



Centenas de especulações giram em torno da crise financeira

1. Introdução. Definição de *supprime mortgage*.

Os jornais do mundo inteiro têm amplamente debatido a crise global, que começou em 2007, nos Estados Unidos, em razão do alto número de inadimplimentos em determinados contratos de financiamento imobiliário, chamados de *subprime mortgage*.

A palavra *mortgage* é normalmente traduzida como hipoteca ou penhor,¹ porque, tecnicamente, *mortgage* é a garantia imobiliária do empréstimo (que inclui o direito de adjudicar para si o imóvel dado em garantia na hipótese de inadimplemento)². *Mortgage* não é exatamente uma hipoteca, um penhor ou uma alienação fiduciária de imóvel, mas é, sem dúvida alguma, uma garantia real.³

Já na linguagem popular, jornalística e até mesmo econômica, o significado não é esse. As pessoas comuns, os jornais e os economistas usam a palavra *mortgage* com o significado de empréstimo com garantia imobiliária. Por isso se fala em pagamento e em quitação da *mortgage*, ou seja, da dívida que tem garantia imobiliária.

Normalmente o empréstimo é utilizado para aquisição do imóvel, que é dado em garantia. Mas o empréstimo pode ser concedido para finalidades diversas, tal como também ocorre no Brasil, no âmbito da carteira comercial dos bancos.

A palavra *prime* pode ser traduzida como “mais importante”, ou “excelente”.⁴ Falar em *prime mortgage* em termos econômicos significa dizer que o empréstimo está garantido plenamente, em razão de o valor do imóvel e a capacidade de solvência do devedor serem mais do que suficientes para pagamento do débito.

Já a palavra *subprime* não tem significado jurídico e dificilmente será encontrada em dicionários. Mas ela passou a ser largamente utilizada a partir de 2007, como adjetivo para a palavra *mortgage*. Desse modo, os jornais passaram a utilizar a expressão *subprime mortgage* com significado oposto ao de *prime mortgage*: se *prime mortgage* é o empréstimo excelente em termos de baixo risco, *subprime mortgage* é o empréstimo em que a possibilidade de inadimplência do devedor é grande e a garantia é insuficiente.

Uma dúvida comum é sobre o motivo dos bancos americanos e britânicos concederem empréstimos sem garantia suficiente para pessoas com alto potencial de inadimplência. Queriam os diretores dos bancos a praticar atos de gestão temerária ou seriam “amadores”? Ou deliberadamente optaram por uma estratégia “agressiva”, de modo a tentar maximizar os lucros e, conseqüentemente, os “bônus” que recebem anualmente em razão do aumento desses lucros?

— 2. Os antecedentes da crise. A desregulamentação dos mercados financeiros. A valorização dos imóveis e a concessão de empréstimos *subprime* em larga escala nos EUA. O estouro da bolha especulativa e a crise global.



Na maior parte dos casos, os empréstimos que foram o estopim da crise não foram concedidos sem garantia suficiente. Entre os anos 1997 e 2006, os imóveis sofreram acentuado aumento no seu valor de mercado nos Estados Unidos.⁵, esse aumento não era decorrente de um crescimento econômico generalizado, ou decorrente de um aumento extraordinário da população.

Ao contrário, tratava-se apenas um movimento especulativo, algo natural no sistema capitalista: as pessoas adquirem um determinado ativo (ações, imóveis, ouro, contratos futuros de commodities etc) porque acreditam que esse ativo irá se valorizar. Quando muitas pessoas começam a adquirir determinado ativo, o valor desse ativo começa a subir, o que faz mais pessoas a adotarem esse comportamento. Essa é a bolha especulativa, que pode gerar imensos lucros para quem entra e sai do mercado no momento correto. Porém, toda bolha um dia estoura.

Os bancos americanos e britânicos concederam empréstimos para pessoas com relativamente alto potencial de inadimplência porque tais empréstimos estavam garantidos por imóveis em crescente valorização. No caso de inadimplência, bastaria retomar esses imóveis. Além disso, os empréstimos eram, na maior parte, de curto prazo, o que obrigaria os mutuários a contratar novo financiamento, com taxas de juros repactuáveis, ou desocupar o imóvel. A questão parecia singela: como os imóveis estavam se valorizando, o mutuário poderia até mesmo, ao final do contrato de financiamento, vender o imóvel e quitar o financiamento, com uma significativa margem de lucro. “As pessoas estavam pensando que poderia ganhar muito dinheiro comprando casas, pois estavam vendo outras pessoas fazendo isso, ano após ano” .⁶O negócio parecia excelente para todos.

Contudo, a partir de 2007, os valores dos imóveis nos EUA e no Reino Unido começam a decair. Foi o fim do ciclo de altas decorrentes da especulação dos anos anteriores. Desse modo, os empréstimos que antes estavam totalmente garantidos pelos imóveis começaram apenas a ficar parcialmente garantidos, pois os valores dos imóveis passaram a ser inferiores aos dos débitos que eles garantiam.

Além disso, as instituições financeiras tinham disseminado pelo mercado diversos títulos⁷ lastreados nesses empréstimos. Não fosse o bastante, fundos de investimentos administrados por várias dessas instituições financeiras adquiriram os títulos por elas mesmo emitidas que não conseguiram mercado, confiando que poderiam revendê-los no futuro a preço mais alto.⁸

A questão fica mais interessante quando se constata que os agentes financeiros, as pessoas que aplicavam em derivativos (títulos) de créditos com garantia imobiliária e até mesmo as agências de riscos acreditavam que não haveria o estouro da bolha especulativa ou que simplesmente não estavam em uma bolha especulativa.⁹ Mesmo pessoas precavidas, que apenas aplicavam dinheiro em fundos ou títulos qualificados como excelentes pelas agências de risco (como os do banco *Lehman Brothers*), hoje estão dependendo de eventual cobertura do governo para recuperar o dinheiro investido.

O número de reintegrações de posse de imóveis em razão da inadimplência de contratos cresceu assustadoramente, atingindo especialmente as parcelas mais pobres da população e as regiões mais desfavorecidas.¹⁰ A crise, portanto, não atinge apenas os banqueiros, mas sobretudo as parcelas mais



pobres da população.

Mas não apenas o setor privado é culpado pelo estouro da bolha especulativa e dos graves prejuízos da crise de 2008. Nos anos 80, com Ronald Reagan como presidente dos Estados Unidos e Margaret Thatcher como primeira-ministra do Reino Unido, começa um processo de desregulamentação dos mercados, como parte da doutrina liberal do qual o Partido Republicano dos EUA e o Partido Conservador britânico são entusiasmados defensores. A queda do muro de Berlim em 1989 foi vista como o triunfo do capitalismo sobre a economia estatizada. Parecia, assim, que a doutrina liberal era a mais adequada para impulsionar a economia e até mesmo para produzir bem estar social para a população, uma vez que os resultados do chamado socialismo real nos países da Europa Oriental foram desastrosos.

Na verdade, a discussão a respeito da desregulamentação, flexibilização ou redução de regras de captação e aplicação de recursos nos mercados bancários é um pouco mais antiga. Ao menos desde a década de 70, economistas americanos sustentaram que a restrição às operações de alto risco poderiam aumentar o risco de falência dos bancos, por reduzir a possibilidade de ganhos maiores.¹¹ Os regimes de regulação existentes eram criticados, mas a perspectiva normalmente apontada era de flexibilização das regras restritivas.¹² Havia também economistas europeus que apontavam na mesma direção: a regulação restritiva poderia levar à redução dos lucros e, portanto, não seria adequada como forma de reduzir o risco de insolvência dos bancos.¹³

Com a alteração de normas administrativas da Bolsa de Londres em 27 de outubro de 1986, foi permitida a participação de instituições financeiras estrangeiras. Isso foi particularmente interessante para as instituições financeiras americanas, porque na Bolsa de Londres era possível realizar operações sem as amarras do *Glass-Steagall Act*. Essa lei existia nos EUA desde o tempo de Roosevelt, tendo sido um produto do *New Deal* que, com sucesso, enfrentou a Grande Depressão de 1929. O *Glass-Steagall Act* restringia a possibilidade de as instituições financeiras utilizarem os recursos captados do público em operações em nome próprio. O objetivo, evidentemente, era evitar que as instituições financeiras aplicassem esses recursos em operações especulativas, de modo a manter o sistema bancário mais seguro.

Em 1999, o então presidente dos EUA, Bill Clinton, membro do Partido Democrata, sanciona a revogação do *Glass-Steagall Act*, aprovada pelo Congresso, no qual o Partido Republicano detinha maioria apenas no Senado. Os EUA e o Reino Unido começam uma “disputa” de quem regulamenta menos.¹⁴ Tratava-se de aplicar, no campo jurídico, a ideologia neoliberal: o Estado deveria intervir o mínimo possível na economia, seja como regulador, seja como fiscalizador.



A bomba estava armada. No livro *Crónica de una muerte anunciada*, muitos dos personagens sabiam que a morte anunciada iria ocorrer, mas nada fazem para evitá-la, até por desejarem que a propalada morte aconteça.¹⁵ No caso da crise financeira de 2008, algumas pessoas sabiam que a bolha iria estourar e se prepararam para ela. Os lucros contábeis que antecederam a crise, a valorização do ouro, a queda do preço das commodities, as brutais oscilações nas bolsas e no câmbio têm sido profícuas para determinados profissionais do mercado, que sabem aproveitar muito bem as informações de que dispõem.

Na capa da revista *Newsweek* de 27 de outubro de 2008, Alan Greenspan, ex-presidente do Banco Central Americano, aparece ostensivamente como o culpado pela crise dos mercados especulativos. De acordo com a matéria, ele pautou sua atuação tendo em mente a disponibilidade de informações corporativas pela internet, o que seria suficiente para a proteção dos investidores, sendo dispensáveis maiores controles estatais de regulação e fiscalização do mercado.¹⁶

Na verdade, as sociedades anônimas abertas e, em casos específicos, outros tipos de sociedades são obrigadas a publicar suas demonstrações financeiras. O crédito é um importante fator ou mecanismo de produção, razão pela qual é de interesse público que as sociedades possam obter recursos no mercado por meio da emissão de valores mobiliários. Por outro lado, a emissão, distribuição e negociação de títulos no mercado de valores mobiliários importa captação de poupança popular. Existe um interesse público na proteção da poupança popular, do mesmo modo que existe um interesse público no incentivo ao investimento produtivo.¹⁷

Contudo, mesmo no caso das empresas com alto grau de governança corporativa e de transparência, é muito difícil diagnosticar a sua situação financeira mediante simples análise de suas demonstrações financeiras. Mesmo profissionais extremamente qualificados precisarão efetuar uma análise minuciosa, que não se limita à análise de balanços ou informações contábeis, para avaliar a saúde de uma empresa. Para o investidor comum, mesmo se altamente escolarizado, a tarefa de analisar a situação econômica de potenciais empresas nas quais seu dinheiro pode ser aplicado é praticamente impossível.

De nada adianta culpar esse ou aquele indivíduo: enquanto o sistema for permissivo, haverá pessoas dispostas a correr riscos para obter lucro fácil, especialmente se quem arcar com as perdas for o Estado. É por isso que os mercados devem ser regulamentados e fiscalizados, sendo absolutamente necessária a ação estatal para proteger o investimento produtivo e a captação de poupança popular. Hoje é muito fácil dizer que Ronald Reagan, Margaret Thatcher e Alan Greenspan estavam errados quando implantaram desastrosas políticas de desregulamentação dos mercados e de abstenção de intervenção estatal na economia. Contudo, esses dirigentes tiveram grande apoio dos grandes grupos econômicos e da mídia, que defenderam suas iniciativas de redução da presença do Estado na economia.

3.O SFH e os imóveis com valor inferior ao da dívida (créditos sem garantia suficiente): a versão brasileira do *subprime mortgage*.

No Brasil, os anos 70 e 80 foram marcados por índices crescentes de inflação e de forte arrocho salarial.¹⁸ Como vários financiamentos imobiliários tinham previsão de reajuste mensal do saldo devedor com base em índices da inflação acumulada, mas de reajuste das parcelas a serem pagas mensalmente com base na variação salarial do mutuário (que às vezes era só semestral ou anual), a consequência em



muitos contratos foi uma brutal defasagem no valor das prestações em relação ao saldo devedor.

Assim, em muitos contratos, as parcelas ficaram com valores muito baixos em relação a um saldo devedor muito alto. Isso se reflete até nos dias de hoje, especialmente nos contratos mais antigos ainda em vigor. A esse respeito, meu livro *Compra de imóveis* (Ed. Atlas) trata do tema, explicando como a legislação provocou o fenômeno dos “contratos de gaveta”, de modo que o leitor possa entender porque esses contratos existem e não são registrados em cartório, bem como o que pode ser feito.

Com a defasagem no valor das parcelas mensalmente pagas, o saldo devedor dos imóveis foi crescendo paulatinamente. Em certos casos, o valor da parcela sequer é superior ao valor dos juros do financiamento, levando ao fenômeno da chamada “amortização negativa”: o mutuário paga a prestação, mas o valor da sua dívida cresce, o que provoca um anatocismo vedado pela lei.¹⁹

Nesses casos, o valor do imóvel vai passando a ser cada vez menor em relação ao débito. Isso significa que, no Brasil, há inúmeros contratos de financiamento imobiliário em que o valor da dívida é superior ou muito superior ao valor do imóvel. Mas o valor do financiamento é contabilizado como crédito pela instituição financeira. Afinal de contas, é um crédito mesmo. Só que esse crédito não tem garantia suficiente.

Portanto, especialmente no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH), há volume significativo de créditos que não têm garantia suficiente, inclusive por não contar com a cobertura do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), que não abrange contratos celebrados após 30 de abril de 1993 (Resolução do Banco Central nº 1.980). Sob esses aspectos, há no Brasil um expressivo número de financiamentos imobiliários que devem ser considerados como *subprime mortgage*.

Contudo, isso não significa que a situação no Brasil seja a mesma que nos EUA e no Reino Unido, muito menos que as consequências dos aspectos apontados serão as mesmas, como veremos a seguir.

4. Diferenças e semelhanças entre os financiamentos imobiliários nos EUA e Reino Unido e os financiamentos do SFH no Brasil. Conclusões.

É possível medir o grau de risco das instituições financeiras brasileiras que operam no âmbito do SFH e que, portanto, têm créditos decorrentes de financiamento imobiliário sem garantia suficiente?

Com as ressalvas vistas acima, podemos apontar algumas diferenças entre os contratos de *subprime mortgage* celebrados nos EUA e no Reino Unido e os contratos de financiamento imobiliário celebrados no Brasil no âmbito do SFH, nos quais o valor do imóvel é inferior ou muito inferior ao valor da dívida.

Por um lado, a jurisprudência predominante do Superior Tribunal de Justiça (STJ) é no sentido de que não é possível à instituição financeira cobrar do mutuário o valor remanescente do débito que não foi satisfeito pela execução judicial ou extrajudicial do imóvel dado em garantia do financiamento.²⁰

Além disso, de acordo com a Súmula nº 84 do STJ, o compromisso de compra e venda do imóvel, mesmo se celebrado por instrumento particular e não registrado em cartórios (“contrato de gaveta”),



pode ensejar a propositura de embargos de terceiro. Portanto, a pessoa que está na posse do imóvel poderá se defender de uma ação movida pelo banco para retomar o imóvel dado em garantia do financiamento. Isso significa que o banco poderá simplesmente ficar sem garantia alguma na hipótese em que o imóvel foi entregue pelo mutuário a terceira pessoa, mediante “contrato de gaveta”, podendo apenas executar o devedor que não mais está na posse do imóvel, que poderá não ter qualquer bem passível de penhora e venda em hasta pública.²¹

Por outro lado, os financiamentos imobiliários no Brasil, mesmo fora do âmbito do SFH, costumam ser de longo prazo, muitas vezes com previsão automática de prorrogação do contrato, com as mesmas taxas de juros, mediante repactuação do valor das parcelas. Isso significa que os impactos de sucessivas insolvências de mutuários que não conseguem quitar o financiamento são diferidas ao longo do tempo. Assim, não há perspectiva de uma abrupta queda do volume de pagamentos a serem recebidos pelas instituições financeiras em razão da inadimplência de mutuários relativamente a créditos apenas parcialmente garantidos.

Além disso, a possibilidade de emissão de títulos lastreados em financiamentos imobiliários (“securitização”) prevista pela Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, foi pouco utilizada no Brasil. Em si, a securitização de créditos imobiliários não provoca qualquer prejuízo à saúde do sistema financeiro. Muito ao revés, a securitização pode ensejar o aumento de crédito no mercado, de forma a beneficiar a economia. Contudo, a securitização pode espalhar a crise para inúmeros outros agentes econômicos até então sadios, quando os títulos perdem total ou parcialmente a garantia representada pelos imóveis.

Com exceção de algumas localidades isoladas, não se verificou no Brasil o fenômeno da “bolha especulativa” imobiliária, nem a concessão de empréstimos de forma indiscriminada, ainda que exista um número muito grande de contratos com garantia insuficiente.

No que se refere às regras restritivas de operações bancárias, a autoridade monetária brasileira criou um arcabouço jurídico muito mais rígido e eficaz do que seus homólogos americanos e britânicos. Desse modo, superadas as teses de que a flexibilidade das restrições regulamentares seria benéfica para a solidez do sistema, a situação brasileira é muito mais confortável.

Portanto, o que poderá existir no Brasil são prejuízos para os bancos ao longo do tempo, mas isso dificilmente levará a uma falência sistêmica.

Notas de Rodapé

— 1. GOYOS JÚNIOR, Durval de Noronha. *Noronha dicionário jurídico: inglês-português, português-inglês*. São Paulo: Editora Observador Legal, 1992, p.160.

— 2. GIFIS, Steven H. *Law dictionary*. 3. ed. Nova Iorque: Editora Barron's, 1991, p. 308.

— 3. SILVA, Bruno Mattos e. *Compra de imóveis: aspectos jurídicos, cautelas devidas, análise de riscos*.



6. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

— 4.HORNBY, A. S. Oxford advanced learner's dictionary of current English. 3. ed. Oxford: Editora University Press, 1985, p. 663.

— 5.SHILLER. Robert J. The supprime solution. Princeton: Editora University Press, 2008, p. 32 e 65.

— 6.SHILLER. Robert J. The supprime solution. Princeton: Editora University Press, 2008, p. 68. Tradução livre.

— 7.SILVA, Bruno Mattos e. Direito de empresa. São Paulo: Atlas, 2007, p. 404-418.

— 8.HUTTON, Will. “This terrifying moment is our one chance for a new world”. The 2008 crash – The observer, 5 out 2008, p. 8.

— 9.SHILLER. Robert J. The supprime solution. Princeton: Editora University Press, 2008, p. 50 e 51.

— 10.“Repossessions in Cornwall and Devon rose 41%, compared to the national rate of 17%” (GOODWIN, Phil. “Credit crunch bites in Penwith”. The Cornishman. 16 out 2008, p. 1).

— 11.BLAIR, Roger D.; HEGGESTAD, Arnold A. “Bank portfolio regulation and the probability of bank failure” in Journal of money, credit and banking, vol. 10, n. 1, fev 1978, pp. 88-93. HALL, Maximilian J. B. (coord.). The regulation and supervision of banks, vol. 3, Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2001, pp. 41-46.

— 12.KIM, Daesik; SANTOMERO, Anthony M. “Risk in banking and capital regulation”. The journal of finance, vol. 43, n. 5, dez 1988, pp. 1219-1233. HALL, Maximilian J. B. (coord.). The regulation and supervision of banks, vol. 3, Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2001, pp. 139-153.

— 13.BLUM, Jürg. “Do capital adequacy requirements reduce risks in banking?” in Journal of banking & finance, vol. 23, n. 5. mai 1999, pp. 755-771. HALL, Maximilian J. B. (coord.). The regulation and supervision of banks, vol. 3, Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2001, pp. 333-349.

— 14.HUTTON, Will. “This terrifying moment is our one chance for a new world”. The 2008 Crash – The Observer, 5 out 2008, p. 8.

— 15.“Divina Flor me confesó en una visita posterior, cuando ya su madre había muerto, que ésta no le había dicho nada a Santiago Nasar porque en el fondo de su alma quería que lo mataran.” (MÁRQUEZ, Gabriel García. Crónica de una muerte anunciada. 20. ed. Buenos Aires: Debolsillo, 2008, p. 19)

— 16.KEDROSKY, Paul. “The first disaster of the internet age”. Newsweek, 27 out 2008, vol. CLII, n. 17, p. 26-29..

— 17.SILVA, Bruno Mattos e. Direito de empresa. São Paulo: Atlas, 2007, p. 406-412.

— 18.Para se ter uma idéia de como era o arrocho salarial naquela época, vide o art. 26 do Decreto-lei nº



2.064, de 19-10-83.

— 19. Vide: SILVA, Bruno Mattos e. *Compra de imóveis: aspectos jurídicos, cautelas devidas e análise de risos*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2007, p. 274 e 275.

— 20. Vide: SILVA, Bruno Mattos e. *Compra de imóveis: aspectos jurídicos, cautelas devidas e análise de risos*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2007, p. 287.

— 21. Vide: SILVA, Bruno Mattos e. *Compra de imóveis: aspectos jurídicos, cautelas devidas e análise de risos*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2007, p. 256-257.

Date Created

01/02/2009