro, uma vez que pesava sobre a Caderneta a impossibilidade de elevação da taxa de juros" (ABECIP, 1994, p. 29).

A fixação das taxas de juros seria então um dos motivos da perda de capacidade de financiamento do SFH e que, portanto, não deveria se repetir no novo modelo de financiamento imobiliário. A pressão para abolir as taxas de juros fixas nos contratos de financiamento habitacional era ainda maior, já que vários países haviam tomado medidas no sentido de liberalização dos contratos e desregulamentação das taxas de juros nos anos 1980 e 1990 (FGV, 2007, p. 17) [75].

Dessa forma, consolidou-se na Lei nº 9.514/97 o entendimento de que caberia às partes estabelecer as taxas de juros dos contratos de financiamento, pois a liberdade de contratação é uma das diretrizes do SFI. Além disso, a Lei nº 10.931/04, formulada com o intuito de "aperfeiçoar" o SFI, estendeu a todos os contratos de comercialização de imóveis, financiamento imobiliário e arrendamento mercantil de imóveis, bem como para os títulos e valores imobiliários que tenham como lastro esses contratos, a possibilidade de adotar cláusula de reajuste com periodicidade mensal com base nos índices de preços setoriais ou gerais ou no índice de remuneração básica dos depósitos de poupança, desde que tenham prazo de no mínimo 36 meses [76] (Lei nº 10.931/04, art. 46). Nota-se que a Lei

[75] Dentre as medidas de liberalização dos contratos e desregulamentação das taxas de juros citadas em relatório sobre o crédito imobiliário da Fundação Getúlio Vargas estão: Bélgica, 1987; Dinamarca, 1982; Espanha, 1987; Finlândia, 1986/87; França, 1987; Grécia, 1987; Irlanda, 1986; Suécia, 1985.

[76] Para Aragão, seria mais interessante para o SFI adotar um meio termo entre a taxa de juros fixa e a variável, o que é chamado de "taxas fixas de juros com repactuação periódica, já que as taxas flutuantes ainda representam um risco relativamente elevado para países que apenas se iniciam no caminho da estabilidade monetária, como é o caso do Brasil" (Aragão, 2003, p. 528).

nº 10.931/04 não impôs aos contratos uma determinada maneira de calcular a taxa de juros, como havia no SFH a partir do tipo de plano que o mutuário estava enquadrado, mas autorizou a possibilidade de adoção dos índices de preços setoriais ou gerais ou da Taxa Referencial (TR) como formas de reajustes em determinados tipos de contratos. Por isso, é comum que os contratos de financiamento atuais adotem o IGP-M (índice geral de preços do mercado) ou a TR como base de cálculo da taxa de juros.

A fixação da taxa de juros não era a única limitação que o SFH estabelecia aos financiamentos imobiliários e que recebeu críticas do mercado. A correção monetária e os reajustes das parcelas de pagamento também foram apontados como questões que necessitavam serem revistas na estruturação do novo modelo de financiamento imobiliário. Até 1973, por exemplo, o saldo da dívida dos contratos de financiamento do SFH era corrigido segundo a variação da correção monetária do período, enquanto as prestações eram reajustadas com base na variação do maior salário mínimo vigente no país. Na visão dos críticos do modelo do direito do financiamento habitacional, o problema dessa política era o potencial descompasso entre a evolução do saldo devedor e das prestações num cenário em que os índices de inflação crescessem num ritmo mais acelerado do que os índices de reajuste dos salários (ABECIP, 1994).

Entre 1973 e 1983, como já visto, houve uma mudança no indexador do reajuste das parcelas, passando do salário mínimo para o UPC. O resultado foi que, no geral, durante esse período, as prestações foram reajustadas abaixo da variação do salário mínimo (ver Quadro 1). Essa política do BNH também foi criticada, sob o argumento de que o governo federal "ao invés de deixar que essa diferença se incorporasse às prestações, decidiu limitar os reajustes ao índice de correção dos saldos devedores, além de estender esse critério a todos os contratos firmados anteriormente" (ABECIP, 1994, p. 49). Como descrito no capítulo anterior, em 1983, após pressão de segmentos organizados dos mutuários e do aumento do nível de inadimplência, o salário mínimo voltou a ser utilizado como parâmetro para o reajuste das prestações. Essa política de vinculação dos reajustes ao salário mínimo, combinada com o congelamento das prestações dos mutuários pelos planos econômicos da década de 1980, teria sido responsável, na visão da ABECIP e de outros críticos do modelo, pelo desequilíbrio gerado no SFH.

Segundo dados da ABECIP, essa política teria gerado uma distorção para o sistema, em que "a quase totalidade dos financiamentos entrou em fase de amortização negativa, ou seja, o saldo devedor passou a crescer em termos reais, devido às prestações não serem suficientes para cobrir as parcelas correspondentes aos juros" (ABECIP, 1994, p. 51).

Apoiado nesse diagnóstico, os agentes do mercado passam a reivindicar o fim do controle estatal sobre os reajustes das parcelas do financiamento e sobre o cálculo da correção monetária do saldo da dívida.

Assim, no SFI, não estão previstos mecanismos de controle sobre o reajustes das parcelas do financiamento, tal como no caso dos juros. Mais do que isso, para extinguir de vez a possibilidade de reajuste com base na variação do salário mínimo, a Lei nº 10.931/04 vedou a celebração de contratos que contenham cláusula de equivalência salarial ou de comprometimento de renda e a inserção de cláusulas desse tipo nos contratos firmados antes da entrada da lei em vigência (Lei nº 10.931/04, art. 48). O SFI, portanto, não conta com nenhum dos instrumentos de controle da remuneração do capital que o SFH teve a sua disposição desde sua criação. Como previsto na Lei nº 9.514/97, não há limitações às operações do SFI, apenas condições que devem ser observadas, como: (i) reposição integral do valor emprestado e respectivo reajuste; (ii) remuneração do capital emprestado às taxas convencionadas no contrato; (iii) capitalização dos juros; e (iv) contratação, pelo tomadores de financiamento, de seguros contra os riscos de morte e invalidez permanente (Lei nº 9.514/97, art. 5º). Todas essas condições têm como finalidade garantir o retorno do financeiro do capital aplicado nas operações do SFI e, sobretudo, tornar atrativo o investimento em CRI no mercado de capitais.

O que é interessante notar é que o SFI foi criado explicitamente sem a preocupação de controlar o mercado em favor dos adquirentes da casa própria, especialmente os de baixa renda, como fez o SFH em determinados momentos. A história da formulação do SFI, tal como contada pelos seus instrumentos regulatórios, na verdade, se revela inversa: desde o início, o foco foi negar a necessidade de limitar as taxas de juros, a correção da dívida e os reajustes das parcelas.

Ao delegar para os agentes privados a definição das taxas de juros dos contratos de financiamento e a forma do cálculo do reajuste das parcelas e da dívida, o SFI buscou, como justificaram seus criadores, corrigir os "problemas" do SFH, sobretudo o baixo retorno dos investimentos. Quem se beneficia da desregulamentação sobre a remuneração do capital no SFI são, portanto, tanto os credores, quanto os investidores, que não têm seus rendimentos restringidos por imposições legais potencialmente danosas e vinculadas aos objetivos de uma política social – no caso, a política habitacional.

Se, por um lado, no SFH existia uma tensão entre mediadas que ora beneficiariam mais o credor, ora devedor, no SFI esses conflitos estão ausentes, pois o pressuposto é a capitalização dos investimentos e a expansão do crédito imobiliário. Dissolvem-se, assim,

no SFI, contradições internas ao SFH – mas, é preciso notar, dissolvem-se em um sentido específico.

A imagem do SFI construída a partir dos instrumentos de regulação da remuneração de capital, portanto, é de que este é um modelo de financiamento menos regulado e que, por isso, garante maior liberdade para as partes negociarem. No entanto, como analisarei no próximo ponto, a flexibilidade regulatória desse modelo não é absoluta.

3.3.2. Garantias

Se, como descrito anteriormente, a principal finalidade do modelo regulatório instituído pelo SFI é expandir o crédito disponível para o financiamento do setor imobiliário, o meio mais importante para atingir esse objetivo seria um conjunto de "rigorosos mecanismos de segurança e proteção ao investidor" (Justificativa, PL nº 3.242/1997). Esses instrumentos seriam responsáveis por facilitar a captação de recursos, dinamizando o mercado, e por oferecer garantias extras aos investidores. Se os instrumentos de controle da remuneração do capital não deixam tão evidente quem é o sujeito de direitos a que busca se proteger no SFI, os mecanismos de garantia revelam de maneira cristalina o principal beneficiário desse modelo.

A análise dos mecanismos de garantia dos modelos de financiamento refere-se a medidas que aumentam as garantias efetivas de retorno dos recursos aplicados, que podem ser instrumentos que ampliem o nível de proteção dos credores e investidores em caso de insolvência ou que assegurem a liquidez do sistema. Dentre os instrumentos que aumentam a proteção dos credores e investidores analisados neste ponto estão o regime fiduciário, o patrimônio de afetação, a alienação fiduciária e a cessão fiduciária de direitos creditórios. Já entre os instrumentos que garantem a liquidez do sistema estão o FGTS e o SBPE.

Para tanto, foram elaborados mecanismos inovadores, que promoveram modificações importantes no ordenamento. Um desses instrumentos faz coro à proposta do BID de segregar os títulos emitidos pela securitizadora do seu patrimônio comum, como forma de proteger o investidor na hipótese de falência da companhia (BID, 2004a). Denominado "regime fiduciário", este instrumento de garantia mantém os créditos imobiliários apartados do patrimônio comum da companhia securitizadora, constituindo um patrimônio especial (Lei 9.514/97, art. 9º ao 15). Esse crédito imobiliário, por sua vez, fica vinculado apenas aos títulos emitidos pela securitizadora para o qual ele serviu de lastro. É como se houvesse uma proteção a esse crédito, que o separa do restante do

patrimônio da securitizadora, e que o conecta apenas aos títulos gerados a partir dele. A própria justificativa do projeto de que criou o SFI afirma que

> pela fidúcia, os créditos serão excluídos do patrimônio comum da companhia securitizadora e passarão a constituir um patrimônio separado, com o propósito específico e exclusivo de responder à realização dos direitos dos investidores (Justificativa, PL nº 3.242/1997).

Como esse patrimônio está apartado do patrimônio comum, no caso de falência da securitizadora, esses créditos que constituem o patrimônio especial estão isentos de qualquer ação ou execução movida pelos credores da respectiva companhia. Esse instrumento serve para garantir, portanto, que o crédito que lastreia o título não será executado em caso de insolvência da securitizadora, o que significa que os rendimentos do investidor que adquiriu o título estão assegurados. Por isso, a Lei nº 9.514/97, ao criar a figura do regime fiduciário, reconhece os adquirentes dos títulos, isto é, os investidores, com os beneficiários desse regime.

Para que seja constituído o regime fiduciário sobre os créditos imobiliários, basta que a securitizadora faça uma declaração unilateral, no Termo de Securitização, juntamente com a indicação do agente fiduciário, a quem caberá defender os interesses dos investidores (Lei nº 9.514/97, art. 10). O agente fiduciário designado pela companhia securitizadora no caso da opção pelo regime fiduciário pode ser qualquer instituição financeira ou companhia autorizada para esse finalidade pelo BACEN (Lei nº 9.514/97, art. 9º).

Conforme estabelecido legalmente, cabe ao agente fiduciário "zelar pela proteção dos direitos e interesses dos beneficiários, acompanhando a atuação das companhia securitizadora na administração do patrimônio separado" e "adotar as medidas judiciais ou extrajudiciais necessárias à defesa dos interesses dos beneficiários, bem como à realização dos créditos afetados ao patrimônio separado, caso a companhia securitizadora não o faça" (Lei nº 9.514/97, art. 13, I e II). Dessa maneira, o regime fiduciário é um instrumento que visa a proteger os direitos e interesses dos investidores. Por outro lado, não está sob o seu escopo a promoção de qualquer mecanismo do devedor que, em última análise, está na ponta da operação de securitização. Por isso, a instituição do regime fiduciário do patrimônio da securitizadora é vista como sendo central para o SFI, já que "trata-se de medida inovadora e que certamente conferirá novo impulso à securitização de créditos (Chaves, 2006, p. 93).

O regime fiduciário guarda grande semelhança com outro instrumento criado pela Lei nº 10.931/04: o patrimônio de afetação (art. 1º ao 10). O objetivo é idêntico ao do regime fiduciário: segregar parte do patrimônio do titular que deverá atender a uma destinação específica. Como pontua Aragão, "a segregação de um bem ou direito para atender a determinados objetivos não implica sua retirada definitiva do patrimônio do titular mas exclui esse bem ou direito das ações dos credores, enquanto perdurar o encargo" (Aragão, 2003, p. 494).

Diferentemente do regime fiduciário, porém, que se aplica para as companhias securitizadoras, o patrimônio de afetação é um instrumento formulado para as incorporadoras. Assim, caso o incorporador opte pelo regime de afetação, o terreno, as acessões e todos os demais bens e direitos vinculados à incorporação passam a constituir patrimônio separado do patrimônio geral do incorporador (Lei nº 10.931/04, art. 53). Esse instrumento foi criado como uma tentativa de recuperar a confiança no setor imobiliário, que foi abalada nos anos 1990 com um caso de gigantesca repercussão pública: a falência da Encol. Com a derrocada financeira da empresa, "mais de 42 mil clientes que já haviam pagado total ou parcialmente seu imóvel ficaram sem a entrega dos apartamentos" (Royer, 2009, p. 118).

Ao segregar os bens e direitos vinculados a um determinado empreendimento do restante dos ativos da incorporadora, o patrimônio de afetação separaria os recursos financeiros desse empreendimento, que passariam a ter demonstrativos e escrituração contábil própria (Lei 10.931/04, art. 1º). Assim, da mesma maneira que no regime fiduciário, os ativos do empreendimento objeto do patrimônio de afetação ficariam protegidos de eventual falência do incorporador, pois não responderiam por dívidas e obrigações contraídas pelo incorporador que não estejam diretamente vinculadas a esse empreendimento.

Na lógica do SFI, esse mecanismo reforçaria a segurança do investidor, o qual passa a estar protegido não apenas no caso da falência da securitizadora, mas também do incorporador. Isso adquire ainda mais relevância porque o incorporador pode ocupar a posição de originador do crédito imobiliário na operação de securitização. Como não há uma limitação legal de quem pode originar os créditos que serão cedidos para securitização, os incorporadores assumem essa função e são incorporados ao circuito da operação. Assim, nota-se que, no SFI, seus principais instrumentos regulatórios não apenas segregaram o patrimônio da securitizadora dos créditos objeto da securitização, mas também garantiram que, na ponta, no originador do crédito, os ativos do empreendimento vinculados ao

crédito imobiliário também estejam apartados do patrimônio geral do incorporador. Dessa forma, o patrimônio da afetação pode ser visto como mais um instrumento do SFI desenhado para proteger o investidor.

Dentre os instrumentos criados no âmbito do SFI, sem dúvida, o mais importante foi a aplicação da alienação fiduciária para os contratos de bens imóveis. A hipoteca e a alienação fiduciária, tal como a cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de contratos de alienação de imóveis, que será abordada mais adiante, são instrumentos de garantia conforme o conceito jurídico do termo, previstos na Lei nº 9.514/97, art. 17. Se os instrumentos de garantia são o eixo de sustentação do SFI, a alienação fiduciária é a engrenagem central desse sistema de financiamento. Na própria justificativa do projeto de lei do SFI, a alienação fiduciária é tratada como a "verdadeira pedra angular do novo modelo de financiamento habitacional", pois oferece "segurança quanto à execução sem delongas da garantia, o contrato da alienação fiduciária constitui poderoso estímulo ao crédito" (justificativa, PL nº 3.242/1997).

Como apontado no capítulo anterior, pelas dificuldades visualizadas como típicas do SFH em possibilitar a execução da coisa hipotecada e pela limitação dos efeitos da hipoteca ao terceiro que adquire o imóvel de boa-fé, a hipoteca tornou-se um instrumento de garantia desacreditado. Esse tipo de garantia era considerado obsoleto e incapaz de fornecer a segurança que o novo modelo de financiamento necessitava (Restiffe Neto; Restiffe, 2009; Chalhub, 2006). Assim surge a alienação fiduciária de bens imóveis, como um instrumento de garantia alternativo à hipoteca. A alienação fiduciária teria sido criada, dessa forma, para "suprir importante lacuna de garantias do direito brasileiro" e assegurar que o atraso no pagamento do financiamento imobiliário seja resolvido em "em prazos compatíveis com a economia moderna" (Chalhub, 2006, p. 247-248).

Apesar de apresentada como grande inovação do SFI, a alienação fiduciária já estava presente na legislação brasileira desde meados da década de 1960 – ou seja, curiosamente, era contemporânea ao próprio SFH. O art. 66 da Lei nº 4.728/65, que disciplina o mercado de capitais, introduziu o conceito da alienação fiduciária no sistema jurídico nacional. Nos anos seguintes, o negócio fiduciário foi disciplinado pelos Decretos-lei nº 70/66 e nº 911/69, pela Lei nº 6.404/76, a Lei de Sociedades por Ações; a Lei nº 8.668/93, que criou os Fundos de Investimentos Imobiliários (FII); e a Lei nº 8.929/94, que institui a Cédula de Produto Rural. A diferença entre a alienação fiduciária pré-SFI e aquela instituída pelo sistema é que, até a Lei nº 9.514/97, esta garantia só era possível para contratos que tivessem como objeto bens *móveis*. Por isso, a novidade que o SFI

introduziu a um conceito já inserido no ordenamento há mais de 30 anos foi a ampliação da aplicação da alienação fiduciária para os contratos de bens *imóveis*.

Ao definir a alienação fiduciária típica do SFI, Chalhub afirma que essa "é uma espécie de negócio em que se utiliza a transmissão da propriedade para fins de garantia" (Chalhub, 2006, p. 249). O devedor transfere a propriedade do imóvel ao credor como forma de garantia do pagamento da dívida, cabendo ao devedor a posse direta do imóvel e ao devedor a posse indireta. Aí reside a diferença central entre a alienação fiduciária e a hipoteca: nesta o devedor retém o bem gravado como garantia de uma obrigação, enquanto naquela o devedor transmite temporariamente a propriedade ao credor, que a mantém em seu domínio até que a dívida seja paga. Como resume Chalhub (2006, p. 249) "enquanto a hipoteca é direito real em coisa alheia, a propriedade fiduciária é direito real em coisa própria".

A principal consequência disso é a segregação patrimonial do imóvel objeto da alienação fiduciária, que constitui um patrimônio de afetação apartado do patrimônio do credor e do devedor. Na eventual insolvência do credor ou devedor, como o imóvel não integra a massa falida de nenhuma das partes, fica protegido da execução (Chalhub, 2006). A alienação fiduciária transfere a propriedade para o credor de forma temporária e transitória, por isso é classificada como propriedade resolúvel (Lei nº 9.514/97, art. 22). Se a dívida for quitada, a propriedade é transferida de forma definitiva para o devedor. Por outro lado, caso o devedor não quite a dívida, a propriedade consolida-se em nome do credor.

Assim como outros elementos regulatórios em que já foi observada a convergência com a agenda de reforma das agências internacionais, também a alienação fiduciária pode ser identificada como parte das soluções aos sistemas de financiamento propostas a partir dos anos 1990. Em evento promovido em 2003 pelo Banco Mundial, por exemplo, Stephen B. Butler, consultor do Banco e de outras organizações internacionais, para as áreas de habitação e desenvolvimento urbano, propôs a sua adoção por países que ainda não tivessem tal instituto em seu modelo regulatório.

O credor, na visão de Butler, estaria mais protegido do risco do investimento se fossem adotados instrumentos legais que mantivessem a propriedade sobre o domínio do credor enquanto a dívida não fosse quitada pelo devedor (Butler, 2003). O resultado, nessa lógica, seria não apenas que o credor ficaria mais protegido pela alienação fiduciária, mas também que o investidor que adquire títulos lastreados nos créditos imobiliários que contam com esse tipo de garantia estaria sujeito a riscos menores.

A defesa de que esse instrumento seria importante para a expansão do financiamento imobiliário como um todo levou a mudanças na lei para que fosse consolidado e estendido o alcance dessa garantia, como a inclusão, em 2004, da alienação fiduciária no Código Civil (Lei nº 10.931/04, art. 58). No mesmo ano, a Lei nº 11.076/04 [77] introduziu mudanças na lei do SFI, autorizando a contratação da alienação fiduciária por qualquer pessoa física ou jurídica. Dessa forma, a alienação fiduciária deixou de estar restrita às operações realizadas no âmbito do SFI e permitiu que mesmo quem não opere nesse sistema também utilize esse tipo de garantia.

O argumento para essa mudança era que a extensão da garantia fiduciária para além do SFI permitiria uma homogeneização dos créditos, o que facilitaria sua circulação no mercado (Chalhub, 2006). A permissão da utilização da alienação fiduciária de forma genérica levaria, nesse raciocínio, a uma harmonização das linhas de operação de mercado, "de forma a viabilizar a constituição de créditos homogêneos e, por isso suscetíveis de circular com mais facilidade, sem obstáculos do mercado, ensejando a captação de recursos em larga escala para esse setor de produção" (Chalhub, 2006, 256). Seguindo nessa lógica, a homogeneização dos contratos, a partir da alienação fiduciária, levaria à superação das barreiras que estariam presentes se os contratos fossem diferentes e auxiliaria, por fim, a Lei nº 9.514/97 a cumprir seu principal objetivo: a livre circulação do crédito (Chalhub, 2006, p. 265).

Não é dizer, contudo, que a Lei nº 9.514/97 já não contasse com dispositivos criados para facilitar a circulação de crédito e o funcionamento do mercado secundário. Ao regular a mudança da posição contratual do credor, a Lei nº 9.514.97, no art. 35, dispensou que o devedor fosse notificado sobre essa cessão de crédito para um novo credor, previsão diferente da estabelecida pelo art. 290 do Código Civil [78]. Além disso, a cessão da posição do credor não constitui hipótese de incidência de imposto de transmissão *inter vivos*[79] - mais uma medida que contribui para a simplificação e celeridade da cessão de crédito. Assim, além de reforçar a proteção ao credor e ao investidor, a generalização da alienação fiduciária como instrumento de garantia teria a função de facilitar a circulação do crédito e, consequentemente, potencializar o mercado imobiliário.

---

[77] A Lei nº 11.076/04, posteriormente, foi revogada pela Lei nº 11.481/07, mas foi mantido o dispositivo que autoriza a contratação da alienação fiduciária por qualquer pessoa física ou jurídica.

[78] "Art. 290. A cessão do crédito não tem eficácia em relação ao devedor, senão quando a este notificada; mas por notificado se tem o devedor que, em escrito público ou particular, se declarou ciente da cessão feita."

[79] A cessão da posição contratual do credor-fiduciário não configura entre as hipóteses do art. 156, II da Constituição Federal que trata da incidência do imposto de transmissão *inter vivos*. Contudo, a cessão da posição do devedor-fiduciante configura entre as hipóteses de incidência do imposto de transmissão por ser transmissão de direito real sobre imóvel.

Interessante notar que a ampliação do alcance da alienação fiduciária ocorreu primeiro pela via regulatória, antes mesmo, portanto, da mudança legislativa de 2004. Em 1998 – no contexto de estruturação do SFI, portanto – o BACEN, na Resolução nº 2.480, de 26/03/1998 [80], autorizou a aplicação da alienação fiduciária nos contratos celebrados pelo SFH. Segundo Restiffe e Restiffe Neto, a possibilidade de ação da alienação fiduciária como garantia nos contratos do SFH foi um "esforço para revitalização do combalido SFH, que mais é um sistema social que um sistema de mercado, como o é o SFI" (Restiffe Neto e Restiffe, 2009, p. 20). Isto é, a introdução da alienação fiduciária nos contratos do SFH foi mais uma tentativa de aproximá-lo do modelo de financiamento em que o mercado define quais são as condições em que o sistema opera, como é a lógica de funcionamento do SFI. Além disso, chama atenção o fato dessa mudança de lógica promovida pelo SFI no SFH ter sido operacionalizada pela via regulatória. Isto significa que, um sistema de garantias historicamente estruturado em um formato jurídico rígido – nas leis que deram forma ao SFH – teve seu sentido substantivamente modificado também por vias jurídicas distintas – neste caso, pela forma flexível da regulação produzida no BACEN.

Concepção idêntica a que, segundo Restiffe Neto e Restiffe (2009) motivou essas transformações regulatórias pelo BACEN pode ser identificada nos discursos da ABECIP. No mesmo ano de 1998, o ex-presidente da ABECIP, Anésio Abdalla, publicou artigo jornalístico defendendo a importância da alienação fiduciária para os contratos imobiliários. Fazendo referência ao exemplo do setor automobilístico, Abdalla sustentava que desde que a alienação fiduciária passou a ser adotada nos contratos de bens móveis, no final dos anos 1960, houve "um extraordinário desenvolvimento do mercado de veículos" e, por isso, "a aplicação da alienação (fiduciária) tem tudo a ver com o êxito da indústria automobilística" [81].

A forma como o presidente da ABECIP aborda, nesse texto, a importância da alienação fiduciária na concessão de crédito é emblemática: ao equiparar o financiamento habitacional ao de um automóvel, Abdalla considera a moradia como um bem de consumo. A instituição da alienação fiduciária, portanto, sendo uma "importação" do universo dos bens móveis, tanto no plano discursivo quanto regulatório acaba por promover uma ressignificação da dimensão habitacional ou imobiliária – trata-se de bens de consumo, não

[80] Essa resolução foi revogada, sendo atualmente o art. 15, II, do Regulamento anexo à Resolução nº 3.932, de 16/12/2010, que estabelece a alienação fiduciária como uma das garantias do SFH.
[81] "Alienação fiduciária e crédito imobiliário", Folha de S. Paulo de 03/05/1998.

mais de direitos sociais, como no SFH. Como bens de consumo, não necessitam de rígido controle estatal, devendo ser regulados pelo mercado.

Há outros instrumentos que, associados à alienação fiduciária, completam o leque de garantias das operações que ocorrem no SFI. Dentre eles, está a cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de contratos de alienação de imóveis (Lei nº 9.514/97, art. 17, II). Essa garantia, contudo, não é uma inovação introduzida pelo SFI. Pelo contrário, assim como a alienação fiduciária, a origem da cessão fiduciária de crédito em garantia remonta a 1965 – contexto de um série de inovações financeiras, dentre elas o próprio SFH –, tendo sido instituída pela Lei nº 4.728/65, art. 66.

A alienação fiduciária e a cessão fiduciária de direitos creditórios são dois instrumentos de garantias similares, com a diferença que, enquanto a primeira tem como objeto do contrato um bem imóvel, a segunda garante um direito creditório, ou seja, um bem móvel. Já entre a Lei nº 4.728/65, Lei do Mercado de Capitais, e a Lei nº 9.514/97, há uma mudança quanto à abrangência do conceito. Na Lei do Mercado de Capitais, a cessão fiduciária de crédito em garantia tinha uma aplicação restrita, limitada apenas aos créditos oriundos de financiamento habitacional no âmbito do SFH (Lei nº 4.728/65, art. 21 e 22). Como descreve Aragão (2003, p. 387), o objetivo da Lei do Mercado de Capitais de 1965 "era a expansão do crédito somente no setor habitacional e, nesse sentido, destinava-se a titularidade fiduciária resultante da cessão a servir como garantia dos financiamentos da produção de imóveis habitacionais".

A Lei nº 10.931/04, ao introduzir o art. 66-B na Lei nº 4.728/65 expandiu a aplicação desse tipo de garantia, estendendo-a aos bens móveis e de direitos creditórios em geral. Assim, o funcionamento da cessão fiduciária de direitos creditórios se assemelha ao da alienação fiduciária. No caso da cessão fiduciária de crédito em garantia, o credor-cedente (fiduciante), ao tomar um empréstimo, transfere os seus direitos de crédito para o cessionário (fiduciário) como garantia de pagamento da dívida. Essa transferência é temporária e se estende somente até quando perdurar o crédito. Assim, por tratar-se de negócio fiduciário, os créditos objeto da cessão são excluídos do patrimônio do cedente e passam a constituir patrimônio especial, o que os protege de eventual insolvência do cedente. Fazendo uma previsão sobre a utilização desse instrumento de garantia, Chalhub afirma que "no que tange à cessão fiduciária de créditos imobiliários (...) é de se admitir que só venha a ter larga aplicação no setor da produção imobiliária, pois é nesse campo que ocorrerá maior demanda por financiamento" (Chalhub, 2006, p. 393)

Na prática, no caso da securitização de créditos imobiliários, a cessão fiduciária de crédito em garantia é a aplicação da alienação fiduciária "um degrau acima", isto é, na relação entre o credor e a securitizadora. A diferença é que, ao invés de ter como objeto um bem imóvel, na cessão fiduciária de crédito em garantia o objeto é o próprio crédito imobiliário, ou seja, um bem móvel. Dessa forma, a cessão fiduciária de créditos imobiliários completa o ciclo das garantias em torno da operação de securitização [82]. As garantias criadas pelas Leis nº 9.514/97 e nº 10/931/04 buscam proteger a operação de securitização nos seus diferentes momentos, desde a cessão do crédito imobiliário até a emissão do título mobiliário que tem esse crédito como lastro.

Enquanto a alienação fiduciária e a cessão fiduciária de crédito em garantia atuam nas relações entre devedor-credor e credor-securitizadora, o patrimônio de afetação e o regime fiduciário são garantias que incidem no próprio patrimônio da incorporadora e da securitizadora. A existência de tantos tipos diferentes de garantias, ao final, tem como objetivo ampliar a segurança jurídica do credor e do investidor, protegendo-os contra a insolvência. O regime fiduciário, o patrimônio de afetação e a alienação fiduciária são exemplos, portanto, das mudanças regulatórias promovidas pelo SFI com o objetivo de oferecer maior proteção ao credor e ao investidor e mais eficácia na aplicação da lei e, assim, impulsionar o oferecimento de crédito para o setor imobiliário.

É possível observar esse mesmo movimento no mercado de capitais como um todo, em especial nas mudanças regulatórias foram realizadas com a intenção de alavancar o mercado de ações no Brasil. A introdução de mecanismos de governança corporativa que proporcionam maiores garantias ao mercado de capitais brasileiro, segundo Gilson, Hansmann e Pargendler, estaria diretamente relacionada à ampliação pela qual esse mercado passou na última década (Gilson; Hansmann; Pargendler, 2010). As mudanças regulatórias que garantiram maior proteção ao investidor, como a criação do "Novo

[82] A classificação do risco da emissão (*rating*) também constitui um instrumento de garantia, pois avalia a companhia securitizadora "de acordo com o risco de inadimplência quanto ao pagamento dos juros e principal de uma emissão de títulos específicas ou de emissões em geral" (Chaves, p. 186). Quem realiza essa classificação são as agências de *rating*, que podem ser pessoas físicas ou jurídicas, contratadas e pagas pelas próprias emissoras dos títulos. Apesar de serem contratadas pelas emissoras, a função das agências de *rating* é assessorar os investidores sobre quais são os melhores investimentos, já que o *rating* corresponde a uma nota ou símbolo concedido ao emissor em função do risco de cumprir o que foi pactuado. No entanto, por mais que a classificação do risco seja um instrumento útil ao investidor no momento de decidir em quê aplicar seus investimentos, o *rating* não é instrumento regulatório previsto na legislação nacional. Apesar do serviço das agências ser formalmente reconhecido pela Resolução CMN nº 3.121, de 25/09/2003, não existe uma definição no ordenamento nacional sobre o que é e como deveria ser feita a classificação do risco. Isso não significa a inexistência de uma regulação específica sobre essa matéria. Atualmente, a regulação é feita internacionalmente pelo Código de Conduta da *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), organização compostas pelas autoridades reguladoras da securitização nos países, da qual a CVM é membro.

Mercado" e a divulgação das empresas que adotam medidas de governança corporativa maiores do que as que são exigidas por lei, seriam as responsáveis pelo incremento no volume de IPOs no mercado de capitais brasileiro ocorrido após os anos 2000 (Gilson; Hansmann; Pargendler, 2010).

Essas alterações no ordenamento teriam auxiliado justamente a transpor a "barreira" da proteção ao devedor, fator constantemente apontado como inibidor do desenvolvimento do mercado no Brasil. Essa dificuldade se expressa na chamada "hipótese da incerteza jurisdicional", afirmada, sobretudo, por economistas que buscaram descrever como o direito brasileiro regula a relação entre credores e devedores. Por exemplo, Arida, Bacha e Lara-Resende (2004) publicaram os resultados de pesquisa realizada com juízes brasileiros em que estes foram perguntados sobre o que deveria prevalecer no dilema entre a aplicação do contrato e a prática de justiça social. Segundo os pesquisadores, "apenas" 48% responderam que o contrato deve sempre prevalecer (Arida; Bacha; Lara-Resende, 2004). Para esses autores, esses dados indicariam a existência de fatores culturais e históricos que formam uma visão "anti-credor" dominante no Brasil[83], já que no país o devedor é visto de forma socialmente positiva, como alguém que gera empregos e bem-estar (Arida; Bacha; Lara-Resende, 2004). Apenas com a redução das "incertezas juridicionais[84]", por meio de mudanças na lei e na forma como os tribunais interpretam as normas, é que o credor teria garantia que o que foi acordado contratualmente seja cumprido e, assim, o país seria impulsionado rumo ao modelo de desenvolvimento almejado: o das baixas taxas de juros e de uma ampla oferta de crédito a longo prazo (Arida; Bacha; Lara-Resende, 2004). Neste contexto, medidas de garantia ao credor, tais como as que foram descritas no âmbito do SFI, seriam emblemáticas de uma transformação do modelo jurídico dominante no país.

Os últimos instrumentos de garantia elencados para análise integram os mecanismos relacionados à garantia de liquidez do SFI. Estes são caracterizados dessa forma porque, na prática, acabam exercendo a função de assegurar a liquidez do novo modelo de financiamento. Diferentemente do SFH, o SFI não possui fundos que estejam diretamente vinculados ao sistema. No entanto, ao longo dos anos foi criado um aparato regulatório que estabeleceu a conexão entre o SFI e os dois principais fundos que historicamente alimentam o SFH: o FGTS e o SBPE. A construção de canais entre os

---

[83] Pesquisa empírica realizada por Ferrão e Ribeiro apontam justamente no sentido oposto. A análise de 1.019 decisões judiciais dos tribunais brasileiro apontou "para um franco e consistente favorecimento da parte mais forte (Ferrão; Ribeiro, 2006).

[84] As "incertezas jurisdicionais" do Brasil, segundo os autores, está relacionada à insegurança sobre o cumprimento dos contratos e à interpretação, após a Constituição Federal de 1988, que a propriedade privada subordina-se a outros princípios constitucionais (Arida; Bacha; Lara-Resende, 2004).

principais fundos do SFH e o SFI foi feita a partir da regulamentação expedida por órgãos como o CMN e o Conselho Curador do FGTS (CCFGTS). Esses órgãos, desde 1998, tem editado resoluções com o objetivo de ampliar a captação de recursos, garantir a liquidez do sistema e, assim, alavancar os títulos de base imobiliária (Royer, 2009).

A ponte entre o SBPE e o SFI começou a ser construída ainda no final dos anos 1990. O CMN autorizou, por meio da Resolução nº 2.623 de 1999, que os recursos utilizados na compra de CRI vinculados a operações de financiamento habitacional fossem incluídos no cômputo dos recursos captados em depósitos de poupanças que devem obrigatoriamente ser direcionados ao financiamento habitacional. A flexibilização da utilização dos recursos desse fundo havia sido iniciada em 1997, quando a Resolução nº 2.458 obrigou que 70% dos recursos do SPBE fossem destinados ao financiamento habitacional, mas que apenas 30% desse montante deveriam ser aplicado em operações no âmbito do SFH.

Em 2002, a Resolução nº 3.005/02 autorizou a inclusão de outros instrumentos do SFI no cálculo das exigibilidades do SFH, como a LCI e a CCI [85], desde que representativas ou lastreadas em operações de financiamento habitacional nas condições ou no âmbito do SFH. Além disso, desde 2005 houve um estímulo extra na utilização dos recursos do SBPE em títulos do SFI, quando as instituições financeiras passaram a poder utilizar o fator de multiplicação [86] de 1,2 nas aplicações em CRI. Ou seja, com o fator de multiplicação, a compra de CRI tornou-se mais atrativa por ter um peso maior no cálculo dos recursos do SBPE que devem ser direcionados ao SFH.

No caso do FGTS, o canal com o SFI foi feito por meio da Resolução CCFGTS nº 375 [87], de 2001, que propôs a criação de uma linha de crédito destinada à aquisição de CRI e autorizou a CEF, agente operador do FGTS, a destinar o correspondente a até cem milhões de reais na compra desse título. O crédito que lastreia o CRI adquirido pela CEF deveria cumprir certos requisitos, como referir-se a financiamento de compra de imóveis residenciais novos, que ainda não tenham sido ocupados, e ter o valor financiado igual ou

[85] Apesar da LCI e da CCI serem atualmente reguladas pela Lei nº 10.931/05, esses instrumentos foram introduzidos ao ordenamento pelas Medidas Provisórias nº 2.221/2001 e nº 2.223/2001.

[86] Os fatores de multiplicação foram introduzidos pela Resolução nº 3.005/02 com o objetivo de "estimular o atendimento de faixas de menor renda, portanto, a expansão do SBPE *downmarket*" (Eloy, 2013). Inicialmente, esses fatores aplicavam-se apenas a financiamentos habitacionais abaixo de um determinado teto, tendo sua aplicação estendida aos CRI pela Resolução nº 3.259/05. Até 2010, o fator de multiplicação aplicava-se aos CRI com lastro imobiliário, o que foi alterado pela Resolução nº 3.932/10, que definiu que aplicação estava restrita aos CRI com lastro em financiamentos habitacionais.

[87] Posteriormente alterada pela Resolução CCFGTS nº 390/2002.

inferior ao teto admitido nas operações de crédito com recursos do FGTS na área de habitação popular.

Com isso, o FGTS passou a reservar uma parcela do seu orçamento para a compra de CRI. Em 2010, o investimento chegou ao volume de R$1,5 bilhão, sendo que seu recorde foi alcançado em 2011, quando o fundo investiu um valor recorde de R$ 2,8 bilhões na compra de CRI [88]. Desse total, R$ 1,5 bilhão eram créditos imobiliários originados pela própria CEF. Apesar de ter ocorrido uma redução do valor investido nos anos seguintes, o montante continuou expressivo, tendo sido adquiridos R$ 2,19 bilhões em CRI pelo FGTS,em 2012, e R$2,04 bilhões em 2013 (Uqbar, 2014). Além dos CRI, os recursos do FGTS também estão autorizados pela Resolução nº 578, de 2008, a adquirir debêntures e cotas de FII e FDIC que possuam lastro em operações de habitação.

Assim, percebe-se que o SBPE e o FGTS, fontes de financiamento originárias do SFH e duramente criticadas na época de gestação do novo modelo de financiamento por sua alegada insuficiência, tornaram-se fontes de recursos para investimento nos títulos financeiros do SFI, em especial o CRI. Nesse aspecto, há de certa maneira uma falha no SFI, que foi criado justamente com a finalidade de expandir o crédito disponível para o financiamento do setor imobiliário. A utilização dos recursos do FGTS e do SBPE com o SFI não significa que estão sendo atraídos novos capitais para o financiamento imobiliário, mas que os recursos do SFH estão sendo drenados para o SFI (Cagnin, 2012).

Além disso, os canais criados entre o SFH e o SFI significaram a flexibilização da utilização dos recursos dos fundos para a habitação. A partir desses canais, os recursos que antes eram utilizados no financiamento habitacional passaram a ser alocados no financiamento de imóveis comerciais, como escritórios, hotéis e shopping centers (Royer, 2009; Cagnin 2012; Eloy, 2013). Os fundos que compõem a estrutura do SFH, instituídos com o objetivo de financiar empreendimentos habitacionais e garantir o acesso à moradia para a população foram, assim, redirecionados para prover recursos para o SFI e alavancar o sistema. Por isso, o FGTS e o SBPE têm funcionado como instrumentos que asseguram a liquidez do SFI.

Conforme Royer, “a política elaborada a partir da lei nº 9.514/1997 não ousou propor o fim do SFH ou negar o crédito dirigido como um importante agente de acumulação do setor imobiliário no Brasil” (Royer, 2009, p. 160). Pelo contrário, o SFI

[88] Conforme reportagem da Revista Exame, de 14/11/2011. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/fgts-compra-cri-para-estimular-financiamento-imobiliario>. Acesso em: 30/06/2013.

utilizou-se do aparato estatal quando pareceu necessário, como apontam os instrumentos de garantia.

A análise dos instrumentos de solvência e dos instrumentos de garantia de liquidez evidenciam, portanto, a importância do Estado para o SFI – um modelo de direito do financiamento estruturado a partir da crítica tenaz à falência da experiência marcadamente estatal do SFH. Essa importância, porém, revela-se seletiva. Enquanto nos mecanismos de controle da remuneração do capital a intervenção estatal foi reduzida ao mínimo, nos instrumentos de garantia essa ação foi central para moldar o SFI. O direito foi mobilizado para reforçar os instrumentos de proteção dos credores e investidores contra insolvência, por meio da introdução de novos mecanismos ao ordenamento, e para construir pontes que conectam os fundos do SFH ao SFI, como forma de garantir a liquidez do sistema e o desenvolvimento do mercado imobiliário.

3.3.3. Procedimentos de cobrança

Como exposto no capítulo anterior, apesar de o SFH contar com mecanismos próprios de execução da dívida, podendo ser realizado pela via judicial e extrajudicial, os procedimentos de cobrança desse sistema eram considerados lentos e ineficazes. Parte da responsabilidade das dificuldades enfrentadas pelo SFH nos anos 1980 e 1990 era justamente atribuída à ineficácia dos instrumentos de execução da dívida.

Ao encontro da crítica ao SFH, a Lei nº 9.514/1997 inaugurou um novo procedimento de execução da dívida, com o intuito de agilizar os procedimentos e superar a lentidão dos mecanismos instituídos pelo Decreto-lei nº 70/1966 e pela Lei nº 5.741/1971. Cabe ressaltar, no entanto, que a possibilidade de ingressar com execução judicial ordinária, nos termos genéricos do CPC (art. 646 e seguintes), continuou existindo como alternativa ao procedimento de cobrança da dívida. A novidade no procedimento de execução da dívida pelo SFI, contudo, está relacionada à alienação fiduciária, que conta com instrumentos próprios para recuperação dos investimentos, e às mudanças regulatórias promovidas pela Lei nº 10.931/2004.

Na alienação fiduciária, a efetivação do pagamento pelo devedor é a condição para que a propriedade integre plenamente seu patrimônio e para que seja extinta a obrigação com o credor. Com a liquidação total da dívida, a propriedade é revertida automaticamente ao patrimônio do devedor (Lei nº 9.514/97, art. 25). Para efetivar a reversão do imóvel em nome do devedor, basta averbar o termo de quitação da dívida no respectivo Registro de

Imóveis (Lei nº 9.514/97, art. 23). No entanto, caso o devedor deixe de pagar a dívida, no todo ou em parte, a propriedade do imóvel consolida-se em nome do credor-fiduciário (Lei nº 9.514/1997, art. 26). Após intimação do oficial do Registro de Imóveis competente, por solicitação do credor, o devedor tem o prazo de quinze dias para pagar as prestações vencidas, os devidos encargos e as que forem vencer até o prazo final do pagamento.

Se as prestações vencidas não forem pagas pelo devedor, cabe ao oficial do Registro de Imóveis averbar na matrícula do imóvel a consolidação da propriedade em nome do credor, o qual deve arcar com o pagamento do imposto por transmissão *inter vivos* (Lei nº 9.514/1997, art. 26). Após a consolidação do imóvel em nome do credor, este tem prazo de trinta dias para promover leilão público para alienação do imóvel (Lei nº 9.514/1997, art. 27). O credor deve realizar um segundo leilão público se, no primeiro leilão, o maior lance oferecido for inferior ao valor do imóvel. Já no segundo leilão, o credor deve aceitar o maior lance oferecido. Caso o lance seja superior ao valor da dívida, das despesas e dos demais encargos, o credor deve repassar ao devedor a quantia que sobrar. Por sua vez, se o lance for inferior ao valor da dívida, das despesas e dos demais encargos, considera-se a dívida extinta, ou seja, não há mais nenhuma obrigação entre o devedor e o credor.

Assim, o procedimento da alienação fiduciária para execução é extrajudicial, isto é, não depende que o judiciário reconheça a existência da dívida do devedor com o credor. Apesar de parecer semelhante ao procedimento disposto pelo Decreto-lei nº 70/66, que instituiu a execução extrajudicial no bojo do SFH, há uma diferença fundamental. Enquanto no primeiro o leilão público tem como objeto o imóvel do devedor, no segundo é o imóvel do credor que é leiloado.

Essa diferença pode parecer insignificante, mas é o argumento jurídico central utilizado na defesa da constitucionalidade dos procedimentos previstos na Lei nº 9.514/97. Como na alienação fiduciária a propriedade do imóvel não pertence ao devedor até que a dívida seja totalmente paga, não haveria, como alegar que o devedor é privado do seu bem pelos procedimentos de execução da Lei nº 9.514/97 (Chalhub, 2006). Caso não pague a dívida no prazo estipulado contratualmente, o devedor não só não se torna o proprietário do imóvel como perde o direito aquisitivo sobre o bem, que é extinto pela mora. Nas palavras de Chalhub (2006, p. 366), “não tem o devedor, portanto, legitimidade para

deduzir pretensão sob fundamento de ofensa ao princípio do inciso LIV do art. 5º da Constituição [89]".

Mesmo assim, tal como ocorreu com o Decreto-lei nº 70/66, também houve controvérsia jurídica sobre se os procedimentos de execução da Lei nº 9.514/97 não afrontam os princípios constitucionais do direito de ampla defesa e do devido processo legal. Contudo, além de existir uma jurisprudência a respeito da constitucionalidade dos procedimentos extrajudiciais de cobrança em função do Decreto-lei nº 70/66, como apontado no capítulo anterior, a Lei nº 9.514/97 conta com um diferencial, a consolidação da titularidade do imóvel em nome do credor em decorrência do não pagamento da dívida pelo devedor. Por isso, no mesmo sentido das decisões referentes ao Decreto-lei nº 70/66, "a constitucionalidade dos procedimentos de cobrança e leilão regulamentados pela Lei nº 9.514/97 tem sido reafirmada pelos tribunais" (Chalhub, 2006, p. 369).

A importância da alienação fiduciária para a literatura, seria porque ela conjuga segurança ao investidor com celeridade no processo, transferindo a propriedade de volta ao devedor apenas quando a dívida é quitada integralmente. Por essa razão, a alienação fiduciária representaria uma modalidade de contrato que, como já anunciava o PL que deu origem ao SFI, supera "as formas obsoletas de garantia, que tornam os negócios imobiliários demasiadamente lentos e onerosos, tolhendo o potencial de expansão do setor"[90].

A centralidade dessa modalidade de execução decorre da percepção, sobretudo do mercado, de que a agilidade na execução da dívida seria condição essencial para o bom funcionamento do mercado e para a garantia da oferta de crédito para o setor imobiliário. Para Chalbub,

> a nova lei tem em vista criar condições necessária para revitalização e expansão do crédito imobiliário e, partindo do pressuposto de que o bom funcionamento do mercado, com permanente oferta de crédito, depende de mecanismos capazes de imprimir eficácia e rapidez nos processos de recomposição das situações de mora, permitiu a utilização da alienação fiduciária como garantia nos negócios imobiliários (Chalhub, 2006, 248).

Apesar de defender procedimentos de execução da dívida que dispensem o judiciário, o consultor do Banco Mundial já mencionado, Butler, reconhece que mecanismos como a alienação fiduciária, ao mesmo tempo que fortalecem o credor acabam enfraquecendo o devedor, que tem seu direito de reaver a propriedade e os

[89] "Art. 5º, LIV - ninguém será privado da liberdade ou de seus bens sem o devido processo legal".
[90] Trecho extraído da justificativa do PL nº 3.242/1997.

investimentos nela realizados reduzido (Butler, 2003). O autor aponta, ainda, que nos países em que os cidadãos têm acesso precário ao judiciário e à assistência legal é importante que para a adoção desse tipo de mecanismo esse efeito seja considerado (Butler, 2003). Sem dúvida, tal como a execução extrajudicial estabelecida pelo Decreto-lei nº 70/66, os procedimentos de cobrança e leilão previstos na Lei nº 9.514/97, quando comparado à execução judicial, também reduzem a possibilidade de defesa do devedor. Como ambos os procedimentos ocorrem na esfera extrajudicial, sem que exista antes uma fase de conhecimento processual em que seja discutido o mérito da questão, não há previsão de mecanismo de contestação do devedor. Pressupõe-se sempre que a dívida existe e que o credor tem razão. Mas o procedimento extrajudicial da Lei nº 9.514/97 é ainda mais duro com o devedor do que o do Decreto-lei nº 70/66. Como a propriedade do imóvel se consolida em nome do credor com o atraso no pagamento pelo devedor, este tem os seus direitos sobre o bem praticamente extintos, o que não ocorre com o Decreto-lei nº 70/66.

Em relação ao SFH e para além do procedimento extrajudicial vinculado à alienação fiduciária, o SFI apresenta ainda outras inovações regulatórias quanto ao procedimento de execução da dívida, estas introduzidas pela Lei nº 10.931/04. Uma dessas novidades é a previsão legal de certas situações em que o juiz fica autorizado a alterar decisões que tenha tomado previamente nos processos judiciais que tenham como objeto contratos de crédito imobiliário. A Lei nº 10.931/04 dispõe que se o devedor deixar de pagar no prazo correto os tributos e taxas incidentes sobre o imóvel, além das parcelas mensais que não estejam sendo contestadas judicialmente, o credor pode requerer que o juiz casse a medida liminar, cautelar ou de antecipação dos efeitos da tutela que tenham beneficiado o devedor e interferido no cumprimento das cláusulas contratuais (art. 49, Lei nº 10.931/04).

O objetivo desse dispositivo seria o de limitar o espectro de remédios processuais utilizados pelo devedor e legitimar a intervenção incidental do credor no processo (Restiffe Neto e Restiffe, 2009). Ou seja, a Lei nº 10.931/04 institui um mecanismo de manifestação processual do credor que antes não estava previsto no ordenamento e que, concomitantemente, restringe o acesso do devedor às vias jurisdicionais. Apesar de ter sido instituído por um dos marcos regulatórios do SFI, a Lei nº 10.931/04, tal dispositivo não está restrito ao SFI, mas se aplica a todos os contratos de crédito imobiliário.

Outra inovação da Lei nº 10.931/04 foi a criação do “valor do incontroverso”, uma antiga reivindicação da ABECIP formulada para acabar com a chamada “indústria das

liminares" (Royer, 2009, p. 118). A ideia desse mecanismo seria a de evitar que o devedor que recorrer ao judiciário alegando alguma irregularidade contratual obtenha liminarmente a suspensão do pagamento de todos os encargos contratuais, restringindo a disputa jurídica ao que está sendo questionado judicialmente. Subjacente ao mecanismo está o objetivo de evitar que recursos sobre temas pontuais provoquem o atraso do processo como um todo – ou seja, a promoção da celeridade na execução. Para tanto, a Lei nº 10.931/04 estabeleceu requisitos especiais que devem constar na petição inicial de ações judiciais que tenham por objeto obrigação decorrente de empréstimo, financiamento ou alienação imobiliários. Dentre esses requisitos especiais está o valor do incontroverso, isto é, a discriminação exata das obrigações contratuais que o autor pretende questionar judicialmente e quantificação do seu valor (Lei nº 10.931/04, art. 50, caput).

Além disso, também exige-se que seja feito um depósito judicial no montante do valor controvertido, para que seja suspensa a obrigação de pagamento, e que o valor do incontroverso continue sendo pago pelo devedor no prazo e modo originalmente contratados (Lei nº 10.931/04, art. 50, §§1º e 2º). O valor do incontroverso garante que o credor receba o pagamento das parcelas que não são objeto de questionamento judicial, o que, sem esse mecanismo, poderia ocorrer apenas com o julgamento de mérito da ação pelo juiz se o devedor tivesse uma decisão liminar em seu favor. Assim, é interessante observar como funcionam os instrumentos introduzidos ao ordenamento pela Lei nº 10.931/04. De um lado, obrigam que o valor contestado pelo devedor seja detalhado para assegurar que a liminar em seu favor não suspenda o pagamento de todos os encargos contratuais. Por essa perspectiva, não interessa trazer para a ação judicial os valores que não estão sendo questionados. Contudo, se o devedor deixar de pagar algumas das obrigações contratuais que não são objeto da ação, o credor pode levar esse fato para o juiz e requerer a cassação da medida liminar, cautelar ou de antecipação dos efeitos da tutela. Nessa caso, fica permitido discutir na ação judicial os valores que não são objeto de contestação.

O que se depreende da análise desses instrumentos é o reforço, de forma amplificada, do direito do credor nos procedimentos de execução da dívida, já que a aplicação das Leis nº 9.514/97 e º 10.931/04 não está restrita aos contratos firmados no âmbito do SFI. Os contratos que têm como garantia a alienação fiduciária contam com procedimentos de cobrança extrajudiciais mais ágeis, que rapidamente asseguram a propriedade do imóvel em nome do credor em caso de mora do devedor. Além disso, o credor também tem à disposição mecanismos que legitimam a sua intervenção no curso do

processo com o objetivo de limitar a eficácia dos provimentos jurisdicionais extraordinários ou excepcionais concedidos em favor do devedor, bem como com instrumento que garante o recebimento do valor incontroverso.

O reforço dos direitos do credor não beneficia apenas esse sujeito, mas significa também maior garantia ao investidor que compra um título que tenha como lastro esse crédito imobiliário. A garantia do retorno do investimento significa maior interesse dos investidores e, portanto, mais recursos disponíveis para o mercado imobiliário. Esse encadeamento entre garantias e estímulo ao investimento é citado explicitamente na justificativa da Lei nº 9.514/97, quando pontua a grande inovação que alienação fiduciária representa para o SFI:

> por oferecer segurança quanto à execução sem delongas da garantia, o contrato de alienação fiduciária constitui poderoso estímulo ao crédito, ao investimento nos Certificados de Recebíveis Imobiliários e portanto à aquisição e produção de imóvel mediante pagamento a prazo.

A ampliação das garantias do credor e do investidor ocorre, porém, em detrimento de proteções aos direitos do devedor – típicas, apesar de tensões permanentes, no SFH. Os procedimentos de execução instaurados no âmbito do SFI reduzem ainda mais o direito ao contraditório e à ampla defesa dos adquirentes da casa própria. O evidente conflito existente entre os direitos do devedor, de um lado, e os direitos do credor e do investidor, do outro, é constantemente negado. Mecanismos jurídicos são formulados para ocultar esse conflito, trazendo soluções que satisfazem apenas o credor e o investidor. Afirmar que não há conflito é estratégico porque nega-se que o direito à moradia do devedor também seja juridicamente protegido. Desconsidera-se, assim, que o devedor tenha direito sobre o bem, já reconhecê-lo seria afirmar que o direito cumpre uma papel que vai além da proteção ao credor e ao investidor. Seria admitir, enfim, que o direito é instrumento de política social – justamente a causa, na visão dos criadores do SFI, da falência do SFH como modelo regulatório e como promotor de financiamento.

3.4. Conclusões parciais

Antes de realizar a análise comparativa detida sobre as transformações ocorridas no direito desde a criação do SFH até a consolidação do SFI, cabe apresentar, sucintamente, as conclusões sobre a análise da lógica de estruturação do SFI. Conforme definição da Lei nº 9.514/97, a finalidade do SFI é ampliar o crédito disponível para o financiamento de

imóveis residenciais e não residenciais. Assim, o SFI não é um sistema voltado exclusivamente para a produção habitacional, mas que também financia a produção de imóveis comerciais.

Com exceção das companhias securitizadoras, que foram introduzidas ao ordenamento pela Lei nº 9.514/97, as entidades que compõe o SFI são as instituições próprias do mercado financeiro. Para estruturar o SFI, não foi criada qualquer instituição pública responsável por centralizar e orientar a aplicação de recursos, nem um fundo específico para alimentá-lo. A estrutura do SFI, ao contrário, estaria de acordo com as diretrizes econômicas do governo "de desregulamentação da economia e de modernização dos instrumentos e mecanismos de financiamento à atividade produtiva" (Justificativa, Lei nº 9.514/97).

A concepção defendida pelo governo e pelas entidades envolvidas na formulação do SFI era que esse novo sistema servisse como modelo de financiamento para o mercado, em que os agentes pudessem negociar livremente sem as "amarras" do controle do Estado. Como os recursos deveriam ser obtidos no mercado de capitais, sem dependência de fundos diretamente conectados ao SFI, defendia-se que a atuação estatal fosse restrita a regulação do mercado. No entanto, como observado na análise dos mecanismos do SFI, o papel do Estado na estruturação desse sistema não foi irrelevante, tampouco restrito. Os limites da ação estatal no SFI foram desenhados por meio de mecanismos regulatórios introduzidos ao ordenamento. Em certos aspectos, a regulação estatal foi completamente afastada para dar espaço às demandas do mercado. Em outros aspectos, mas também seguindo os interesses do mercado, houve uma forte e seletiva regulação para garantir a proteção dos direitos dos credores e investidores e assegurar o retorno financeiro dos recursos aplicados.

Nos mecanismos referentes ao controle da remuneração do capital, por exemplo, observa-se uma grande liberdade de atuação do mercado. Não há qualquer regulação sobre a forma como deve ser feito o reajuste das parcelas de financiamento, a correção monetária do saldo devedor da dívida e as taxas de juros das operações realizadas no âmbito desse sistema. A única regra é que o retorno financeiro do investimento e a capitalização dos juros sejam garantidos na forma estabelecida contratualmente entre as partes. A liberdade para definir como deve ocorrer a remuneração do capital nos contratos de financiamento permite que o reajuste das parcelas, da correção monetária e da taxa de juros sejam definidos de acordo com o interesse do mercado, tornando os títulos mobiliários derivados desse crédito mais atraentes aos investidores. Não há nenhuma preocupação em regular a

forma de remuneração do capital, já que esse é um modelo de financiamento imobiliário formulado para atender o mercado.

Se a ausência do controle estatal na remuneração do capital interessa ao mercado para praticar taxas mais atraentes aos investidores, o caso dos mecanismos de garantia e dos procedimentos de execução indica uma tendência no sentido inverso. Nesses últimos, o Estado teve um papel central na criação de mecanismos regulatórios que garantissem maior segurança e proteção ao credor e ao investidor. No campos das garantias, os instrumentos que asseguram a solvência e os que garantem a liquidez do sistema são exemplares dessa seletividade. Esses instrumentos foram criados ou reformulados para atuar nos diferentes momentos da operação de securitização, protegendo em cada uma dessas fases um bem diferente (o imóvel alienado, o crédito originário do financiamento imobiliário e os títulos emitidos pela securitizadora) contra a insolvência dos agentes que participam dessa operação. Toda essa proteção tem como objetivo assegurar o retorno dos recursos aplicados pelo credor e pelo investidor, tornando o investimento mais atrativo.

A intervenção estatal também foi importante para garantir a liquidez do SFI. A formulação de uma regulamentação que autoriza que os fundos do SFH sejam aplicados no SFI promoveu uma alavancagem desse último sistema ao custo da retirada de recursos do financiamento habitacional para o financiamento de imóveis não residenciais. A mesma conclusão obtém-se da análise dos procedimentos de execução da dívida. Os mecanismos introduzidos ao ordenamento reduziram ainda mais o direito ao contraditório e à ampla defesa dos devedores e reforçaram a proteção aos credores e investidores. O direito foi mobilizado para criação de mecanismos que ampliam a segurança jurídica em benefício de certos agentes que participam da operação de securitização, enquanto os direitos do elo mais fraco dessa cadeia são cada vez mais fragilizados ou restringidos. A estrutura regulatória do SFI indica, portanto, que há uma ressignificação do modelo de direito do financiamento habitacional instituído pelo SFH. Em razão dessa composição jurídica, na verdade, este substituído por outro modelo: o do direito do financiamento imobiliário, com seus objetivos próprios e proteções dedicadas a determinados agentes.

Entre janeiro de 2004 e novembro de 2011, as operações do SFH representaram 93,3% do valor de R$195,3 bilhões de estoque de financiamento habitacional, restando 6,7% às operações do SFI (Cagnin, 2012). Ou seja, as operações do SFI contribuíram muito pouco, se comparadas às do SFH, para a produção de moradias e para redução do déficit habitacional do país. É possível argumentar, porém, que a tímida participação nas operações de financiamento habitacional, apesar do aumento considerável dos recursos

mobilizados pelo SFI nos últimos anos, esteja relacionada à falta de êxito desse sistema. O foco deste trabalho, contudo, não é debater os resultados alcançados por cada um dos sistemas de financiamento habitacional e imobiliário.

O que interessa, aqui, é apontar que um modelo de financiamento criado pelo e para o mercado, e como solução ao esgotamento do SFH, demandou uma forte atuação do Estado e provocou mudanças fundamentais no arcabouço jurídico. A ampliação dos direitos dos credores e dos investidores reduziu os direitos de quem opta por um financiamento habitacional também no âmbito do SFH. Assim, as mudanças ocorridas não se restringem ao SFI, mas impactaram sobretudo o aparato regulatório que sustenta o SFH – o que é preocupante, tendo em vista a sua importância, mesmo no convívio com o SFI, para o financiamento habitacional Os mecanismos formulados para "aprimorar" o financiamento imobiliário têm o potencial, portanto, de impor ainda mais barreiras jurídicas à consecução do direito à moradia, ampliando os bloqueios para a efetividade dos direitos sociais.

Conclusões

Na década de 1990, a agenda promovida por agências multilaterais como o Banco Mundial e pelas novas teorias neo-institucionalistas de que os países subdesenvolvidos necessitavam realizar ajustes regulatórios, em especial no direito de propriedade, para se desenvolverem economicamente hegemonizou o debate sobre a política de financiamento habitacional.

No Brasil, desde 1964 até os anos 1990, o financiamento habitacional foi regulado quase que exclusivamente no interior do Sistema Financeiro de Habitação (SFH), o único sistema especializado em crédito habitacional do país. Sob a justificativa da falência e do esgotamento do SFH, disseminada no contexto dessa agenda política sobre o papel do direito para a promoção do financiamento, em 1997 foi criado um novo arcabouço regulatório para o financiamento habitacional – o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), que passou a operar em paralelo ao SFH.

O presente trabalho tem como objetivo estudar como o direito do financiamento foi transformado na passagem do SFH para o SFI. A pergunta que guia este trabalho pretende compreender as alterações ocorridas no direito do financiamento habitacional por meio da comparação entre o SFH e o SFI a partir de seus objetivos, estruturas regulatórias e mecanismos jurídicos de remuneração do capital, de garantia e de cobrança da dívida.

O problema de pesquisa surge da tentativa de compreender como o arcabouço regulatório de ambos os sistemas interagem, já que operam conjuntamente, e quais as mudanças que o SFI provoca no direito do financiamento habitacional. A compreensão desse fenômeno visa justamente problematizar os pressupostos das agências multilaterais e da literatura da L&F, que tem dominado o campo de estudos sobre direito e financiamento.

O ponto de partida deste trabalho, como apresentado no capítulo 1, foi expor a centralidade que o direito adquiriu para a agenda política das agências multilaterais, especialmente o Banco Mundial, e para a literatura da L&F. Ainda nesse capítulo, fiz uma reconstrução da abordagem da L&F, a qual entende que o desenvolvimento econômico está relacionado à forma como o direito organiza o mercado financeiro domesticamente, isto é, em cada jurisdição nacional. Em linhas gerais, essa literatura sustenta que os países que possuem mercados financeiros mais desenvolvidos são aqueles que contam com regras que garantem maior proteção a credores e investidores. Assim, a L&F estabelece uma associação entre o tipo de tradição jurídica, o nível de proteção aos credores e investidores e o grau de desenvolvimento do mercado financeiro.

Como apontei no capítulo 1, ao relacionar esses fatores, a L&F propõe uma agenda de reformas regulatórias nos países subdesenvolvidos, que seriam conduzidos ao caminho do desenvolvimento se adotassem regras assumidas como *best practices*. No entanto, não há uma preocupação dessa literatura em compreender como ocorre a incorporação dessas regras aos ordenamentos jurídicos e quais são as consequências desse processo, inclusive para o próprio direito.

Há ainda outros desdobramentos dos pressupostos teóricos da L&F que este trabalho questiona. O primeiro desses desdobramentos é a concepção politicamente neutra do direito, que desconsidera os conflitos e os interesses por trás das transformações regulatórias. O segundo é que a L&F resume a função desempenhada pelo direito à proteção de direitos de propriedade bem definidos, do credor e do investidor, desprezando outras funções, como a de regulação e de intervenção para alteração das estruturas econômicas e sociais.

Para discutir as transformações do direito do financiamento habitacional, e como esse processo traz elementos para discutir as suas consequências, apresentei uma análise comparativa dos sistemas de financiamento habitacional e imobiliário vigentes no Brasil e de seus respectivos marcos regulatórios. Dessa forma, a comparação entre esses sistemas, o SFH e o SFI, tinha como finalidade investigar como o direito do financiamento habitacional se transformou em razão da incorporação de um novo modelo de financiamento e identificar quais os resultados dessa mudança para o direito.

A razão de comparar esses modelos de financiamento é compreender como o direito do financiamento habitacional passou por alterações desde a criação do SFH até o surgimento do SFI. Conforme descrito no capítulo 2, o SFH foi estruturado no contexto do Estado desenvolvimentista, influenciado pelo modelo de Estado de bem-estar social dos países centrais, e marcado pelo protagonismo do Estado na solução dos problemas sociais e pela existência de um ferramental de direito público criado para dar atender suas finalidades. Já o contexto de constituição do SFI, como descrito no capítulo 3, caracteriza-se pelo processo de desestatização, pelo papel de protagonista assumido pelo mercado e por reformas regulatórias que tinham como escopo fortalecer os direitos privados dos agentes econômicos, especialmente os direitos de propriedade.

Na análise dos dois sistemas de financiamento, busquei identificar quais os objetivos inscritos no marco regulatório que os estrutura e quais os direitos por eles protegidos. Pretendia responder, dessa forma, à pergunta mais ampla que norteou a pesquisa: como o direito se transforma em razão da mudança da lógica de financiamento

imobiliário que ocorreu na passagem do SFH para o SFI? Como o segundo e o terceiro capítulos descrevem essa análise de forma detalhada em cada um dos modelos, nesse espaço apresento um resumo do resultado da investigação, sintetizado na tabela abaixo.

Quadro Comparativo: transformações do Direito do Financiamento Habitacional no Brasil			
Critérios		**SFH**	**SFI**
Objetivo e estrutura	Objetivos gerais do sistema	"facilitar e promover a construção e a aquisição da casa própria ou moradia, especialmente pelas classes de menor renda da população"	"promover o financiamento imobiliário em geral, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos"
	Objeto do financiamento	habitação	imóveis em geral
	Fonte de recursos	fundos diretamente vinculados	não possui fundos vinculados
	Instituição responsável por orientar e disciplinar o crédito	BNH	não possui
	Prioridade na utilização dos recursos	estabelecidas legalmente	não há
	Forma de utilização dos recursos	disciplina e diferencia a forma de aplicação dos recursos por faixas de renda e por entidade (pública e privada)	não há
Remuneração do capital	Correção monetária	deve respeitar a relação renda/prestação	proíbe cláusulas que mantenham a relação renda/prestação; livremente pactuada entre as partes
	Juros	disciplina que as taxas de juros devem variar conforme as faixas de renda; limitação da taxa máxima de juros	livremente pactuada entre as partes
Garantias	Garantia da solvência	hipoteca	regime fiduciário; patrimônio de afetação; alienação fiduciária; cessão fiduciária de direitos creditórios
	Garantia da liquidez	FGTS e SPBE; Fundos do BNH (FCVS, FAL, FGDLI)	FGTS e SPBE
Procedimentos de cobrança	-	execução extrajudicial Dec.-lei 70/66 execução judicial Lei nº 5.741/71	execução extrajudicial (alienação fiduciária) Lei nº 9.514/97
	-	-	restrição da atuação do devedor e da tutela dos seus direitos; valor do incontroverso

O estudo da lógica jurídica de estruturação do SFH, realizado no segundo capítulo, revelou como esse sistema, na sua origem, tinha como objetivo promover o financiamento habitacional, em especial para famílias de baixa renda, e estava orientado pelo ideal da "casa própria". No estudo histórico sobre a formatação do arcabouço regulatório desse modelo, foi possível identificar como foi formulada uma estrutura complexa para dar conta desse objetivo, que envolveu a criação de dois fundos diretamente conectados ao sistema, o FGTS e o SPBE, e a instituição de um banco público responsável por organizar a distribuição desses recursos, o BNH.

Tais objetivos podem ser observados, também, na forte regulação sobre a forma como deveriam ser utilizados esses recursos, sendo estabelecidas prioridades (como o atendimento das famílias que vivem em condições sub-humanas de habitação) e limitações na aplicação por faixas de renda e por entidade pública ou privada. Como argumentei no capítulo 1, essa era uma maneira de garantir que os setores de renda mais baixa fossem atendidos pelo SFH e evitar que os setores de maior renda se apropriassem da maior parte dos recursos.

Outra forma de intervenção estatal exemplar desse propósito é o controle sobre a correção monetária e as taxas de juros pautado pela renda e pelo salário mínimo. Como descrevi, durante anos o SFH contou com uma regra que determinava que a prestação mensal paga pelo mutuário não poderia sofrer reajuste que ultrapassasse a relação originalmente estabelecida no contrato entre a prestação e o salário mínimo. Os juros também eram definidos a partir da faixa de renda do mutuário, sendo juros maiores para as faixas mais altas e menores para a baixa renda. Todo esse regramento visava estabelecer limites para a correção monetária e a taxa de juros, de forma a assegurar que a população de baixa renda tivesse acesso ao financiamento habitacional

Além desses instrumentos, o SFH dispunha de fundos, alguns conectados diretamente ao BNH, que foram criados com a finalidade de garantir o equilíbrio financeiro e a liquidez do sistema. Além do FGTS e do SBPE, descrevi também o papel do FCVS, responsável por quitar a dívida final do contrato de financiamento sem nenhum ônus adicional ao mutuário.

Se, por um lado, o que chamei de mecanismos de controle da remuneração do capital e de garantia de liquidez do sistema oferecem proteção ao devedor, especialmente os de baixa renda, também há que se reconhecer que o credor dispõe de mecanismos de proteção neste sistema. A previsão legal da correção monetária dos contratos de financiamento habitacional, introduzida pela Lei nº 4.380/64, e a liquidez garantidas pelos

fundos do SFH, foram medidas adotadas para assegurar o direito do retorno do investimento do credor. Da mesma forma, a hipoteca e os procedimentos previstos no Decreto-lei nº 70/66 e na Lei nº 5.741/71 são instrumentos que protegem o credor contra a insolvência do devedor e que buscam trazer maior agilidade e eficiência na execução da dívida dos contratos firmados no âmbito do SFH.

A análise dos instrumentos do SFH sugere a existência de uma tensão permanente nesse sistema. De um lado, mecanismos que buscam promover o acesso e proteger o direito à moradia, principalmente da população de menor renda, e que atuam para a consecução de um direito social. De outro, instrumentos que asseguram o retorno financeiro dos investimentos e que tornam o SFH atrativo para o mercado.

Se a tensão entre a proteção dos direitos do adquirente da casa própria e do credor é permanente no SFH, assim como o objetivo de promover habitação e de assegurar os ganhos do mercado, no SFI o quadro identificado é consideravelmente distinto. Nesse sistema, conforme analisado no capítulo 3, prevalecem instrumentos de proteção ao credor e ao investidor. Em paralelo, ocorre o quase desaparecimento de mecanismos voltados à proteção do devedor.

A partir da análise do histórico de estruturação do SFI, identifiquei que o seu objetivo central é o de expandir o crédito disponível para promoção do financiamento de imóveis residenciais e não residenciais. Nota-se, neste ponto, uma distinção substancial em relação ao SFH: o foco do financiamento – até então a "casa própria" – é diluído no conceito de financiamento imobiliário, que pode inclui-la ou não.

Esse sistema, inspirado no modelo norte-americano de securitização, prevê a capitação de recursos para o financiamento de imóveis no mercado de capitais. Por isso, não existe nenhum fundo que esteja diretamente vinculado ao SFI, nem qualquer instituição responsável por organizar e orientar o crédito desse sistema. Nota-se como não há a preocupação em canalizar, em dirigir o financiamento para um determinado fim. Ao prescindir de um fundo vinculado, a dinâmica de escoamento de financiamento fica submetida à lógica da oferta e da procura, isto é, à lógica do investimento do mercado financeiro.

Não há qualquer regulação que estabeleça prioridades na utilização dos recursos do SFI ou que regule a forme como devam ser aplicados. A liberdade que o mercado dispõe para alocar os recursos também é assegurada para a definição das taxas de juros e do cálculo da correção monetária. Nesse caso, a única regra é que os contratos não podem conter cláusula de equivalência salarial ou de comprometimento de renda. Ou seja, o

retorno do capital investido não pode ser restringido por regras contratuais que vinculem o reajuste das parcelas e da dívida ao salário do devedor. A desvinculação do reajuste da dívida e das parcelas do salário permite que as parcelas consumam uma proporção cada vez maior do salário dos adquirentes da casa própria, sem se preocupar se será ultrapassado o limite da dívida que o devedor pode assumir. Assim, para o SFI, mais importante é o rendimento sem limite dos investimentos do que a provisão de moradias.

Se no controle da remuneração do capital o SFI apresenta-se como um sistema extremamente flexível, nos instrumentos de garantia e nos procedimentos de cobrança observou-se uma tendência contrária. O SFI conta com uma variedade de mecanismos criados para aumentar o nível de proteção do credor e do investidor em casos de insolvência, cada um deles formatado para uma determinada fase ou agente da securitização. Os procedimentos de cobrança da dívida também foram "aprimorados" nesse sistema, para trazer mais agilidade na cobrança dos débitos, por meio da execução extrajudicial da alienação fiduciária, a qual diminui o número de procedimentos, de formalidades e o tempo para a cobrança. Como se viu no capítulo 1, a morosidade e a falta de garantia da execução da dívida eram apontados como problemas para o financiamento tanto pela visão política dominante do direito do financiamento habitacional, quanto pelo seu marco teórico subjacente (a L&F). Procedimentos tais como a execução extrajudicial são emblemáticos da transformação promovida no direito do financiamento habitacional, com raízes e reflexos mais amplos. Segundo Heydebrand (2007) a racionalidade jurídica da globalização é o "procedural informalism", isto é, a retirada dos foros formas de decisão judicial, exatamente o que está acontecendo com o SFI.

A criação do SFI e as inovações regulatórias introduzidas por esse modelo, conforme argumentei, têm forte conexão com a política habitacional das agências multilaterais e com a matriz teórica do L&F. O SFI, dessa forma, é a tradução nacional do modelo de financiamento disseminado pelas agências multilaterais aos países subdesenvolvidos. Este modelo, como se viu, compreende o mercado secundário de hipotecas como alternativa para captação de recursos, e promove os ajustes regulatórios considerados necessários para impulsionar o mercado de capitais. O financiamento habitacional é condicionado ao mercado financeiro e este, por sua vez, a um conjunto específico de regras e instituições jurídicas.

A partir do estudo comparativo entre SFH e SFI, busquei mapear distinções entre dois momentos do direito do financiamento imobiliário no Brasil. Foram identificadas, neste sentido, diferenças substantivas quanto aos objetivos e estruturas regulatórias desses

sistemas, quanto aos mecanismos jurídicos de remuneração do capital, de garantia e de procedimentos de cobrança. O direito do financiamento habitacional foi transformado na passagem de um modelo para o outro.

No entanto, não é possível tomar o quadro comparativo que ilustra essas distinções como representação definitiva das transformações que ocorreram na passagem do SFH para o SFI. Por ser uma representação estática dos sistemas, a tabela não captura o movimento de transformação dentro desses próprios modelos com o passar dos anos, invisibilizando continuidades que, assim como as rupturas, são reveladoras do como e por que o direito do financiamento habitacional se transforma no Brasil

A pesquisa permite concluir que o SFI não é um modelo simplesmente distinto e que se estruturou à margem do sistema anterior, mas que transformou o SFH e ressignificou o seu conteúdo. Não que o SFH tenha sido modificado apenas com o surgimento do SFI. O que foi possível observar é que, em razão das mudanças regulatórias realizadas, o SFH foi paulatinamente se afastando de um modelo voltado para prover habitação para as camadas baixa e média da população, para se aproximar mais de um modelo que atende aos interesses do mercado. Este processo teve início antes mesmo da implementação da agenda de reforma que resultou no SFI.

A extinção do BNH, em 1986, e a transferência da responsabilidade da regulamentação do crédito habitacional para o BACEN e o CMN, por exemplo, são marcos da desarticulação do modelo como originalmente proposto e da sua sujeição à lógica financeira (Royer, 2009). Ainda no final dos anos 1980, esse processo se aprofundou, com o início de flexibilização da forma de aplicação dos recursos do SFH, que passaram a ser utilizados como mecanismo da política monetária e de estabilização econômica (Royer, 2009). Ainda no começo dos anos 1990, os mutuários deixaram de estar cobertos pelo FCVS, que não tinha mais como arcar com o passivo que havia assumido, e o limite da taxa de juros dos financiamento realizados no âmbito do SFH foi elevado de 10% para 12%.

Inserindo neste contexto é possível, então, concluir que as mudanças regulatórias promovidas pelo SFI completaram o processo de submissão do SFH à lógica financeira. No capítulo 3, identifiquei uma série de transformações regulatórias realizadas que ilustram como o crédito habitacional do SFH foi vinculado ao mercado de capitais pelo SFI: a proibição de inclusão de cláusulas que vinculassem os reajustes da dívida e das parcelas à renda, a extensão da aplicação da alienação fiduciária e dos procedimentos de execução próprios desse tipo de garantia às operações do SFH. Na lógica que subjaz ao

modelo do SFI, esse crédito só será "atrativo" para o investidor se contar com taxas de remuneração capazes de competir no mercado, com um sistema de garantias contra insolvência efetivo [91] e com procedimentos de cobrança da dívida ágeis.

Dessa forma, para inserir os créditos habitacionais do SFH nas operações de securitização e para torná-los "atrativos" para o mercado, foram estendidos ao SFH instrumentos que aumentam a proteção do credor e do investidor em casos de insolvência e os procedimentos de cobrança de débitos próprios do SFI. Mais do que isso, implementaram-se mudanças na regulação referente à utilização dos recursos dos principais fundos do SFH, para que parte deles fosse aplicada em ativos lastreados em créditos de imóveis não residenciais, com a finalidade de garantir a liquidez do SFI.

Ou seja, em certo sentido, o SFH foi ele mesmo dissolvido, ou até mesmo capturado pelos novos objetivos do SFI – e não apenas eliminado ou simplesmente substituído. Curiosamente, essa apropriação do SFH pelo SFI foi, ainda, seletiva. Nem todos os instrumentos jurídicos foram incorporados ao novo modelo de direito do financiamento habitacional, mas apenas aqueles que pudessem ser funcionais aos objetivos primordiais do SFI.

Em um plano normativo, é necessário avaliar as consequências dessa relativa subsunção do SFH ao SFI. Parece-me que, tendo em vista a finalidade preponderante inscrita no SFH, de prover habitação para as classes mais baixas, o resultado dessa submissão é potencialmente nocivo, em pelo menos três dimensões. A primeira é a redução da proteção dos direitos dos devedores com a utilização dos instrumentos do SFI, pois é nessa lógica que tais mecanismos operam. Dessa forma, justamente os sujeitos que deveriam ser mais protegidos pelo sistema, são os que tem os seus direitos ainda mais limitados.

Outra consequência é a redefinição do destino dos recursos dos fundos do SFH, que foram estruturados para prover o financiamento habitacional mas que com as aplicações nos títulos do SFI, acabam financiando imóveis comerciais (Royer, 2009; Cagnin, 2012; Eloy, 2013). A terceira é a transformação da questão habitacional – que estava na raiz da estruturação do SFH e de um modelo de Estado que assumia para si a tarefa de enfrentar o

[91] É importante pontuar que a alienação fiduciária é o único instrumento de garantia do SFI que necessitava de reforma regulatória para ser aplicada aos financiamentos habitacionais firmados no âmbito do SFH. Com a extensão da alienação fiduciária ao SFH, automaticamente se aplica a cessão fiduciária de direitos creditórios, a qual decorre de contratos de alienação de imóveis. Já o regime fiduciário e o patrimônio de afetação sempre podem ser utilizados na securitização do crédito imobiliário, dependendo apenas da declaração unilateral da securitizadora e da incorporadora, respectivamente.

déficit habitacional – em um problema individual de acesso ao crédito, em que sujeitos de direitos são redefinidos como consumidores de crédito (Royer, 2009).

O estudo de caso do SFH e do SFI aponta para uma mudança significativa do arcabouço jurídico que estrutura o financiamento habitacional e imobiliário. As transformações nesse quadro regulatório, em sua maior parte, foram para atender a demanda do mercado em ampliar a proteção aos direitos dos credores e investidores ao custo da redução dos direitos do devedor. Como enunciado, o objetivo deste trabalho era justamente revelar esse processo de transformação do direito pelo mercado. A construção desse processo acaba também expondo os conflitos e os interesses que estão por trás das mudanças provocadas no arcabouço jurídico, deixando claro quem ganha e quem perde com cada uma delas. A conexão entre a função do mecanismo regulatório e o sujeito que é beneficiado foi feita para problematizar a concepção neutra do direito que subjaz à agenda política de transformação do direito do financiamento habitacional, tal como avançada pelo Banco Mundial, e a abordagem acadêmica simbolizada pela L&F.

Nesse sentido, é interessante observar que o mercado promove mudanças no direito com o intuito de alterar o conteúdo do direito. Se antes havia a predominância de um arcabouço regulatório do SFH centrado na ideia que o Estado deveria intervir nos processos econômicos na busca para efetivação do direito à moradia, no SFI a arquitetura jurídica está focada em garantir o retorno financeiro dos investimentos para atrair capital. Ou seja, o processo de transformação do direito pelo mercado ressignifica o direito, alterando o seu conteúdo.

O caso apresentado neste trabalho evidentemente não pode ser tomado como base para generalizações sobre o direito do financiamento habitacional. Entretanto, apesar das suas peculiaridades, a literatura oferece suporte para interpretar as transformações regulatórias mapeadas como não sendo específicas da área de financiamento habitacional e imobiliário, ou mesmo do Brasil. Como aponta Massonetto (2006), as transformações regulatórias dos anos 1980 e 1990, que promoveram abertura das economias nacionais aos interesses do capital financeiro, marcam o surgimento de um novo padrão normativo, preocupado em garantir a segurança dos investimentos privados e em assegurar o retorno financeiro do capital investido. Esse novo padrão normativo, que pôde ser identificado no SFI e nas mudanças ocorridas no SFH, impactou os sistemas financeiros nacionais como um todo. No entanto, o caso do SFH e do SFI apresenta algumas peculiaridades quanto a algumas das características desse novo padrão normativo, isto é, quanto à flexibilidade e à desregulação (Massonetto, 2006).

O que este trabalho apontou é que o novo arcabouço regulatório dos modelos de financiamento analisados é seletivo nesses aspectos. A desregulação ocorreu apenas no controle da remuneração do capital, com a supressão dos instrumentos que definiam os limites da correção monetária e da taxa de juros. A flexibilização pode ser identificada, por exemplo, na "desjudicialização" dos processos de execução (Heydebrand, 2007). Em contraste, a garantia e os procedimentos de cobrança passaram a ser ainda mais regulados do que originalmente eram no SFH. O mesmo raciocínio pode ser aplicado à flexibilidade se esse conceito for compreendido como a quantidade de regras que tratam do SFI. Já se o conceito de flexibilidade for entendido como maior regulação por meio de normas infralegais do que por leis, também há que se considerar que para a positivação dos mecanismos de proteção ao credor e ao investidor optou-se pela via legal e não infralegal. Tal seletividade é consistente com o foco de preocupação da perspectiva da L&F e, consequentemente, da agenda política de reforma do financiamento habitacional e dos mercados financeiros: direitos de propriedade e proteção a investidores fortes.

Assim, é possível concluir que o SFI dilui o direito do financiamento habitacional em algo distinto, que poderia ser chamado de "direito do financiamento imobiliário". Essa não é apenas uma transformação terminológica. A mudança da nomenclatura – do "habitacional" ao "imobiliário" é, antes, reveladora de uma transformação concreta dos objetivos do direito do financiamento habitacional, dos mecanismos jurídicos que oferece e dos sujeitos e bens que procura proteger. Mais do que isso, é a expressão jurídica do processo de transformação da propriedade imobiliária em um ativo financeiro. Por mais que o SFI seja o modelo responsável por articular o imobiliário e a esfera financeira, a análise desse modelo, por si só, não é suficiente para mostrar como o direito do financiamento é mobilizado e transformado para viabilizar essa conexão. O direito do financiamento imobiliário, por sua vez, apreende de forma ampla os impactos e as consequências, para o direito, do processo de financeirização da propriedade imóvel.

A passagem do direito do financiamento habitacional para o imobiliário, como ressaltei, não se dá em um movimento de completa destruição do velho e substituição pelo novo – ainda que no plano discursivo a legitimação do SFI, a agenda política promovida por instituições como o Banco Mundial e até mesmo a abordagem acadêmica da L&F deem a entender que há uma incontornável incompatibilidade entre o velho e o novo. A estruturação do SFI e a subsunção que promove do SFH incorpora, ainda que seletivamente, elementos do antigo sistema. O direito do financiamento habitacional é,

neste sentido, um elemento de "*path dependence*" para a estruturação de um regime regulatório do financiamento imobiliário (Schapiro, 2012).

Ao mapear as transformações do direito do financiamento habitacional, este trabalho não pretende extrapolar as suas conclusões para a compreensão do fenômeno mais amplo da política habitacional. Esta é compreendida como "a identificação das características estruturais de distintas modalidades de interferência estatal no mercado habitacional, isto é, nos processos de produção, distribuição e consumo de unidades residenciais" (Arretch, 1990, p. 21). Os sistemas de financiamento habitacional, portanto, compõe a política habitacional por representarem uma das modalidades de intervenção estatal no mercado de moradia. Por isso, este trabalho não trata da política habitacional como um todo, mas apenas de uma parte dela.

Ainda assim, esta pesquisa contribui para aqueles interessados em estudar os papéis da política habitacional no Brasil. Mas, para o futuro, para que o seu potencial seja melhor aproveitado, é importante que as transformações no direito do financiamento habitacional sejam inseridas no contexto mais amplo das transformações da política habitacional. Dada a sua dimensão, o PMCMV, por exemplo, é uma variável incontornável para entender a política habitacional brasileira. Seria interessante saber como SFH e SFI se conectam (ou não se conectam) a essas iniciativas. Se há vínculos, continuidades, apropriações de um pelo outro, uso de instrumentos jurídicos de um em outro, etc. Esta talvez seja uma limitação do trabalho, mas também constitui um convite para novas indagações sobre o direito do financiamento imobiliário.

Há, ainda uma segunda limitação do trabalho, também relacionada à necessidade de aprofundar a contextualização do estudo. Apesar de terem sido utilizados alguns dados sobre o funcionamento do SFH e do SFI (ex. volume de crédito, etc), o estudo não investigou os resultados alcançados por cada um desses sistemas, isto é: que tipo de empreendimento imobiliário é efetivamente financiado por cada modelo, qual o perfil dos beneficiários, quem mobiliza o financiamento em cada um deles, entre outros possíveis questionamentos. Outra questão de natureza empírica não abordada de forma sistemática pela pesquisa é como o Judiciário brasileiro define e aplica, na prática, as diversas garantias, mecanismos e procedimentos jurídicos comparados nos dois sistemas. O fato de terem sido formalmente inscritos nos marcos regulatórios que estruturam o SFH e o SFI não permite conhecer que significados ganham na prática (Twining, 2005). As respostas a essas questões não eram essenciais para responder à pergunta que guiou este trabalho. Entretanto, a comparação entre os dois modelos a partir de dados sobre a sua prática e

efetividade concretas poderia ser potencializada. Dessa forma, o presente estudo também pode ser tomado como ponto de partida para futuras pesquisas empíricas sobre o direito do financiamento habitacional na prática.

Referências Bibliográficas

ABECIP. **O Sistema Financeiro da Habitação em seus 30 anos de existência: realizações, entraves e novas proposições**. Brasília: ABECIP, 1994.

_____. **SFI - como funciona o novo sistema de financiamento imobiliário**. Brasília: Abecip, s/d.

ARAGÃO, J. M. **O Sistema Financeiro da Habitação: uma análise sócio-jurídica da gênese, desenvolvimento e crise do sistema**. Curitiba: Juruá, 2003.

ARANTES, P. O ajuste urbano: as políticas do Banco Mundial e do BID para as cidades **Pós - Revista do Programa de Pós-Graduação em Arquitetura e Urbanismo da FAUUSP**, n. 20, p. 60-75, 2006.

ARIDA, P.; BACHA, E. L.; LARA-RESENDE, A. Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil. In: GIAVAZZI, F. e GOLDFAJN, I. (Ed.). **Inflation Targeting and Debt: the Case of Brazil**. Cambrigde: MIT, 2004. p.265-293.

ARRETCHE, M. Intervenção do Estado e setor privado: o modelo brasileiro de política habitacional. **Espaço e Debates**, n. 31, p. 21-51, 1990.

BECK, T.; LEVINE, R.; LOAYZA, N. Finance and the sources of growth. **Journal of Financial Economics,** v. 58, p. 261-300, 2000.

BERCOVICI, G. **Constituição econômica e desenvolvimento: uma leitura a partir da Constituição de 1988**. São Paulo: Malheiros Editores, 2005.

_____. **Direito Econômico do Petróleo e dos Recursos Minerais**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

BERCOVICI, G.; MASSONETTO, L. F. A Constituição dirigente invertida: a blindagem da constituição financeira e a agonia da constituição econômica. **Separata de Boletim de Ciências Económicas,** v. 49, p. 1-23, 2006.

BERKOWITZ, D.; PISTOR, K.; RICHARD, J.-F. The Transplant Effect. **The American Journal of Comparative Law,** v. 51, p. 163-203, 2003.

BOLAFFI, G. Habitação e Urbanismo: o problema e o falso problema. In: ALFA-ÔMEGA, E. (Ed.). **A Produção Capitalista da Casa (e da Cidade)**. São Paulo, 1982. p.37-70.

BONDUKI, N. **Origens da habitação social no Brasil: arquitetura moderna, lei do inquilinato e difusão da casa própria**. 4 ed. São Paulo: Estação Liberdade, 1998.

BUCKLEY, R. M.; KALARICKAL, J. **Thirty years of World Bank shelter lending: what have we learned?** Washington, D.C.: The World Bank, 2006.

BUTLER, S. **Enforcement of Mortgage Rights in Housing Finance**. World Bank Conference on Housing Finance in Emerging Economies: Policy and Regulatory

Challenges. Washington D.C. 2003.

CAGNIN, R. F. A evolução do financiamento habitacional no Brasil entre 2005 e 2011 e o desempenho dos novos instrumentos financeiros. **Fundap: Boletim de Economia**, p. 15-32, 2012.

CALDERÓN, J. The formalisation of property in Peru 2001 - 2002: the case of Lima. **Habitat International**, n. 28, p. 289-300, 2004.

CAMINHA, U. **A securitização: função econômica e regime jurídico**. 2004. (Doutorado). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo.

CARVALHO, F. C. D. Bretton Woods aos 60 anos. **Novos Estudos**, n. 70, p. 51-63, 2004.

CARVALHO, F. D. **A aquisição e a perda da propriedade no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação de acordo com a jurisprudência e a Constituição Federal de 1988**. 2012. (Mestrado). Direito Constitucional, Universidade de Fortaleza, Fortaleza.

CHALHUB, M. N. **Negócio Fiduciário**. Renovar, 2006.

CHAVES, N. C. **Direito empresarial: securitização de crédito**. Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

CHIQUIER, L.; HASSLER, O.; LEA, M. **Mortgage Securities in Emerging Markets,** Working paper nº 3370. S.l.:s.n., 2004.

CHIQUIER, L.; HASSLER, O.; LEA, M. Mortgage Securities in Emerging Markets. In: CHIQUIER, L. e LEA, M. (Ed.). **Housing Finance Policy in Emerging Markets**. Whashington D.C.: World Bank, 2009. p.293-324.

COUTINHO, Diogo R.; SCHAPIRO, Mario Gomes. Economia política e direito econômico: do desenvolvimentismo aos desafios da retomada do ativismo estatal. In: José Augusto Fontoura, José Maria Arruda Andrade, Alexandra Mery Hansen Matsuo. (Org.). **Direito: Teoria e Experiência - Homenagem a Eros Roberto Grau**. 1ed. São Paulo: Malheiros, 2013, v. 1, p. 581-619.

DJANKOV, S. et al. Courts. **The Quarterly Journal of Economics,** v. 118, n. 2, p. 453-517, 2003.

ELOY, C. M. **O papel do Sistema Financeiro da Habitação diante do desafio de universalizar o acesso à moradia digna no Brasil**. 2013. (Doutorado). Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo.

FABIANI, E. R. **Direito e crédito bancário no Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2011.

FERRÃO, B. L. D. M.; RIBEIRO, I. C. **Os juízes brasileiros favorem a parte mais fraca?** Latin American and Caribbean Law and Economics. University of California, Berkeley 2006.

FIX, M. **Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil**.

2011. (Doutorado). Instituto de Economia Universidade de Campinas, Campinas.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **O Crédito Imobiliário no Brasil - Caracterização e Desafios**. São Paulo: FGV-Projetos, 2007.

GILSON, R. J.; HANSMANN, H.; PARGENDLER, M. **Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU** 2010.

GRAU, E. **Elementos de direito econômico**. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1981.

_____. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. São Paulo: Malheiros Editores, 2010.

HALLIDAY, T. C. Architects of the State: International Financial Institutions and the Reconstruction of States in East Asia. **Law and Social Inquiry,** v. 37, n. 2, p. 265-296, Spring 2012.

HERRING, R. J.; CHATUSRIPITAK, N. **The Case of The Missing Market: the Bond Market and Why It Matters for Financial Development**. Financial Structure for Sustainable Development in Post-Crisis Asia. Tokyo 2000.

HEYDEBRAND, W. Globalisation and the Rise of Procedural Informalism in American and European Law. In: GESSNER, V. e NELKEN, D. (Ed.). **European Ways of Law: Towards a European Sociology of Law**. Oxford: Hart Publishing, 2007. p.93-139.

INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK. **Operational guidelines for housing: urban development and housing policy**. Washington D.C. 1999.

_____. **Reforming Latin American Housing Markets: A Guide for Policy Analysis**. Washington D.C. 2004a.

_____. **Housing Finance in Latin America: Time to Build a Better Market**. Ideas for Development in the America. Washington D.C.: Inter-American Development Bank. 4**:** 1-2 p. 2004b.

JACKSON, K. T. **Crabgrass Frontier: The Suburbanization of the United States**. Nova Iorque: Oxford University Press, 1985.

KENNEDY, D. The "Rule of Law," Political Choices, and Development Common Sense. In: TRUBEK, D. M. e SANTOS, A. (Ed.). **The New Law and Economic Development: A Critical Appraisal**. New York: Cambridge University Press, 2006.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. The economic consequences of legal origins. **Journal of Economic Literature,** v. 46, n. 2, p. 285-322, 2008.

LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics,** v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000.

LA PORTA, R. et al. Legal Determinants of External Finance. **Journal of Finance,** v. 52, n. 3, p. 1131-1150, 1997.

_____. Law and Finance. **Journal of Political Economy,** v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LIMA, L. P. Mortgage Lending in Brazil: The Existing Housing Finance System ant the New Financing System for the Real Estate Industry. In: LEA, M. J. (Ed.). **Secondary Mortgage Markets: International Perspectives**. Chicago: International Union for Housing Finance, 1998. p.68-70.

MARICATO, E. **Política Habitacional no Regime Militar**. Petrópolis: Vozes, 1987.

MASSONETTO, L. F. **O direito financeiro no capitalismo contemporâneo: a emergência de um novo padrão normativo**. 2006. (Doutorado). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo.

MELO, M. A. B. C. D. Classe, burocracia e intermediação de interesses na formação da política de habitação. **Espaço e Debates**, n. 24, p. 75-85, 1988.

_____. Estruturação intra-urbana, regimes de acumulação e Sistemas Financeiros da Habitação: Brasil em perspectiva comparada. **Espaço e Debates**, n. 31, p. 37-51, 1990.

MILHAUPT, C. J.; PISTOR, K. **Law and Capitalism: What Corporate Crises Reveal About Legal Systems and Economic Development around the World**. Chicago: University of Chicago, 2008.

NAJJARIAN, I. P. D. N. **Securitização de Recebíveis Mercantis**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

NORTH, D. C. **Institution, Institutional Change, and Economic Performance**. New York: Cambridge University, 1990.

RESTIFFE NETO, P.; RESTIFFE, P. S. **Propriedade Fiduciária Imóvel**. São Paulo: Malheiros Editores, 2009.

RIZZARDO, A. **Contratos de Crédito Bancário**. 9 ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

ROYER, L. D. O. **Financeirização da política habitacional: limites e perspectivas**. 2009. (Doutorado). Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo.

SABATINI, F. Reforma de los mercados de suelo en Santiago Chile: efectos sobre los precios de la tierra y la segregación residencial. **EURU,** v. 26, n. 77, 2000.

SANTOS, A. The World Bank's Uses of the "Rule of Law" Promise in Economic Development. In: TRUBEK, D. e SANTOS, A. (Ed.). **The New Law and Economic Development: A Critical Appraisal**. New York: Cambridge University, 2006. p.253-300.

SANTOS, C. H. M. **Políticas Federais de Habitação no Brasil: 1964/1988**. Brasília:

IPEA, 1999.

SCAVONE JUNIOR, L. A. **Juros: no direito brasileiro**. São Paulo: Editora Revisa dos Tribunais, 2009.

SCHAPIRO, M. G. Banco de desenvolvimento, regulação e autorregulação: complementariedade regulatória no mercado brasileiro de capital de risco. In: SCHAPIRO, M. G. e TRUBEK, D. M. (Ed.). **Direito e desenvolvimento: um diálogo entre os BRICS**. São Paulo: Saraiva, 2012.

STALLINGS, B.; STUDART, R. **Finance for development: Latin America in comparative perspective**. Whashington D.C.: Brookings Institution 2006.

TEIXEIRA, N. O mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios. In: BACHA, E. L. e FILHO, L. C. D. O. (Ed.). **Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros**. Rio de Janeiro: Contra capa livraria, 2005.

TRUBEK, D. M.; SCHAPIRO, M. G. Redescobrindo o Direito e desenvolvimento: experimentalismo, pragmatismo democrático e diálogo horizontal. In: SCHAPIRO, M. G. e TRUBEK, D. M. (Ed.). **Direito e desenvolvimento: um diálogo entre os BRICS**. São Paulo: Saraiva, 2012. p.27-70.

TWINING, W. Social Science and Diffusion of Law. **Journal of Law and Society,** v. 32, n. 2, p. 203-240, June 2005.

UQBAR. **Anuário: Securitização e Financiamento Imobiliário**. Rio de Janeiro: UQBAR, 2014.

VASCONCELLOS, P. **Execução extrajudicial e judicial do crédito hipotecário no sistema financeiro da habitação**. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1976.

WAISBERG, I.; KUGLER, H. M. O conceito de crédito imobiliário para fins de securitização imobiliária: análise e crítica ao posicionamento atual da CVM. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais,** v. 62, n. out.-dez., p. 127-139, 2013.

WORLD BANK. **Housing: sector policy paper**. Washington D.C.: World Bank, 1975.

_____. **Housing: Enabling Markets to Work**. Washington, D.C.: World Bank, 1993.