

# ANUÁRIO UQBAR



## SECURITIZAÇÃO E FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO 2015

**Caro leitor,**

Adentramos 2015 firmes em nosso constante propósito de colaborar efetivamente com o contínuo avanço do desenvolvimento do mercado de capitais nacional em todos os segmentos aos quais nos dedicamos. Este Anuário é um produto, já tradicional da Uqbar, que reflete justamente nosso objetivo prioritário de aprofundamento e alargamento da informação disponível, e que, assim, busca aumentar a transparência de mercado.

Isto posto, cabe aqui um introito contrastando as condições atuais de natureza macro e micro que afetam este desenvolvimento de mercado. Em um contexto amplo, que abarca as condições fundamentais políticas e macroeconômicas nacionais, nos deparamos com um momento evolutivo atual que se destaca pela intensidade e variedade de novos fatores em jogo, os quais exercem substancial, ainda que impreciso, impacto na trajetória do mercado de capitais.

Especificamente, o baixo ritmo de crescimento econômico, conjugado com um ambiente inflacionário alto e ascendente e patamar de juros, nominais e reais, bastante elevados configuram um estado das coisas desafiante para a expansão dos segmentos mais sofisticados dos mercados financeiro e de crédito. Ainda, a vulnerabilidade fiscal que se acumula e a dificuldade governamental de construir uma liderança crível –agravadas pela situação inusitada da nossa maior empresa estatal, a qual historicamente tem sido responsável, direta ou indiretamente, por um fluxo desproporcionalmente alto dos investimentos em infraestrutura realizados no país– implicam em uma provável demora para a saída desta armadilha de baixo crescimento econômico.

Perante este panorama que ainda se desenrola, não deixa de ser surpreendente o desempenho auferido por algumas fontes de financiamento imobiliário no Brasil em 2014. Alguns segmentos do mercado de capitais se viram cambaleantes, particularmente as emissões de *equity* e de dívida por parte das empresas do setor imobiliário, mas também o mercado primário de Fundos de Investimento Imobiliário. Porém, outras fontes de financiamento imobiliário apresentaram crescimento marcante em montantes neste último ano. Destaque para o mercado de Letras de Crédito Imobiliário, opção de investimento que se tornou coqueluche no mercado bancário, embora seja um título menos que ideal para a função para a qual foi criado. Outro desempenho a ser singularizado é o do mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários que, por mais um ano, estabeleceu recorde em emissões e acumulou um estoque que já supera os R\$45,00 bilhões.

Os CRI continuam representando a opção de melhor desenho para o financiamento imobiliário, conectando diretamente investidores e captadores e dispensando a gestão de risco intermediária. Entretanto, estes títulos ainda não são utilizados em todo o seu potencial dentro dos objetivos originais de sua

criação, ao mesmo tempo em que são utilizados, de forma não desprezível, para além dos objetivos originais de sua criação (ver capítulo 3).

Assim, a leitura de curto prazo que se faz é a de aumento de incertezas no nível macro de gestão do país, as quais pairam sobre um mercado de crédito imobiliário que, resolutamente, continua a dar mostras de sua capacidade de se desenvolver e se expandir. Em termos gerais, é esta equação de variáveis contraditórias que deve ditar o desempenho do financiamento imobiliário em 2015.

Este Anuário traz um conjunto vasto de dados, informações e análises referentes ao desempenho histórico e em 2014 de todas as fontes de financiamento imobiliário. A publicação busca também fornecer um embasamento empírico que ajude em avaliações de tendências dentro deste quadro descrito acima. O Anuário traz, em primeira mão, uma discussão sobre a criação de um novo instrumento de captação bancária, a Letra Imobiliária Garantida e sobre a implementação deste mercado, ainda por vir, que passa por alguns desafios importantes, com destaque para aqueles relacionados à prática de transparência. O capítulo 5, voltado para aspectos regulamentares e legislativos, escrito pelo escritório PMKA Advogados, também se dedica a este tema.

Ademais, a edição de 2015 desta publicação introduz dados inéditos referentes a outra fonte de financiamento imobiliário oriunda no mercado de capitais: os Fundos de Investimento em Participações dedicados a investimentos em empresas do setor imobiliário, que já somam patrimônio líquido consolidado de aproximadamente R\$20,00 bilhões. Estes são veículos que têm como razão de existência a atuação na gestão e definição de estratégias das empresas investidas e são voltados para o investidor qualificado. Somam, assim, ao conjunto de opções de investimento de natureza imobiliária no mercado de capitais, atendendo a importantes nichos dos universos captador e investidor.

Como já se tornou tradicional, o Anuário dedica seu capítulo 4 aos *Rankings* da Uqbar. Este vasto conjunto de classificações é precedido por uma descrição das principais movimentações de posicionamento entre os prestadores de serviços para os mercados de CRI e de FII ocorridas ao longo de 2014. Os *rankings* são desenvolvidos por critérios que consideram o tamanho e o número de operações realizadas nos mercados primário e secundário.

A partir daqui, primeiro através de um extenso capítulo introdutório de análise, depois, antes dos capítulos finais, por meio dos três capítulos dedicados, respectivamente, às fontes de financiamento do Governo, bancárias e do mercado de capitais, desejamos a todos uma recompensadora leitura.

Como sempre, encorajamos as críticas construtivas e agradecemos aos elogios estimulantes.

**Equipe Uqbar**



PREMIUM

REAG é uma administradora e gestora de recursos especializada em ativos imobiliários, além de plataforma de negócios. Oferece serviços de gestão, administração de FIs, FIPs e origina operações e serviços imobiliários, utilizando os mais variados instrumentos de captação de recursos, alinhada com as melhores práticas de mitigação de riscos.

[www.reag.com.br](http://www.reag.com.br)



Focada na prestação de Serviços Fiduciários para CRIs, Debêntures, Notas Promissórias e Letras Financeiras, além de registro de CCI's na CETIP e BOVESPA, a PENTÁGONO possui profissionais altamente especializados, estando sempre apta e disponível para assessorá-los com extrema diligência e precisão nas mais variadas e inovadoras estruturas nos mercados imobiliário e de capitais, com notável objetividade e disponibilidade 24h/7.

[www.pentagonotruster.com.br](http://www.pentagonotruster.com.br)



A BRAZILIAN SECURITIES COMPANHIA DE SECURITIZAÇÃO desenvolve o mercado brasileiro de títulos imobiliários há mais de 15 anos. Foi a primeira empresa no Brasil a receber a classificação AA1.BR de uma agência internacional de rating. Em 2011, foi adquirida pelo Banco Pan S.A., cujos acionistas controladores são os Bancos BTG Pactual S.A. e Caixa Participações S.A. – CAIXAPAR. Em 2015, recebeu da Fitch Ratings a maior nota do setor: Master Servicer RMS2+.

[www.braziliansecurities.com.br](http://www.braziliansecurities.com.br)



A RB CAPITAL é uma companhia especializada em operações de Crédito Estruturado e Securitização, Investimentos Imobiliários e Gestão de Fundos, que faz uso de instrumentos de mercados de capitais para canalizar recursos de investidores para a economia real, com foco nos setores imobiliário e de infraestrutura.

[www.rbcapital.com](http://www.rbcapital.com)



O PMKA é reconhecido por ser uma pro-business firm, sempre disposta a viabilizar os projetos de seus clientes. Desenvolver operações desafiadoras e complexas está em seu DNA e para tanto é preciso uma vasta experiência técnica aliada a um profundo conhecimento da dinâmica do setor, visão de negócios e um espírito essencialmente criativo e inovador.

[www.pmka.com.br](http://www.pmka.com.br)



A HABITASEC SECURITIZADORA opera em estreita parceria, oferecendo independência, criatividade na estruturação, agilidade na ida a mercado, e flexibilidade no atendimento. Cada transação é precedida de diligente avaliação e profundo aconselhamento. Constituída por sócios com sólida reputação no mercado financeiro, a HabitaSec dispensa rigorosa observância às melhores práticas de mercado.

[www.habitasec.com.br](http://www.habitasec.com.br)



O FATOR é uma Instituição Financeira especializada na estruturação, distribuição e gestão de valores mobiliários lastreados em ativos imobiliários, com equipe dedicada à realização de operações de Renda Fixa (Certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI, Cédula de Crédito Imobiliário – CCI e Cédula de Crédito Bancário – CCB) e Fundos Imobiliários.

[www.fator.com.br](http://www.fator.com.br)



A BM&FBOVESPA é uma empresa verticalizada, que conta com elevado padrão tecnológico. Tem como principais objetivos administrar mercados organizados de títulos, valores mobiliários e contratos derivativos, além de prestar o serviço de registro, compensação, liquidação e depositária, atuando nas três etapas: pré-negociação, negociação e pós-negociação.

[www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)



A INTERSERVICER é líder nacional em serviços de crédito imobiliário, atuando no conceito de full service BPO, unindo tecnologia e excelência operacional para oferecer soluções integradas às transações do mercado financeiro, de capitais e de incorporação imobiliária.

[www.interservicer.com.br](http://www.interservicer.com.br)



O SOUZA CESCÓN é um dos principais escritórios de advocacia do Brasil. Atuamos com dedicação máxima e pensamento estratégico em questões decisivas para grandes empresas e negócios. Nossa equipe tem atuação expressiva na estruturação de operações financeiras voltadas ao mercado imobiliário tais como Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI e Fundos de Investimento dedicados ao mercado imobiliário (FI, FIDC e FIP).

[www.scbf.com.br](http://www.scbf.com.br)

STANDARD



## ÍNDICE DE CONTEÚDO

	<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>11</b>
<b>1</b>	<b>GOVERNO</b>	<b>24</b>
	<b>Introdução</b>	25
	<b>Fundo de Garantia do Tempo do Serviço (FGTS)</b>	26
	<b>Repasses do Governo</b>	30
<b>2</b>	<b>MERCADO BANCÁRIO</b>	<b>33</b>
	<b>Introdução</b>	35
	<b>Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE)</b>	38
	<b>Letras</b>	44
	Letras de Crédito Imobiliário (LCI)	46
	Termos e Condições	49
	Letras Hipotecárias (LH)	50
	Termos e Condições	52
<b>3</b>	<b>MERCADO DE CAPITALIS</b>	<b>54</b>
	<b>Introdução</b>	56
	<b>Renda Fixa</b>	58
	Debêntures de Empresas do Setor Imobiliário	60
	<b>Renda Variável</b>	64
	Ações de Empresas do Setor Imobiliário	66
	Cotas de FII	69
	Termos e Condições	73
	Classificação dos Fundos	75
	Mercado Secundário	78
	Análise Setorial	85
	Investidores	89
	Cotas de FIP	91
	Termos e Condições	91
	<b>Securitização</b>	95
	Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI)	100
	Termos e Condições	101
	Emissores	107
	Cedentes	123
	Mercado Secundário	124
	Investidores	126
	Cotas de FIDC Imobiliário	127
	Termos e Condições	128
	Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI)	132
	Termos e Condições	134

<b>4</b>	<b>RANKINGS DE 2014</b>	<b>135</b>
	<b>Introdução</b>	<b>137</b>
	<b>Mercado Primário</b>	<b>158</b>
	CRI	160
	Securizadoras Imobiliárias	161
	Cotas de FIDC Imobiliário	163
	Cotas de FII	163
	<b>Mercado Secundário</b>	<b>165</b>
	CRI	167
	Negociações	167
	Cotas de FIDC Imobiliário	168
	Negociações	168
	Cotas de FII	169
	Negociações	169
	Rentabilidade	170
	Capitalização	172
	Indicadores	172
	<b>Entidades Emissoras</b>	<b>174</b>
	Securizadoras Imobiliárias	176
	FIDC Imobiliários	177
	FIP Imobiliários	177
	<b>Terceiros</b>	<b>178</b>
	Administradores	179
	FII	179
	FIP Imobiliários	181
	Advogados	182
	CRI	182
	FII	183
	Agências de Classificação de Risco	184
	CRI	184
	Agentes Fiduciários	186
	CRI	186
	Auditores	188
	Securizadoras Imobiliárias	188
	FII	189
	Estruturadores	191
	FII	191
	Líderes	192
	CRI	192
	FII	193
<b>5</b>	<b>LEGISLAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO</b>	<b>194</b>
	Por Alexandre Assolini Mota e Luis Peyser do Escritório PMKA Advogados	

## ÍNDICE DE FIGURAS

Os dados das figuras desta publicação têm como data base 31 de dezembro de 2014. Para acompanhamento contínuo de dados e notícias sobre este mercado, utilize o [Orbis](#) e o [Portal Tlon](#).

FIG. 1	Varição do Saldo de Poupança x Financiamentos Via SBPE (em R\$ milhões)	16
FIG. 2	Varição Anual do Estoque de LCI e LH (em R\$ milhões)	18
FIG. 3	Emissões de Securitização Lastreadas em Crédito Imobiliário (em R\$ milhões)	21
FIG. 4	Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do FGTS	29
FIG. 5	Financiamento Médio por Unidade (em R\$)	29
FIG. 6	Saldo de Repasses do Governo (em R\$ milhões)	32
FIG. 7	Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE	40
FIG. 8	Financiamento Médio por Unidade (em R\$)	41
FIG. 9	Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE em 2014 por Tipo de Financiamento (% de Montante)	41
FIG. 10	Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE em 2014 por Tipo de Imóvel (% de Montante)	42
FIG. 11	Varição Acumulada da Caderneta de Poupança (%)	47
FIG. 12	Depósitos de LCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	48
FIG. 13	Estoque de LCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	48
FIG. 14	Negociações de LCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	48
FIG. 15	Depósitos de LH na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	51
FIG. 16	Estoque de LH na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	52
FIG. 17	Histórico das Ofertas Públicas Primárias de Debêntures de Empresas do Setor Imobiliário	60
FIG. 18	Histórico das Emissões Primárias de Debêntures de Empresas do Setor Imobiliário	62
FIG. 19	Área Principal de Atuação das Companhias Imobiliárias que Emitiram Debêntures em 2014	63
FIG. 20	Histórico das Ofertas Públicas Primárias de Ações de Empresas do Setor Imobiliário	66
FIG. 21	Histórico das Emissões Primárias de Ações de Empresas do Setor Imobiliário	67
FIG. 22	Capitalização de Mercado das 10 Maiores Empresas do Setor Imobiliário em 30/12/2014 (em R\$ milhões)	67
FIG. 23	Histórico da Capitalização de Mercado das Empresas do Setor Imobiliário	68
FIG. 24	Índice Imobiliário (IMOB) - Evolução Histórica	68
FIG. 25	Histórico do Montante de Emissões de FII (em R\$ milhões)	71
FIG. 26	Histórico do Patrimônio Líquido e Número de FII	71
FIG. 27	Histórico da Capitalização de Mercado e Número de FII	72
FIG. 28	Histórico da Capitalização de Mercado sobre Patrimônio Líquido (%)	73
FIG. 29	Número de FII por Tipo de Ativo em 30/12/2014	76
FIG. 30	Composição da Capitalização de Mercado de FII por Tipo de Ativo (% de Montante)	77
FIG. 31	Composição da Capitalização de Mercado por Tipo de Imóvel (% de Montante)	77
FIG. 32	Composição da Capitalização de Mercado por Finalidade (% de Montante)	78
FIG. 33	Histórico dos Negócios Registrados na CETIP	79
FIG. 34	Histórico dos Negócios Realizados na BM&FBOVESPA	80
FIG. 35	Evolução Recente dos Negócios Realizados na BM&FBOVESPA	80
FIG. 36	Histórico da Capitalização de Mercado (em R\$ milhões) – 10 Maiores Índices de Negociabilidade	81
FIG. 37	Histórico do <i>Float</i> Mensal (%) – Maiores Índices de Negociabilidade	82
FIG. 38	Histórico do Rendimento Mensal (% do Valor de Mercado) - 10 Maiores Índices de Negociabilidade	82
FIG. 39	Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários (IFIX) - Evolução Histórica	83
FIG. 40	Histórico do número de FII Registrados para Negociação na BM&FBOVESPA	84
FIG. 41	Histórico das Emissões dos FII Listados por Tipo de Ativo (em R\$ milhões)	85
FIG. 42	Histórico do Montante Negociado dos FII por Tipo de Ativo (em R\$ milhões)	86

FIG. 43	Histórico do Número de Negócios dos FII por Tipo de Ativo	86
FIG. 44	Histórico da Capitalização de Mercado dos FII por Tipo de Ativo (em R\$ milhões)	87
FIG. 45	Histórico do <i>Float</i> Mensal Médio dos FII por Tipo de Ativo (%)	88
FIG. 46	Histórico do Rendimento Médio Mensal dos FII por Tipo de Ativo (% do Valor de Mercado)	88
FIG. 47	Composição do Montante Emitido de FII em 2014 por Classe de Investidor (% de Montante)	90
FIG. 48	Histórico do Montante de Emissões de Securitização (em R\$ milhões)	98
FIG. 49	Histórico do Montante de Emissões de Securitização Imobiliária por Ativo-lastro (em R\$ milhões)	99
FIG. 50	Histórico da Participação das Emissões Imobiliárias por Tipo de Devedor	99
FIG. 51	Histórico do Montante de Emissões de CRI por Ativo-lastro (em R\$ milhões)	103
FIG. 52	Histórico do Montante de Emissões de CRI por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	104
FIG. 53	Depósitos de CRI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	105
FIG. 54	Estoque de CRI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	105
FIG. 55	Composição do Montante Emitido de CRI em 2014 por Faixa Final de Prazo (% de Montante)	106
FIG. 56	Composição do Montante Emitido de CRI em 2014 por Indexador (% de Montante)	107
FIG. 57	Número de Securitizadoras Imobiliárias Registradas na CVM	108
FIG. 58	Participação no Montante de Emissões em 2014 por Securitizadora Imobiliária	109
FIG. 59	Participação Acumulada no Montante de Emissões por Securitizadora Imobiliária	109
FIG. 60	Altere – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	111
FIG. 61	Ápice – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	112
FIG. 62	Barigui – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	113
FIG. 63	Brazilian Securities – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	113
FIG. 64	Brazil Realty – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	114
FIG. 65	BRC – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	115
FIG. 66	Cibrasec – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	116
FIG. 67	Gaia – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	116
FIG. 68	Habitasec – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	117
FIG. 69	ISEC – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	118
FIG. 70	Nova Securitização – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	119
FIG. 71	Pátria – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	119
FIG. 72	PDG – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	120
FIG. 73	Polo Capital – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	120
FIG. 74	RB Capital Companhia de Securitização – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	121
FIG. 75	RB Capital Securitizadora – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	122
FIG. 76	REIT – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	122
FIG. 77	TRX – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)	123
FIG. 78	Número de Cedentes de CRI Pessoa Física por Atividade Econômica – Ano 2014	124
FIG. 79	Número de Cedentes de CRI Pessoa Jurídica por Atividade Econômica - Ano 2014	124
FIG. 80	Negócios de CRI na CETIP e BM&FBOVESPA – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	125
FIG. 81	Composição do Montante Emitido de CRI em 2014 por Classe de Investidor (% de Montante)	126
FIG. 82	Número de FIDC Imobiliários Registrados na CVM	130
FIG. 83	Histórico do Montante de Emissões de Cotas de FIDC Imobiliários (em R\$ milhões)	130
FIG. 84	Histórico do Patrimônio Líquido de FIDC Imobiliários	131
FIG. 85	Depósitos de CCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	132
FIG. 86	Estoque de CCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	133
FIG. 87	Negociações de CCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	133

## ÍNDICE DE TABELAS

Os dados das tabelas desta publicação têm como data base 31 de dezembro de 2014. Para acompanhamento contínuo de dados e notícias sobre este mercado, utilize o [Orbis](#) e o [Portal Tlon](#).

TAB. 1	Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do FGTS	28
TAB. 2	Saldo de Repasses do Governo	31
TAB. 3	Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE	39
TAB. 4	Caderneta de Poupança – Saldo de Depósitos e Remuneração Histórica	43
TAB. 5	Emissões Primárias de Debêntures Realizadas por Empresas do Setor Imobiliário em 2014	61
TAB. 6	FII Registrados para Negociação na BM&FBOVESPA em 2014* - Liquidez e Variação de Preço das Cotas	84
TAB. 7	Lista de FIP Imobiliários	94
TAB. 8	Securitizadoras Imobiliárias Registradas na CVM em 2014	107
TAB. 9	Securitizadoras Imobiliárias que Emitiram CRI em 2014	110
TAB. 10	Lista de FIDC Imobiliários	131
TAB. 11	<i>Ranking</i> de Emissões de CRI por Montante Emitido em 2014	160
TAB. 12	<i>Ranking</i> de Emissões de CRI por Montante Emitido – Consolidado	160
TAB. 13	<i>Ranking</i> de Emissores de CRI por Montante Emitido em 2014	161
TAB. 14	<i>Ranking</i> de Emissores de CRI por Número de Operações em 2014	161
TAB. 15	<i>Ranking</i> de Emissores de CRI por Montante Emitido – Consolidado	162
TAB. 16	<i>Ranking</i> de Emissores de CRI por Número de Operações – Consolidado	162
TAB. 17	<i>Ranking</i> de Emissões de Cotas de FIDC Imobiliários por Montante Emitido – Consolidado	163
TAB. 18	<i>Ranking</i> de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido em 2014	163
TAB. 19	<i>Ranking</i> de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido – Consolidado	164
TAB. 20	<i>Ranking</i> de Negociações de CRI por Montante em 2014	167
TAB. 21	<i>Ranking</i> de Negociações de CRI por Número de Negócios em 2014	168
TAB. 22	<i>Ranking</i> de Negociações de Cotas de FIDC Imobiliários por Montante - Consolidado	168
TAB. 23	<i>Ranking</i> de Negociações de Cotas de FIDC Imobiliários por Número de Negócios - Consolidado	168
TAB. 24	<i>Ranking</i> de Negociações de Cotas de FII por Montante em 2014	169
TAB. 25	<i>Ranking</i> de Negociações de Cotas de FII por Número de Negócios em 2014	169
TAB. 26	<i>Ranking</i> de Variação de Preço de Cotas de FII em 2014	170
TAB. 27	<i>Ranking</i> de <i>Dividend Yield</i> Estimado de Cotas de FII em 2014	170
TAB. 28	<i>Ranking</i> de <i>Dividend Yield</i> Realizado de Cotas de FII em 2014	171
TAB. 29	<i>Ranking</i> de Rentabilidade Efetiva de Cotas de FII em 2014	171
TAB. 30	<i>Ranking</i> de Capitalização de Mercado das Cotas de FII	172
TAB. 31	<i>Ranking</i> de <i>Float</i> de Cotas de FII em 2014	172
TAB. 32	<i>Ranking</i> de Capitalização de Mercado sobre Patrimônio Líquido das Cotas de FII	173
TAB. 33	<i>Ranking</i> das Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI	176
TAB. 34	<i>Ranking</i> das Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI	176
TAB. 35	<i>Ranking</i> de FIDC Imobiliários por Montante de PL	177
TAB. 36	<i>Ranking</i> de FIP Imobiliários por Montante de PL	177
TAB. 37	<i>Ranking</i> dos Administradores de FII por Capitalização de Mercado	189
TAB. 38	<i>Ranking</i> dos Administradores de FII por Número de Fundos Negociados	198
TAB. 39	<i>Ranking</i> dos Administradores de FII por Patrimônio Líquido	180
TAB. 40	<i>Ranking</i> dos Administradores de FII por Número de Fundos	180
TAB. 41	<i>Ranking</i> dos Administradores de FIP Imobiliário por Patrimônio Líquido	181
TAB. 42	<i>Ranking</i> dos Administradores de FIP Imobiliário por Número de Fundos	181

TAB. 43	Ranking dos Advogados por Montante Emitido de CRI em 2014	182
TAB. 44	Ranking dos Advogados por Número de Operações de CRI em 2014	182
TAB. 45	Ranking dos Advogados por Montante Emitido de Cotas de FII em 2014	183
TAB. 46	Ranking dos Advogados por Número de Operações de Cotas de FII em 2014	183
TAB. 47	Ranking das Agências de Classificação de Risco por Montante de CRI Classificado em 2014	184
TAB. 48	Ranking das Agências de Classificação de Risco por Número de Títulos de CRI Classificado em 2014	184
TAB. 49	Ranking das Agências de Classificação de Risco por Montante de CRI Classificado – Consolidado	185
TAB. 50	Ranking das Agências de Classificação de Risco por Número de Títulos de CRI Classificado – Consolidado	185
TAB. 51	Ranking dos Agentes Fiduciários por Montante Emitido de CRI em 2014	186
TAB. 52	Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI em 2014	186
TAB. 53	Ranking dos Agentes Fiduciários por Preço Unitário dos CRI	187
TAB. 54	Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI	187
TAB. 55	Ranking dos Auditores de Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI	188
TAB. 56	Ranking dos Auditores de Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI	188
TAB. 57	Ranking dos Auditores de FII por Capitalização de Mercado	189
TAB. 58	Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos Negociados	189
TAB. 59	Ranking dos Auditores de FII por Patrimônio Líquido	190
TAB. 60	Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos	190
TAB. 61	Ranking dos Estruturadores de FII por Montante Emitido em 2014	191
TAB. 62	Ranking dos Estruturadores de FII por Número de Operações em 2014	191
TAB. 63	Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Montante Emitido em 2014	192
TAB. 64	Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Número de Operações em 2014	192
TAB. 65	Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Montante Emitido em 2014	193
TAB. 66	Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Número Operações em 2014	193

© 2015 Uqbar

A Uqbar Educação e Informação Financeira Avançada Ltda. empregou seus melhores esforços na obtenção e verificação dos dados apresentados neste documento. Nossas informações foram obtidas de fontes que consideramos fidedignas, mas sua exatidão e seu grau de integralidade e integridade não estão garantidos. A Uqbar Educação e Informação Financeira Avançada Ltda. não se responsabiliza por quaisquer perdas ou prejuízos que possam advir de informações equivocadas. Esta publicação não é uma recomendação de compra ou venda.

Todos os direitos autorais inerentes ao presente documento são de propriedade da Uqbar Educação e Informação Financeira Avançada Ltda. Nenhuma das informações desta publicação pode ser copiada, reproduzida, divulgada ou transmitida, no todo ou em partes, em qualquer formato, por qualquer razão, ou por qualquer pessoa, sem autorização da Uqbar Educação e Informação Financeira Avançada Ltda.

# INTRODUÇÃO



**SOUZA, CESCÓN, BARRIEU & FLESCH**  
ADVOGADOS

**REFERÊNCIA EM OPERAÇÕES  
COMPLEXAS ENVOLVENDO  
SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS  
E FUNDOS ESTRUTURADOS**

**SÃO PAULO**  
11 3089.6500

**RIO DE JANEIRO**  
21 2196.9200

**BELO HORIZONTE**  
31 2519.2200

**BRASÍLIA**  
61 3030.1950

**SALVADOR**  
71 3039.4001

[www.scbf.com.br](http://www.scbf.com.br)

O ano de 2014 se revelou um período de continuação de um movimento já duradouro de expansão do crédito imobiliário que ocorre na economia brasileira, porém, ao mesmo tempo, se demonstrou um ano transformativo no que se refere à composição das fontes de financiamento deste setor. Esta transformação ocorre como reflexo e sinalização de desafios crescentes que o mercado imobiliário enfrentará em 2015. Por sua vez, tais desafios decorrem de um quadro macroeconômico que se tornou mais vulnerável recentemente e que clama por ajustes, antes dos quais a própria trajetória de crescimento do crédito imobiliário, em base sustentável, se vê ameaçada.

Atendido o ajuste macroeconômico necessário, as condições fundamentais que justificam uma expectativa construtiva em relação à trajetória de expansão do crédito imobiliário na economia brasileira permanecem sólidas. O nível de juros praticados no país tem amplo espaço para a queda, o tamanho do déficit habitacional e os investimentos corporativos prementes sustentam uma forte demanda ainda a ser satisfeita, e o avanço, incremental e persistente, do quadro institucional e jurídico-regulamentar assegura um enorme potencial de crescimento de fontes alternativas de financiamento dentro do universo do mercado de capitais e, principalmente, do mercado de securitização imobiliária.

Vale também apontar o ainda relativamente baixo nível de alavancagem creditícia que é praticado no Brasil. Ao final de 2014, em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) do país, o montante de saldo de crédito imobiliário atingiu 9,8%. Mesmo já se sobrepondo consideravelmente na comparação com os magros 2,3% referentes ao final de 2008, a fração atual ainda se mostra moderada quando contraposta aos índices alcançados em alguns países de grau de desenvolvimento comparável. Por exemplo, também em relação ao respectivo PIB, no Chile, ainda ao final de 2012, o crédito imobiliário representava 18,9% e, na África do Sul, ao término de 2013, alcançava 22,0%. Se, por outro lado, a comparação se desse em relação aos países mais desenvolvidos, constataria-se uma substancial diferença em relação à atual alavancagem brasileira. Ao final de 2013, nos Estados Unidos e no Reino Unido estes índices se fixavam em 62,1% e 80,6% respectivamente<sup>1</sup>.

Em um mercado de crescente montante de crédito imobiliário, em função do impacto desta variável na demanda, o corolário se torna a ascensão do nível geral de preços dos imóveis. Além disto, quando a demanda por crédito imobiliário supera a oferta de recursos, os preços dos empréstimos, na forma de seu custo de financiamento, também tendem a subir. No Brasil da última década, o primeiro fenômeno vem ocorrendo, se arrefecendo somente a partir do último ano. Mas, quando se aproximou o final do ano de 2014, os primeiros sinais indicando um terreno fértil para a ocorrência também

<sup>1</sup> Fontes para os diversos índices citados no parágrafo: Banco Central do Brasil, Hypostat, HOFINET, Banco Central de Chile

do segundo fenômeno se materializaram. Entretanto, devido ao efeito das restrições regulamentares que vigoram no financiamento imobiliário no Brasil, o segundo fenômeno tende a se revelar menos através do comportamento dos custos de financiamento e mais através de uma transformação na composição das fontes de financiamento imobiliário.

Tal qual tem sido sua formatação estrutural em edições anteriores, este Anuário cobre o desempenho no último ano das fontes de financiamento imobiliário governamentais, bancárias e do mercado de capitais. As principais fontes de cada um destes grupos cresceram nominalmente em 2014. Porém, houve diferenças importantes entre os ritmos de crescimento de fontes distintas e, conforme indicado, há sinais de variação de sustentabilidade entre elas.

As fontes governamentais, dimensionadas muito em função dos objetivos de disponibilização de recursos voltados para o financiamento habitacional das classes de renda mais baixa, viabilizadas através de repasses diretos do orçamento federal e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), alcançaram seus maiores níveis de montante anual em 2014. Todavia, como apontado no primeiro capítulo desta publicação que é dedicado a este conjunto de fontes, a sustentabilidade do forte ritmo histórico de crescimento das mesmas se encontra ameaçada. Tal leitura se fundamenta, principalmente, no estado atual das contas fiscais do Governo e na expectativa de moderação na capacidade de investimentos do FGTS.

## **POUPANÇA X LCI**

Quando se passa para a análise do comportamento das fontes bancárias, abordadas no segundo capítulo desta publicação, pode se detectar uma tendência de alteração de forças entre os dois principais mecanismos de captação. A caderneta de poupança, veículo de passivo bancário característico das instituições financeiras participantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), que tem sido a fonte de financiamento imobiliário protagonista no mercado brasileiro, atravessa um período que aponta para uma potencial exaustão de recursos suficientes. A outra fonte bancária relevante, as Letras de Crédito Imobiliário (LCI), atravessa fase de pujança, estendendo um período multianual de crescimento vigoroso.

Porém, são as condições de contorno estabelecidas através da regulamentação que determinam em grande parte o comportamento destas fontes. Os recursos captados via caderneta de poupança, remunerados de forma regulada, são, também por exigência regulamentar, direcionados preponderantemente para a concessão de crédito habitacional no âmbito do

Sistema Financeiro de Habitação (SFH)<sup>2</sup>. Isto significa que, para esta parte do fluxo financeiro bancário, quase não há margem para se alterar preço, na forma de remuneração de depósitos captados e/ou de custo de financiamentos concedidos, como reflexo de alterações entre as forças de demanda e de oferta de recursos. Do lado da captação, a caderneta de poupança tem sua remuneração atrelada à Taxa Referencial (TR) acrescida de 6,0% ao ano. Do lado da concessão de crédito no âmbito do SFH, o custo dos financiamentos não pode superar a TR acrescida de 12,0% ao ano, mas, devido à atuação dominante da Caixa Econômica Federal, instituição financeira pública que tem buscado atender à demanda acima dos níveis de direcionamento exigidos, o custo dos financiamentos, em base competitiva, tem sido bem menor.

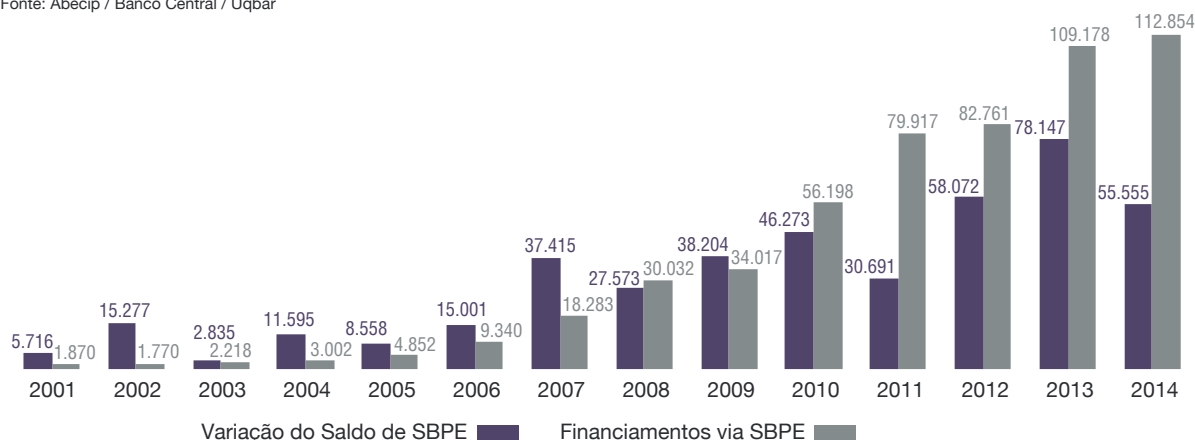
Assim, devido à distorção causada pela prática de preços fixos em ambos os lados do balanço bancário, em um cenário de taxas de juro real que se elevaram (em contraposição à TR constante), tal qual se sucede neste momento no país, diminui-se o poder de captação de recursos via caderneta de poupança, subtraindo-se o volume ofertado para a concessão de crédito, ao mesmo tempo em que se aumenta o incentivo para se tomar empréstimos, adicionando-se à demanda por crédito. O resultado é uma trajetória rumo ao desequilíbrio entre a oferta e a demanda de financiamentos habitacionais no âmbito do SFH. Os números referentes às evoluções anuais do volume de novos financiamentos imobiliários com recursos da poupança, incluindo a parcela concedida a taxas de mercado, e de variação de saldo total da poupança começam a apontar nesta direção, conforme ilustrado na **figura 1**. Sendo a retomada do aumento da taxa de juros um evento que se iniciou apenas no final do ano de 2014, os números anuais ainda não traduzem claramente esta tendência. Porém, vale destacar que em janeiro de 2015 a captação via poupança registrou o seu pior resultado mensal em 20 anos, com uma saída líquida de R\$4,45 bilhões.

<sup>2</sup> As instituições financeiras que são membros do SBPE, de acordo com as regras do Sistema Financeiro da Habitação (SFH), devem cumprir limites mínimos de alocação para o financiamento imobiliário, a maior parte habitacional, com os recursos captados através da caderneta de poupança. A maior parte destes financiamentos deve ser concedida a taxas de juros indexadas à Taxa Referencial (TR) e sujeitas a um teto. Adicionalmente, outra parcela destes recursos deve ser alocada como depósito compulsório no Banco Central. O montante restante, que é captado através da caderneta de poupança e que deve ser alocado para financiamentos imobiliários, mas podendo ser concedido a taxas de juros de mercado, ou que pode ser alocado para outros fins, representa menos que 25,0% do total.

Variação do Saldo de Poupança X Financiamentos Via SBPE (em R\$ milhões)

FIG. 1

Fonte: Abecip / Banco Central / Uqbar



Em 2014 o saldo da poupança cresceu R\$55,55 bilhões, aumento 28,9% menor que aquele registrado no ano anterior, no qual havia alcançado R\$78,15 bilhões. Em contraposição, os novos financiamentos imobiliários com recursos da poupança atingiram R\$112,85 bilhões no último ano, valor 3,4% superior aos R\$109,18 bilhões referentes a 2013, e aproximadamente o dobro do incremento do saldo da poupança em 2014. Mesmo levando em conta ajustes necessários para a avaliação completa sobre a suficiência de recursos provenientes da poupança como, por exemplo, o fluxo de amortização de financiamentos imobiliários antigos e a alocação referente ao Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS)<sup>3</sup>, a divergência de trajetórias das duas variáveis da **figura 1** começa a ganhar nitidez. A interpretação direta é a de que a demanda por crédito imobiliário no âmbito do SFH supera o montante de recursos exigível de ser direcionado que é ofertado para este tipo de crédito.

Por outro lado, a interação entre as forças de demanda e de oferta no mercado de crédito imobiliário associado àquela que é a outra fonte bancária relevante, as LCI, tem sido determinada de forma diferente, senão inversa. Aqui, no contexto atual monetário e macroeconômico, a oferta potencial de recursos parece partir de um patamar mais elevado que a demanda por empréstimos, sendo que então o equilíbrio é buscado através do mecanismo de preço, variável que é virtualmente livre no caso deste segmento do mercado de crédito imobiliário.

<sup>3</sup> O Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), criado há mais de 40 anos, assegura às instituições financiadoras o ressarcimento de eventuais saldos devedores residuais de financiamentos habitacionais efetuados no âmbito do SFH, decorrentes do descompasso entre as formas de reajuste das prestações e dos saldos devedores. Em função dos vários planos econômicos do Governo que ocorreram neste período, que resultaram em interferências no cálculo destas variáveis, o FCVS se tornou um ativo de dimensões relevantes que é contabilizado pelas instituições financeiras para fins de exigibilidade de alocação mínima de recursos captados pela caderneta de poupança para o financiamento imobiliário.

Pelo fato das LCI, títulos representando passivo (e risco) bancário, serem isentas de tributação para o investidor pessoa física, contarem com cobertura do Fundo Garantidor de Créditos (FGC) e poderem ser emitidas com prazo curto de vencimento e remuneração atrelada à taxa DI, esta opção de investimento se tornou uma coqueluche entre grande parte dos poupadores, inclusive sendo responsável por um substancial redirecionamento de recursos que antes se encontravam alocados na caderneta de poupança. Do ponto de vista da instituição financeira emissora e captadora, o desafio -ou gargalo- passou a ser a originação de lastro suficiente para estes títulos.

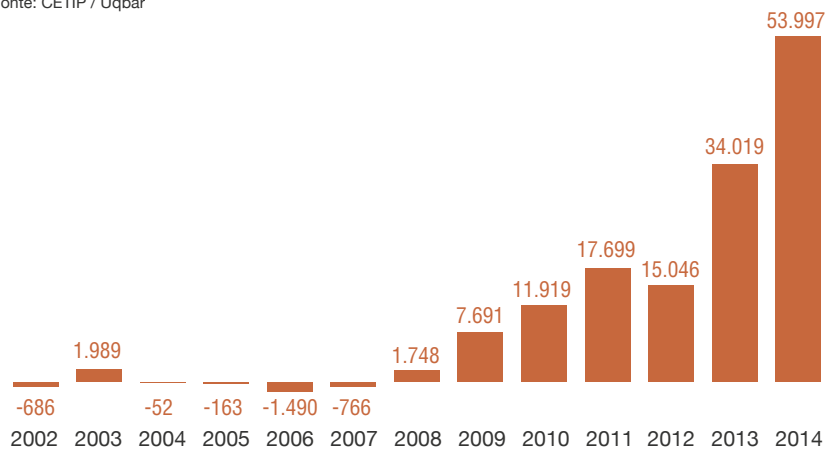
A razão de ser de uma LCI, ou condição regulamentar para sua emissão, é a existência de um lastro que deve ser composto por créditos imobiliários em valor equivalente. Assim, em função do (alto) custo a taxas de mercado necessário para a rentabilização das LCI, os financiamentos imobiliários que lastreiam estes títulos não se avolumam em montante suficiente. Os bancos, frente à demanda potencial por parte de investidores de LCI, se deparam com limites em sua capacidade de originação dos créditos imobiliários necessários para a emissão daqueles títulos. Tal desequilíbrio tende a ser corrigido através dos preços, principalmente do lado da captação, ou seja, via uma redução da remuneração das LCI.

Ao longo de 2014, em um mercado que continuou a ser turbinado pela forte demanda por crédito imobiliário mesmo a taxas de mercado, os bancos foram capazes de aumentar substancialmente o volume de créditos imobiliários utilizados para lastrear as LCI, mesmo que estes créditos não tenham sido em volume suficiente para satisfazer integralmente o apetite do universo investidor. Analisando-se a evolução histórica do aumento de estoque destes títulos no mercado, captura-se o papel de peso crescente que esta fonte bancária vem desempenhando no financiamento imobiliário. A **figura 2** ilustra esta tendência, exibindo a variação anual do estoque de Letras de Crédito Imobiliário, adicionado ao de Letras Hipotecárias (LH), este último um instrumento similar à LCI, mas de utilização cada vez menor (ver seção sobre as Letras Hipotecárias no capítulo 2).

Variação Anual do Estoque de LCI e LH (em R\$ milhões)

FIG. 2

Fonte: CETIP / Uqbar



Os valores de aumentos anuais do estoque das Letras vêm crescendo anualmente, com exceção para 2012, atingindo impressionantes R\$54,00 bilhões em 2014. A dimensão deste aumento anual é significativa quando comparada aos valores de novos financiamentos e de aumento de saldo da caderneta de poupança. Neste sentido, parece que a parcela do crédito imobiliário total bancário que é viabilizada através da captação via emissão de LCI vem ganhando terreno em relação à parcela oriunda de recursos da poupança.

Aqui vale a pena apontar, apesar do crescimento recente verificado para os dois tipos de fonte bancária de recursos para o financiamento imobiliário, a precariedade destes instrumentos de captação, principalmente as LCI, em relação a alguns aspectos relacionados a seus fins. Diferentemente dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), a serem abordados a seguir, as LCI emitidas no mercado são títulos que comumente são descasados, em relação a prazo e indexador de remuneração, dos créditos imobiliários que compõem o seu lastro. No caso da caderneta de poupança, o descasamento ocorre apenas pelo fato de se tratar de um tipo de investimento resgatável a qualquer momento. Assim, a opção de resgate que o poupador possui inexistente na ponta do ativo bancário, ou seja, no empréstimo imobiliário. Para ambos os instrumentos, cabe aos bancos captadores gerir o risco de descasamento.

## LETRA IMOBILIÁRIA GARANTIDA (LIG)

Do ponto de vista de gestão de risco de balanço das instituições financeiras, o surgimento de uma alternativa, também bancária, de captação de recursos a serem direcionados para o crédito imobiliário e que mitigue os riscos de descasamento típicos de uma LCI merece ser abordado aqui. O capítulo 5 deste Anuário, dedicado aos aspectos de regulamentação e legislação, traz um artigo voltado principalmente para as questões desta natureza relacionadas à criação e à implementação de mercado da Letra Imobiliária Garantida (LIG). Este título, já criado através de lei, aguarda norma complementar específica por parte do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil.

Em linhas gerais, a LIG é um título de passivo bancário que conta com um lastro composto por créditos imobiliários. Este lastro, por sua vez, é apartado do acesso de terceiros através da instituição de um regime fiduciário e garante a dívida representada pelo título. Trata-se, assim, de um instrumento criado no país visando a equivalência a um *Covered Bond*, título utilizado no exterior, principalmente no mercado europeu. Além disto, a LIG poderá contar, entre outros tipos, com remuneração atrelada à variação cambial e com isenção tributária para alguns tipos de investidores, como, por exemplo, o investidor pessoa física e o não residente.

A criação de um mercado efetivo de LIG requer importantes avanços da prática do mercado brasileiro. Para que instituições financeiras, através de emissões de LIG, possam realizar captações de longo prazo a um custo compatível com seus objetivos, o risco associado ao balanço destas instituições deve ser tangivelmente mitigado pelo valor da garantia do título, que é o seu lastro e que é composto por créditos imobiliários. Para tanto, ou, em outras palavras, para que seja possível um investidor alocar um valor para esta garantia, precificando-a, é fundamental que se pratique um nível de transparência de mercado muito além do que se atingiu até hoje no mercado brasileiro em operações estruturadas. Fluxo de dados pulverizados, completos e tempestivos, divulgados de forma padronizada e capturável por sistemas de informação, referentes a variáveis como inadimplência, substituições e recompras de recebíveis, recuperação de garantias, vacância, performance operacional, vendas e níveis de concentração, corresponde a uma condição *sine qua non*, ainda longe de ser satisfeita na prática do mercado brasileiro, para o real surgimento de um mercado de LIG.

Aquele tipo de investidor que historicamente adquire títulos como os *Covered Bonds*, e que, subentende-se, é alvo principal dentro do racional da criação das LIG, é tecnicamente familiar e exigente em relação à transparência necessária para uma efetiva precificação e alocação de seus investimentos. E a poupança externa, oriunda destes investidores, que são os institucionais estrangeiros como fundos de pensão e seguradoras, parece chave para um destino de sucesso de um eventual mercado de LIG.

## CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI)

Quando se analisa o desempenho no último ano das fontes de financiamento imobiliário oriundas no mercado de capitais brasileiro, foco do capítulo 3 desta publicação, percebe-se que, mesmo com suas imperfeições, o mercado de CRI –o principal título de securitização imobiliária no país– é o único que logrou se expandir em um ano de baixíssimo crescimento econômico e de poucas emissões corporativas. O CRI foi criado especificamente para o financiamento imobiliário, de forma que o fluxo de pagamento de seu lastro (créditos imobiliários) é casado com suas obrigações com investidores, viabilizando uma conexão direta entre investidores e captadores do segmento e, assim, possibilitando que os primeiros se exponham ao risco dos últimos de forma pulverizada. Estas características tem possibilitado um crescimento quase ininterrupto de seu mercado desde o começo da década passada, há 15 anos.

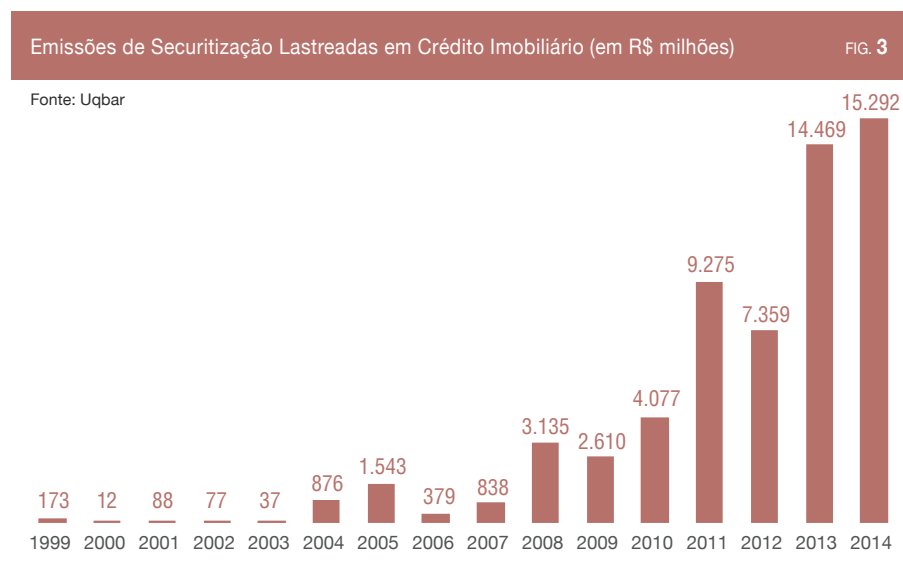
Por sua vez, em 2014, emissões de debêntures por empresas do setor imobiliário ocorreram em nível bem abaixo que no ano anterior. Em relação às emissões de ações no setor, estas foram simplesmente nulas. Também no mercado primário de cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII), um segmento de fortíssima expansão até meados de 2013, registrou-se um volume anual muito abaixo daqueles referentes aos três anos anteriores. Tal cenário, principalmente no que tange ao mercado de FII, tende a se inverter somente a partir de um movimento sustentável para baixo da curva de juros da economia brasileira.

Outra fonte de financiamento imobiliário oriunda no mercado de capitais que ganha relevo por sua dimensão conquistada são os Fundos de Investimento em Participações (FIP) dedicados a investimentos neste setor. Pela primeira vez no histórico dos Anuários, esta edição traz, de forma bastante introdutória, alguns dados e informações referentes a este segmento, que já soma quase R\$20,00 bilhões em patrimônio consolidado. Os FIP, veículo que tem como característica existencial a sua atuação na gestão e na estratégia de suas empresas investidas e que são voltados para o investidor qualificado, diferem bastante no seu perfil de risco quando comparados aos FII, complementando, assim, o conjunto de opções que o universo investidor usufrui para se expor ao mercado imobiliário através de gestão financeira profissionalizada e de carteiras pulverizadas.

Em direção contrária ao ocorrido com a maioria das fontes de financiamento imobiliário do mercado de capitais, as emissões anuais de securitização imobiliária em 2014, incluindo as operações de CRI e de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) Imobiliários<sup>4</sup>, estabeleceram

<sup>4</sup> Os FIDC Imobiliários, responsáveis por apenas R\$142,0 milhões em emissões em 2014, são abordados no capítulo 3.

novo recorde histórico, sendo que somente a parcela lastreada em Créditos Imobiliários atingiu R\$15,29 bilhões. A **figura 3** apresenta a evolução anual do montante de emissão de títulos de securitização lastreados em créditos imobiliários, excluindo assim as operações que são classificadas pela Uqbar como pertencentes à classe de ativo-lastro Aluguel.



O CRI vem apresentando crescimento relevante como fonte alternativa de financiamento, aumentando gradativamente seu papel no atendimento da demanda por crédito imobiliário. Isto, mesmo levando-se em conta o papel ainda limitado das instituições financeiras como cedentes puros de lastro imobiliário para as operações de CRI, já que em algumas operações os bancos atuam concomitantemente como cedentes e como investidores de CRI, não raro visando contabilizar sua posição como investidor para fins de exigibilidade de direcionamento de recursos captados via caderneta de poupança.

Como no caso das Letras, a dimensão das cifras anuais de emissões de CRI, contraposta aos números anuais referentes ao aumento do saldo e de novos financiamentos com recursos da poupança, indica um papel ascendente sendo desempenhado pelo mercado de securitização como fonte de financiamento imobiliário no contexto de crescimento da demanda por crédito imobiliário no país.

Já a demanda por investimentos em CRI continua com grande potencial de avanço. Os FII, desde o advento da Instrução CVM nº 472 em 2008, podem montar suas carteiras compostas por este título estruturado. Assim, o pequeno investidor pessoa física, preponderante no mercado de FII, pode adquirir indiretamente o CRI, usufruindo da capacidade de gestão profissional destes fundos.

Para realizar seu pleno potencial como fonte de financiamento imobiliário, o mercado de CRI, que conta com um marco jurídico-regulamentar que evolui há 18 anos, necessita continuar avançando nas áreas de transparência e governança. O desenho sendo formulado atualmente para um eventual nascimento de um mercado de LIG deveria levar muito em consideração os desafios e incrementais conquistas da experiência do mercado de CRI. É através desta experiência que se constata, de fato, a fundamental importância da transparência como premissa para o funcionamento de um mercado que possa efetivamente avaliar e monitorar o valor do lastro que estes dois títulos, que muito têm em comum, possuem.

### CONCLUSÃO

Para concluir esta Introdução do Anuário, cumpre voltar ao ponto inicial deste texto, que apontou as condições necessárias para a sustentabilidade do crescimento do crédito imobiliário na economia brasileira. As trajetórias de evolução da composição e da dimensão do *funding* do financiamento imobiliário no Brasil serão sempre determinadas pelas transformações de natureza macroeconômica, institucional e política que ocorrem no país, todas elas bastante interdependentes. Há pouco mais de 50 anos, políticas públicas habitacionais de maior escopo começaram a ser desenhadas e implementadas no país. Mas as décadas que se sucederam se caracterizaram, em grande parte, pela volatilidade macroeconômica e, conseqüentemente, o precário avanço institucional, tornando de baixo alcance os efeitos daquela que fosse a política pública setorial em vigor.

Foi somente a partir de um quadro de maior estabilidade macroeconômica, tal qual se logrou no Brasil a partir da segunda metade da década de 90, principalmente com a implantação do plano Real, que se criaram as condições necessárias para o progresso institucional no setor imobiliário e para a atuação efetiva governamental.

Nos últimos dez anos o financiamento imobiliário se expandiu em forte ritmo no país. O Governo participou ativamente desta expansão como fonte direta de recursos, e também como regulador. O mercado bancário, a principal fonte para o setor, finalmente desenvolveu escala e capacidade de atuar na concessão de novos empréstimos imobiliários habitacionais. E o mercado de capitais, principalmente o seu segmento de securitização imobiliária, tornou-se uma fonte complementar substancial para viabilizar o financiamento imobiliário diversificado no país através da participação direta do investidor.

Entretanto, um desempenho macroeconômico mais recente de maior vulnerabilidade volta a ameaçar a sustentabilidade da trajetória de crescimento de algumas das principais fontes de financiamento imobiliário existentes no país. O crescimento econômico pífio, juntamente com uma situação fiscal vulnerável, uma alta e persistente inflação e uma majoração das taxas de juros, descrevem esta fiel do cenário nacional na entrada de 2015, geram impacto negativo tangível na alocação de recursos governamentais e também, em função de seu desenho atual, na principal fonte bancária para o setor imobiliário que é a caderneta de poupança.

Assim, neste momento, requer-se o retorno em direção à robustez macroeconômica como premissa prioritária para a continuidade do movimento de expansão do volume de financiamento imobiliário no Brasil. Uma vez reconquistada a estabilidade macroeconômica, retoma-se o fôlego das fontes de financiamento imobiliário governamentais e bancárias, e também do mercado de capitais. Este último passa então a usufruir das condições propícias para o seu aprofundamento, através do avanço da qualidade e da prática institucional.

Na medida em que o país progredir economicamente, suas fontes de financiamento existentes se deslocarão de uma maior dependência de aportes e subsídios diretos do Governo na direção de um maior volume de crédito bancário de mercado e, em um estágio mais avançado, para um crescimento das operações de mercado de capitais e do investimento pulverizado por parte de todo o universo investidor.

A Introdução termina aqui e este Anuário dá prosseguimento com seus três seguintes capítulos centrados, respectivamente, nas fontes de financiamento imobiliário do Governo, do Mercado Bancário e do Mercado de Capitais. Nestes capítulos é apresentado um vasto conjunto de dados e informações referentes ao ano de 2014 e ao histórico precedente. Na sequência, é apresentado o capítulo de *Rankings* e o de Legislação e Regulamentação, este último escrito por Luiz Peyser e Alexandre Assolini Mota, do escritório PMKA Advogados.

1

GOVERNO

## INTRODUÇÃO

O capítulo Governo aborda o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e os Repasses do Governo, duas fontes de financiamento cuja responsabilidade está, direta ou indiretamente, atribuída ao Poder Executivo Federal. No âmbito do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço, um fundo que conta com sua captação garantida através de contribuições obrigatórias por parte de empresas em nome de seus empregados, a atuação do Governo se dá pela sua participação no conselho que gere e administra o fundo. Já os Repasses do Governo têm origem direta no Orçamento Geral da União (OGU).

Pelo menos desde 1964 a política habitacional tem sido tratada, por sucessivos governos, como uma premente questão brasileira. A partir desta data foram coordenadas iniciativas governamentais, em nível federal, a fim de estimular o crédito imobiliário e habitacional no Brasil. Já naquele primeiro momento, optou-se por viabilizar *funding* para o setor através da atuação de um banco público setorial (Banco Nacional da Habitação) e da implementação do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) e, logo depois, através do próprio FGTS e do advento do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), envolvendo captação pública de poupança e concessão de crédito direcionado. Mais recentemente, sob a bandeira de um programa governamental como o Minha Casa Minha Vida, se iniciou um novo e amplo ciclo de política habitacional.

Passado meio século, o FGTS permanece como um canal vital de operacionalização da política setorial do governo, e agora se conjuga com outro mecanismo, os Repasses do Governo, para a viabilização de vultosos montantes a serem utilizados na ampliação da capacidade de financiamento do setor imobiliário, em especial de sua variante habitacional, no segmento de mais baixa renda. O ritmo de crescimento dos recursos provenientes destas duas fontes destinados ao setor habitacional se manteve alto e ininterrupto nos últimos dez anos. Todavia, não parece verossímil que esta tendência se sustente no médio prazo. Os limites do modelo adotado começam a assumir contornos mais definidos, na medida em que se combinam intempéries econômicas e fiscais e a própria concepção dos mecanismos de financiamento atualmente em vigor.

As duas seções neste capítulo são dedicadas ao FGTS e aos Repasses do Governo, respectivamente as principais fontes de financiamento utilizadas para se pôr em prática a política governamental dedicada ao setor imobiliário. São apresentados tabelas e gráficos, além de uma descrição sumarizada, referentes aos dados quantitativos relacionados ao desempenho histórico destas duas fontes até o ano de 2014.

# FUNDO DE GARANTIA DO TEMPO DE SERVIÇO (FGTS)

O Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) é administrado por um conselho curador composto por representantes oriundos das classes de trabalhadores e dos empregadores e também do governo. Este último também atua, por meio do Ministério das Cidades, na elaboração de orçamentos e definição de metas. Além disto, a importância da Caixa Econômica Federal (CEF), instituição financeira estatal, na estrutura operacional do FGTS é bastante relevante. Como agente operador do fundo, uma de suas atribuições é centralizar todos os recolhimentos e realizar os repasses aos agentes financeiros autorizados a atuar no Sistema Financeiro de Habitação (SFH) que, posteriormente, concedem o financiamento aos tomadores de recursos. Ademais, como principal agente financeiro do FGTS, a CEF é responsável direta pelas suas operações de concessão de crédito imobiliário utilizando recursos do fundo.

Em essência, o FGTS tem por objetivo a proteção do trabalhador demitido sem justa causa. Para tanto, depósitos equivalentes a 8,0% do valor do salário dos empregados são efetuados regularmente na CEF pelos empregadores, em contas vinculadas ao contrato de trabalho. O trabalhador poderá sacar a respectiva quantia em momentos específicos e pré-definidos, como por exemplo, na aquisição de imóvel por parte de não proprietário, desde que esteja empregado há mais de três anos.

Em relação ao saldo mantido pelos empregados no fundo, sua atualização monetária é alvo de numerosos questionamentos no âmbito judicial. Os trabalhadores pleiteiam que o saldo seja corrigido por índice de inflação, em alternativa à Taxa Referencial (TR) utilizada hoje, e que seja feita a respectiva reposição de perdas. A mudança proporcionaria efetiva correção monetária, tendo em vista que a TR é constantemente inferior a índices de inflação. Decisões judiciais favoráveis já foram tomadas, ainda que em primeira instância. O caso agora está sob análise do Supremo Tribunal de Justiça (STJ). A ampla substituição da TR por índice de inflação encareceria em grande medida o crédito habitacional concedido com recursos do FGTS.

Os recursos assentados no FGTS financiam importantes investimentos em programas de habitação popular, saneamento básico e infraestrutura urbana. Com efeito, a capacidade de financiamento do FGTS está associada com a evolução dos saques e da arrecadação ao longo do tempo, estando, portanto, suscetível às condições macroeconômicas vigentes. Nos últimos anos, o número crescente de montante e de números de unidades habitacionais financiadas foi franqueado, principalmente, pela ascensão da formalização do mercado de trabalho brasileiro, em conjugação com o aumento real dos salários.

Em 2014 o total de recursos aplicados pelo FGTS ultrapassou a marca dos R\$59,69 bilhões, tendo o setor imobiliário respondido por 70,9% deste universo. A participação preponderante do setor imobiliário nos investimentos do FGTS é uma constante histórica, mas adquiriu especial relevo pelas políticas habitacionais desenvolvidas nos últimos governos, direcionada, em grande medida, aos estratos sociais de menor poder aquisitivo.

Além do financiamento imobiliário direto, como na construção de unidades habitacionais, o FGTS atua indiretamente através de investimentos em aquisição de debêntures, cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) com lastro em operações de habitação, bem como de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). No último caso, desde 2011 o FGTS investe largas somas em CRI de lastro composto por créditos imobiliários originados junto ao SFH. Em 2014, por exemplo, a cifra destinada à aquisição destes títulos alcançou R\$1,71 bilhão. No capítulo 3, dedicado às fontes de financiamento do mercado de capitais, trataremos sobre o investimento do FGTS em FII e em CRI.

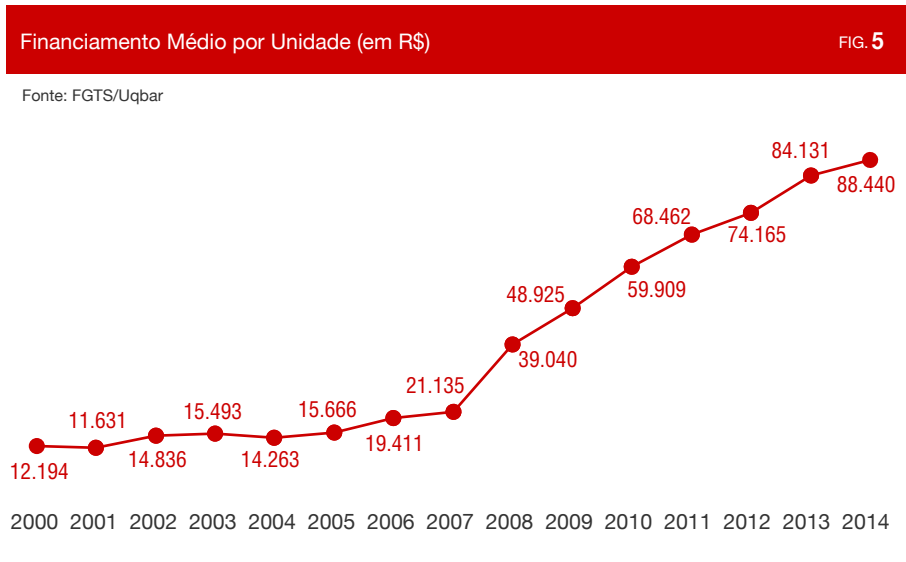
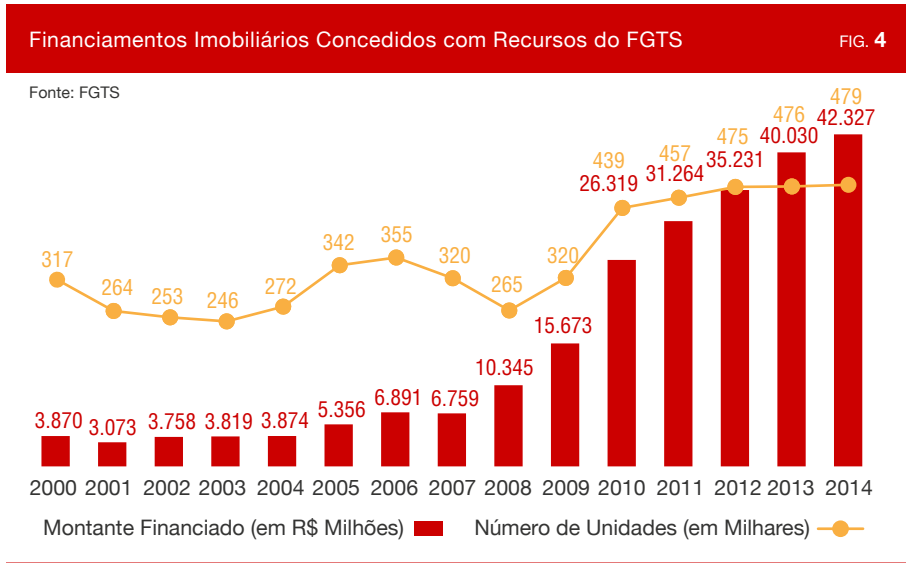
A **tabela 1** e as **figuras 4 e 5** a seguir apresentam dados sobre a evolução histórica do financiamento imobiliário concedido com recursos do FGTS<sup>1</sup>. Entre 2008, ano em que pela primeira vez se ultrapassou os R\$10,00 bilhões em montante financiado e que marcou o início da trajetória de alta deste indicador, e 2014, quando a quantia atingiu R\$42,33 bilhões, se depreende uma taxa de crescimento anual da ordem de 26,5%. O expressivo crescimento anual deste indicador fez par com o desempenho do número de unidades financiadas entre 2008, um ponto crítico, e 2010. A partir dali, e principalmente nos últimos três anos, este último indicador obteve trajetória decrescente.

Como ilustra a **figura 4**, o número de unidades habitacionais financiadas saltou de 264.992, em 2008, para 478.594, em 2014, um crescimento anual equivalente a 10,4%. Na comparação entre 2014 e 2013 nota-se o arrefecimento do ritmo de crescimento em relação a ambos os indicadores, tendo o montante financiado aumentado 5,7%, ao passo que o número de unidades financiadas subiu apenas 0,6%. Pela conjunção destes dois indicadores, tem-se que o valor de financiamento médio por unidade descreveu nova alta em 2014, ainda que em ritmo menos intenso que nos anos anteriores. Em ciclo de alta iniciado em 2005, o valor de financiamento médio por unidade encerrou 2014 alcançando R\$88.440,35, nível 5,1% superior ao registrado em 2013, de R\$84.130,73.

Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do FGTS								TAB. 1
Ano	Quantidade de Contratos	Montante (R\$ milhões)	Variação (%)	Número de Unidades	Variação (%)	Valor Médio Financiado (R\$)	Variação (%)	
2000	238.011	3.870	-	317.353	-	12.194	-	
2001	217.134	3.073	-20,6	264.191	-16,8	11.631	-4,6	
2002	195.018	3.758	22,3	253.343	-4,1	14.836	27,6	
2003	174.129	3.819	1,6	246.482	-2,7	15.493	4,4	
2004	192.095	3.874	1,4	271.588	10,2	14.263	-7,9	
2005	270.541	5.356	38,3	341.907	25,9	15.666	9,8	
2006	307.073	6.891	28,7	355.025	3,8	19.411	23,9	
2007	217.662	6.759	-1,9	319.787	-9,9	21.135	8,9	
2008	198.240	10.345	53,1	264.992	-17,1	39.040	84,7	
2009	241.369	15.673	51,5	320.346	20,9	48.925	25,3	
2010	273.728	26.319	67,9	439.313	37,1	59.909	22,5	
2011	267.908	31.264	18,8	456.667	4,0	68.462	14,3	
2012	240.787	35.231	12,7	475.037	4,0	74.165	8,3	
2013	271.208	40.030	13,6	475.811	0,2	84.131	13,4	
2014	298.164	42.327	5,7	478.594	0,6	88.440	5,1	

Fonte: FGTS/Uqbar

<sup>1</sup> Todos os números desta seção têm como base o site do FGTS, que foi consultado em 08/01/2015.



A abordagem sobre os investimentos do FGTS em cotas de Fundos de Investimento Imobiliário e em Certificados de Recebíveis Imobiliários será apresentada no capítulo 3, o qual é dedicado às fontes de financiamento do mercado de capitais.

# REPASSES DO GOVERNO

Os Repasses de Governo são uma destacada fonte de financiamento habitacional sob controle direto do governo, comparável à quantia empenhada pelo FGTS. Os Repasses do Governo são oriundos do Orçamento Geral da União, tendo como fonte de recursos o Tesouro Nacional.

A seguir, são apresentadas a **tabela 2** e a **figura 6**, com dados sobre a evolução histórica anual do saldo de Repasses do Governo. Mesmo referindo-se a dados parciais concernentes a 2014, com números referentes apenas até o mês de setembro, nota-se, todavia, um significativo incremento ante o final de 2013. Em 2014 até setembro, o saldo de Repasses do Governo já alcançava a marca de R\$145,96 bilhões, crescimento de 18,6% frente à cifra registrada em fins de 2013, de R\$123,02 bilhões. A diferença absoluta entre ambos os períodos, por sua vez, é da ordem de R\$22,94 bilhões. Comparado ao desempenho de 2011, ano em que o saldo de Repasses do Governo se fixava em R\$71,85 bilhões, a marca registrada até meados de 2014 já indica duplicação do valor de montante repassado.

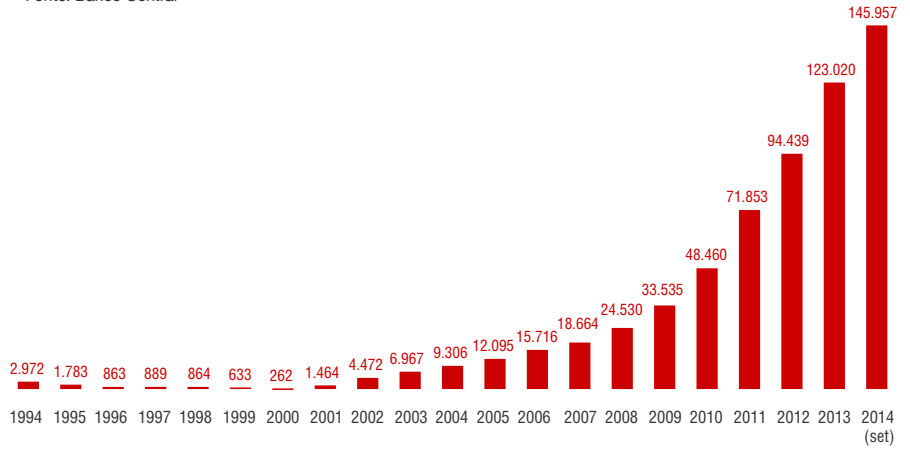
Saldo de Repasses do Governo			TAB. 2
Ano	Valores Nominais (em R\$ milhões)	Variação (%)	
1994	2.972	-	
1995	1.783	-40,0	
1996	863	-51,6	
1997	889	3,0	
1998	864	-2,8	
1999	633	-26,8	
2000	262	-58,6	
2001	1.464	458,5	
2002	4.472	205,5	
2003	6.967	55,8	
2004	9.306	33,6	
2005	12.095	30,0	
2006	15.716	29,9	
2007	18.664	18,8	
2008	24.530	31,4	
2009	33.535	36,7	
2010	48.460	44,5	
2011	71.853	48,3	
2012	94.439	31,4	
2013	123.020	30,3	
2014 (set)	145.957	18,6	

Fonte: Banco Central

Saldo de Repasses do Governo (em R\$ milhões)

FIG. 6

Fonte: Banco Central



# 2

# MERCADO BANCÁRIO



# Seu crédito. **Nossa especialidade.**

A Interservicer é líder nacional em serviços de crédito imobiliário, atuando no conceito de full service BPO, unindo tecnologia e excelência operacional para oferecer soluções integradas às transações do mercado financeiro, de capitais e de incorporação imobiliária.

- » Originação de propostas
- » Formalização e registro de contratos
- » Gestão de carteiras de recebíveis
- » Cobrança e recuperação de créditos
- » *Due diligence* jurídica e financeira
- » Assessoria para repasse

## INTRODUÇÃO

As duas fontes de recursos para o financiamento imobiliário classificadas como de mercado bancário neste Anuário são o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE), através do veículo da caderneta de poupança, e as Letras, compostas pelas Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e pelas Letras Hipotecárias (LH). Ambas as fontes fazem parte do passivo de instituições financeiras, principalmente bancos, e viabilizam a captação de recursos que são preponderantemente alocados em financiamentos do setor imobiliário.

Embora sua atuação se restrinja ao aspecto regulamentar, o Governo ainda desempenha um papel preponderante em, pelo menos, uma das fontes de recursos analisadas nesta seção. É pela regulamentação do Banco Central do Brasil que estão definidos os percentuais do total captado com depósitos da poupança que devem ser destinados aos financiamentos imobiliários no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação (SFH), do qual a poupança é um dos pilares. Estes percentuais sofreram alterações desde que o sistema foi criado.

Atualmente, a regulamentação exige o direcionamento de no mínimo 52,0% dos depósitos da poupança para o financiamento imobiliário habitacional no âmbito do SFH, mas permite que sejam incluídas, para fins de cumprimento desta exigibilidade, algumas variações de crédito cujos fins diferem daquilo que é um financiamento direto habitacional. Por exemplo, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) com lastro em financiamento imobiliário, financiamentos para aquisição de material de construção por parte de construtoras e incorporadoras para produção de imóveis residenciais no âmbito do SFH, além de financiamento de estudos técnicos em saneamento ambiental, compõem o rol de instrumentos.

Vale apontar que parte das operações que podem ser computadas para o atendimento da parcela da exigibilidade descrita acima sobrepõe um papel que seria mais correlato ao Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) e seus diversos instrumentos, e não ao SFH. Por exemplo, conforme abordado no capítulo referente às fontes de financiamento do mercado de capitais, algumas grandes operações de CRI estruturadas recentemente têm como lastro créditos imobiliários fora do formato SFH, que foram originados e cedidos por bancos que, por sua vez, se convertem nos investidores destes mesmos CRI, contabilizando-os desta forma entre o montante que compõe os 52,0% exigíveis pela norma.

Ainda segundo a exigibilidade regulatória, outros 13,0% dos recursos captados através da caderneta de poupança também devem ser direcionados para operações de financiamento imobiliário, porém, podendo ser contratadas a taxas de mercado. Por fim, outros 20,0% dos recursos da poupança devem ser mantidos em encaixe obrigatório no Banco Central do Brasil.

Este introito se faz relevante na medida em que se discute a suficiência atual do *funding* de poupança, uma fonte de financiamento com recursos do pequeno poupador, de baixa remuneração e que tem como objetivo governamental ser utilizada para o financiamento habitacional da classe média a um custo subsidiado. Este formato de financiamento obedece a critérios determinados pelas regras do SFH, com destaque para os valores máximos do imóvel sendo financiado e da taxa de juros do respectivo empréstimo, variáveis principais da definição do referido formato SFH. Conforme se aponta neste capítulo, em 2014 o saldo consolidado da poupança cresceu em seu menor ritmo nos últimos anos. E os primeiros sinais referentes ao fluxo de depósitos e saques no início de 2015 indicam uma intensificação desta tendência. Tal quadro leva à conclusão de que a crescente demanda por crédito imobiliário no formato SFH não será atendida suficientemente pelos recursos direcionados da poupança pelas regras atuais.

Por outro lado, o crédito imobiliário com recursos captados através de outros canais bancários continua a mostrar forte crescimento. Os bancos não têm encontrado dificuldades em aumentar sua captação, através de outros mecanismos, com destaque para as LCI (ver a seguir), para atender esta crescente demanda por crédito imobiliário que é concedido a taxas de mercado. Neste contexto, a primeira questão que se coloca é se, visando manter a efetividade de sua política de financiamento habitacional voltada para a classe média, o Governo não deveria alterar as regras atuais da composição do direcionamento dos recursos da caderneta de poupança de forma a favorecer ainda mais o crédito concedido em formato SFH e inibir o crédito concedido a taxas de mercado com estes recursos.

No que tange às Letras, por motivos de atratividade como título de investimento, estas têm se revelado instrumentos, na prática, preponderantemente de curto prazo. Isto implica em um descasamento relevante em relação ao prazo típico do seu lastro, que é composto quase que na sua totalidade por empréstimos imobiliários de médio e longo prazos. Adicionalmente, também no caso da maior parte das Letras sendo emitidas no mercado, há descasamento entre estas e o seu lastro em relação ao tipo de taxa de juros utilizada, sendo a remuneração da maior parte das Letras atreladas à taxa DI (Depósito Interfinanceiro), bem correlacionada com a taxa SELIC, enquanto os empréstimos imobiliários que compõem o seu lastro têm comumente seu saldo devedor atualizado por algum índice de inflação.

O comportamento da taxa básica de juros da economia, a seu turno, explica de maneira simplificada a diferença entre os desempenhos de captação através da poupança e das emissões de Letras. Enquanto em 2012 e em parte de 2013 os juros reais se mantiveram próximos de patamares mínimos históricos, a primeira mostrou ainda mais força que a última. Com a retomada do aperto monetário em 2014, os investimentos em poupança perderam substancialmente sua atratividade vis-à-vis os investimentos em Letras, com reflexo no tamanho da expansão dos respectivos montantes em estoque.

Nas duas seções deste capítulo são apresentados tabelas e gráficos, além de uma descrição sumarizada, referentes aos dados quantitativos de desempenho histórico e de 2014 do SBPE, através da caderneta de poupança, e das Letras, sendo que em relação a estas últimas também são apresentados os termos e condições.

# SISTEMA BRASILEIRO DE POUPANÇA E EMPRÉSTIMOS (SBPE)

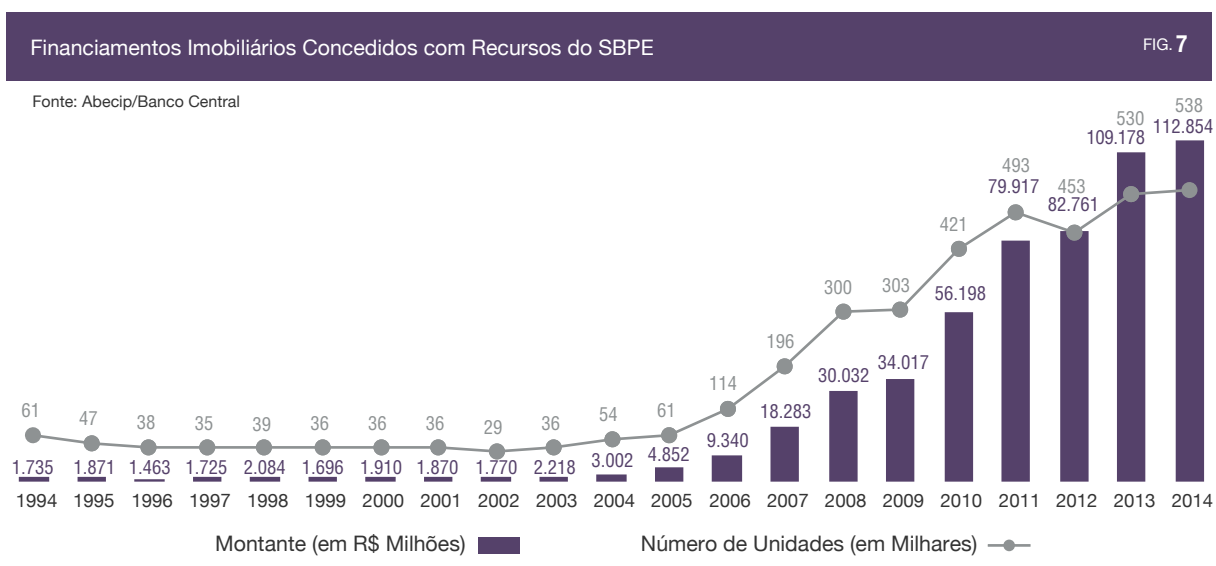
O Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE) tem sido a maior fonte de financiamento imobiliário no Brasil. As instituições financeiras que integram o SBPE captam recursos de pessoas físicas e jurídicas através dos depósitos voluntários em caderneta de poupança. Tal qual ocorre com o FGTS, e característica fundamental para a viabilização de financiamentos imobiliários em formato segundo os parâmetros do SFH, o custo de captação de recursos através da caderneta de poupança pelas instituições pertencentes ao SBPE tem sido consistentemente menor que o custo básico de captação do Governo. A concessão de crédito com estes recursos é sujeita a um direcionamento obrigatório parcial. Atualmente, segundo a Resolução nº 3.932/2010 do Banco Central do Brasil, 65,0% dos depósitos de poupança devem ser aplicados em financiamentos imobiliários, com 80,0% desta parcela devendo ser destinada a operações de financiamento habitacional no âmbito das regras do SFH.

O valor anual do montante em novos financiamentos imobiliários concedidos com recursos do SBPE manteve-se praticamente estagnado em 2014. Como exibido pela **tabela 3**, este indicador fixou-se na marca dos R\$112,85 bilhões, depreendendo um crescimento de apenas 3,4% ante 2013, a menor taxa anual desde 2003. Em 2013 o montante financiado havia sido de R\$109,18 bilhões. Isto posto, enquanto a cifra alcançada em 2014 foi suficiente para financiar 538.347 unidades habitacionais, em 2013 a quantia havia sido menor, 529.797 unidades, denotando crescimento de 1,6% no período.

Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE						TAB. 3
Ano	Montante (R\$ milhões)	Variação (%)	Número de Unidades	Variação (%)	Financiamento Médio por Unidade (R\$)	Variação (%)
1994	1.735	-	61.384	-	28.271	-
1995	1.871	7,8	46.560	-24,1	40.184	42,1
1996	1.463	-21,8	38.286	-17,8	38.204	-4,9
1997	1.725	17,9	35.487	-7,3	48.598	27,2
1998	2.084	20,8	38.887	9,6	53.581	10,3
1999	1.696	-18,6	35.549	-8,6	47.697	-11,0
2000	1.910	12,6	36.333	2,2	52.565	10,2
2001	1.870	-2,1	35.756	-1,6	52.305	-0,5
2002	1.770	-5,3	28.932	-19,1	61.184	17,0
2003	2.218	25,3	36.480	26,1	60.791	-0,6
2004	3.002	35,4	53.826	47,5	55.777	-8,2
2005	4.852	61,6	61.123	13,6	79.383	42,3
2006	9.340	92,5	113.873	86,3	82.024	3,3
2007	18.283	95,7	195.900	72,0	93.326	13,8
2008	30.032	64,3	299.685	53,0	100.213	7,4
2009	34.017	13,3	302.680	1,0	112.386	12,1
2010	56.198	65,2	421.386	39,2	133.364	18,7
2011	79.917	42,2	492.908	17,0	162.133	21,6
2012	82.761	3,6	453.209	-8,1	182.610	12,6
2013	109.178	31,9	529.797	16,9	206.075	12,8
2014	112.854	3,4	538.347	1,6	209.631	1,7

Fonte: Abecip/Banco Central

A trajetória de longo prazo de ambos os indicadores é ilustrada pela **figura 7**. Pela sua análise, percebe-se que, mesmo considerando sua tendência de expansão verificada desde 2006, o montante anual de financiamentos imobiliários se elevou de forma acentuada no ano de 2013, ultrapassando, então, a marca dos R\$100,00 bilhões. O número de unidades financiadas, todavia, apresentou ritmo de crescimento relativamente menor, tendo, inclusive, em 2012, se reduzido em 8,1% frente ao ano anterior.



Considerando o exposto acima, modesto crescimento em 2014 dos indicadores de montante e de número de unidades habitacionais financiadas com recursos do SBPE, este movimento se refletiu também, consequentemente, no valor de financiamento médio por unidade no último ano. Avaliado desde 1994, conforme ilustra a **figura 8**, este indicador apresentou em 2014 a menor taxa de crescimento anual desde 2005. O valor médio em 2014 atingiu R\$209.631,39, crescimento de 1,7% frente a 2013, ano em que o valor médio havia sido de R\$206.074,80.

Financiamento Médio por Unidade (em R\$)

FIG. 8

Fonte: Abecip / Banco Central / Uqbar

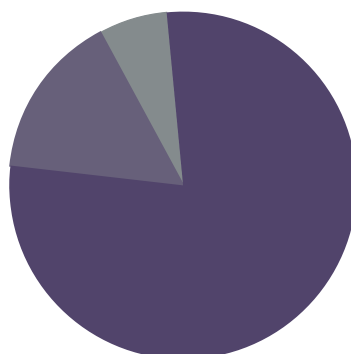


A composição dos financiamentos imobiliários concedidos com recursos do SBPE em 2014 por tipo de financiamento aponta para a repetição do cenário verificado em 2013. Mais de três quartos do total (78,6%) de R\$112,85 bilhões foram destinados para operações de financiamento habitacional no âmbito do SFH, o que representa um montante de R\$88,66 bilhões. A parcela restante, equivalente a 21,5% do total, se referiu a operações de crédito imobiliário contratadas a taxas de mercado (TM), sendo 15,2%, ou R\$17,13 bilhões, referentes a financiamentos de imóveis residenciais, e 6,3%, ou R\$7,07 bilhões, referentes a operações destinadas ao financiamento de imóveis comerciais, conforme ilustrado na **figura 9**.

Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE em 2014 por Tipo de Financiamento (% de Montante)

FIG. 9

Fonte: Abecip



78,6 %  
SFH

15,2 %  
TM - Residencial

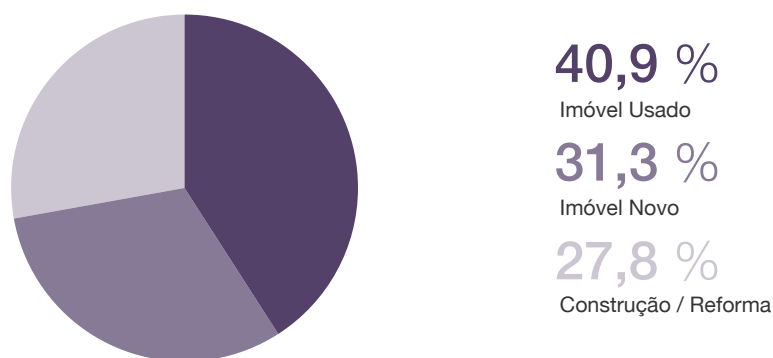
6,3 %  
TM - Comercial

A segmentação dos financiamentos imobiliários concedidos com recursos do SBPE pela condição ou estágio de desenvolvimento (tipo) do imóvel financiado traduz um cenário mais equitativo. Financiamentos concedidos para aquisição de imóveis usados representaram 40,9% (R\$46,18 bilhões) do montante total. Para aquisição de imóveis novos a fatia é equivalente a 31,3% (R\$35,27 bilhões). Como mostra a **figura 10**, financiamentos concedidos para a construção e/ou reforma de imóvel representaram 27,8% (R\$31,40 bilhões) do total.

Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE em 2014 por Tipo de Imóvel (% de Montante)

FIG. 10

Fonte: Abecip

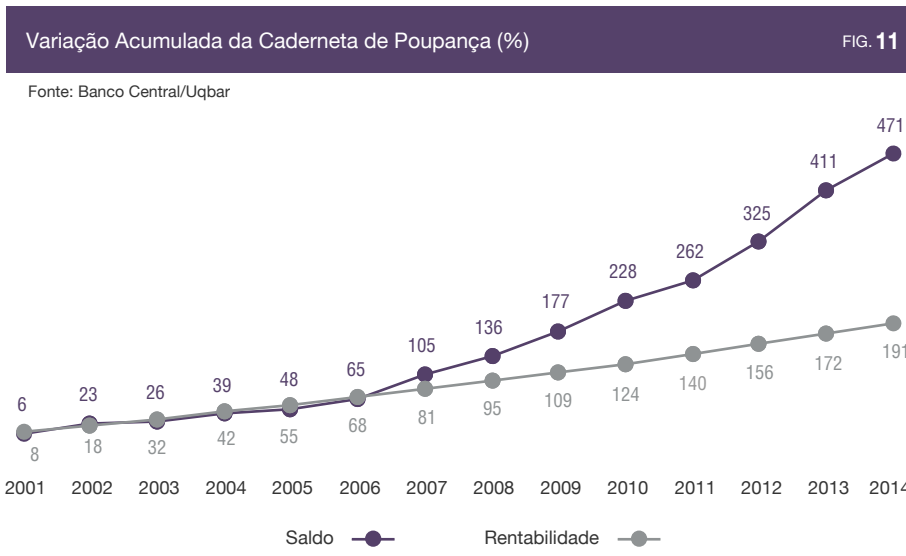


Quanto à trajetória do saldo consolidado da poupança, verificou-se em 2014 mais um ano de crescimento. O saldo de depósitos alcançou R\$522,34 bilhões em fins de 2014. Na comparação com 2013, quando o saldo se encerrou em R\$466,79 bilhões, obtém-se crescimento de 11,9%, a menor taxa anual nos últimos três anos, tal qual exibido na **tabela 4**. O aumento de R\$55,55 bilhões depreendido entre os dois anos, quando analisado em conjunto com os novos financiamentos imobiliários concedidos com recursos do SBPE, pode, na verdade, estar revelando uma tendência de exaustão do ritmo de crescimento desta tradicional fonte de financiamento. Como visto anteriormente, os novos financiamentos atingiram R\$112,85 bilhões no último ano, mais que o dobro da diferença entre o saldo de depósitos da poupança em 2014 e 2013. Mesmo levando-se em conta o efeito de amortização de financiamentos antigos, o ritmo de crescimento do saldo de poupança parece aquém do potencial de crescimento da demanda por crédito imobiliário em formato SFH.

A **tabela 4** e a **figura 11** trazem os dados referentes à evolução anual do saldo de depósitos de poupança e à evolução anual da remuneração, anual e acumulada, da caderneta de poupança.

Ano	Saldo (R\$ milhões)	Variação (%)		Remuneração da Poupança (%)	
		Anual	Acumulada	Anual	Acumulada
2000	91.430	-	-	8,6	-
2001	97.146	6,3	6,3	8,5	8,5
2002	112.423	15,7	23,0	9,0	18,2
2003	115.258	2,5	26,1	11,3	31,6
2004	126.853	10,1	38,7	8,0	42,1
2005	135.412	6,7	48,1	9,2	55,2
2006	150.413	11,1	64,5	8,4	68,3
2007	187.827	24,9	105,4	7,8	81,4
2008	215.401	14,7	135,6	7,7	95,4
2009	253.605	17,7	177,4	7,1	109,3
2010	299.878	18,2	228,0	6,8	123,5
2011	330.569	10,2	261,6	7,5	140,3
2012	388.642	17,6	325,1	6,6	156,1
2013	466.789	20,1	410,5	6,3	172,3
2014	522.344	11,9	471,3	7,0	191,4

Fonte: Banco Central/Uqbar



# LETRAS

Esta seção apresenta os principais números referentes às:

- Letra de Crédito Imobiliário (LCI), o principal título de crédito emitido por bancos e instituições financeiras específicas através do qual são captados recursos vinculados ao financiamento imobiliário; e
- Letra Hipotecária (LH), título antigo, oriundo do Sistema Financeiro de Habitação, que vem gradativamente perdendo importância e participação entre as formas de financiamento imobiliário.



## EXPERIÊNCIA NA CONEXÃO ENTRE OS MERCADOS IMOBILIÁRIO E DE CAPITAIS

- ESTRUTURAÇÃO, EMISSÃO e DISTRIBUIÇÃO de produtos lastreados em créditos imobiliários: CRI, CCI, empréstimo ponte, fiança e CCBI.
- ADMINISTRAÇÃO, GESTÃO e DISTRIBUIÇÃO de Fundos Imobiliários.

Fale com nossos especialistas  
**(11) 3049-6203**  
[imobiliario@fator.com.br](mailto:imobiliario@fator.com.br)

## LETRAS DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO (LCI)

A Letra de Crédito Imobiliário (LCI) é o principal título emitido pelas instituições financeiras com intuito de captar recursos para concessão de crédito para o setor imobiliário. O lastro necessário e garantidor das LCI é composto por créditos imobiliários que, por sua vez, devem ser garantidos por hipoteca ou alienação fiduciária de imóvel. Segundo a Lei nº 10.931/04, que criou a LCI, os créditos imobiliários que compõem o lastro e garantem a LCI devem ser identificados em sua emissão. As LCI têm solapado a outra variedade de título com lastro imobiliário emitido pelas instituições financeiras, as Letras Hipotecárias (LH), em que é permitido apenas o primeiro tipo de garantia, a hipoteca. Pela perspectiva do credor, a alienação fiduciária e, portanto, a LCI são preferíveis ao conferir maior segurança jurídica e celeridade em caso de tomada de posse do imóvel dado em garantia.

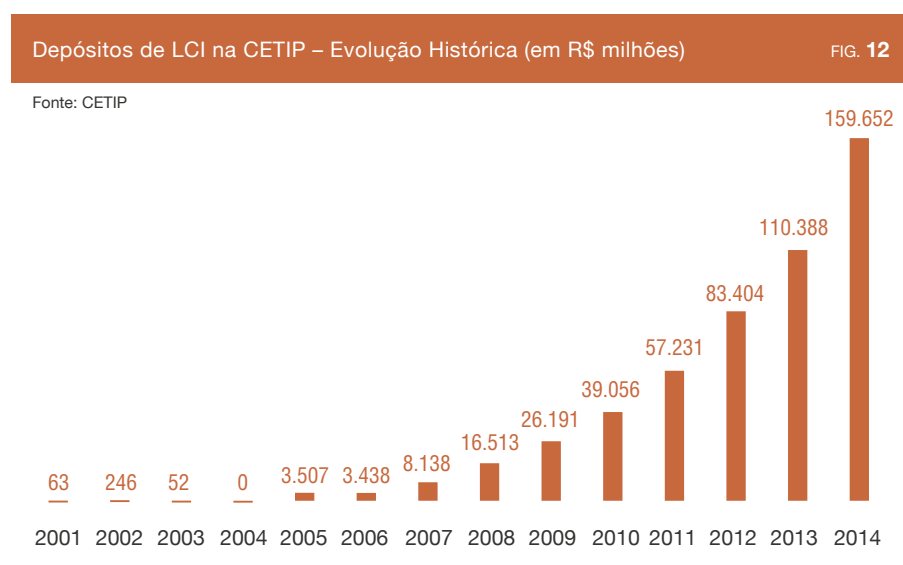
Como fatores que motivam a aquisição de LCI por parte de investidores estão a isenção de imposto de renda para as pessoas físicas e os vencimentos relativamente de curto prazo para os títulos de remuneração atrelada à taxa DI (Depósito Interfinanceiro). Soma-se a isto o fato de que, além de se tratar de títulos devidos por bancos e com lastro garantidor, o Fundo Garantidor de Créditos (FGC) recentemente ampliou seu limite de cobertura para investimentos em LCI (e LH), garantia dada em caso de insolvência da instituição financeira emissora, para R\$250,0 mil por CPF/CNPJ, ante o limite anterior de apenas R\$70,0 mil.

Vale destacar também que os Fundos de Investimentos Imobiliários (FII) têm desempenhado papel não desprezível no escoamento das LCI. Um número crescente de FII tem optado por manter parte de suas carteiras alocadas em LCI, instrumento de renda fixa de rentabilidade atrativa em um cenário recente de potencial queda de receitas de aluguéis de imóveis, esta última em função de movimentos de elevação de nível de vacância em um quadro de alteração nas condições de oferta e demanda.

Abaixo são apresentados dados indicando o vertiginoso ritmo de crescimento do montante em estoque de LCI nos últimos anos, inclusive em 2014. Tal desempenho implica, por definição, em concomitante crescimento do volume de crédito imobiliário que compõe o lastro destes títulos. Conforme abordado na Introdução, há uma tendência mais recente no sentido de um deslocamento do tipo de *fundings* bancário para o atendimento da demanda por crédito imobiliário. A caderneta de poupança passa por um período de menor vigor de seu papel e a LCI adquire maior relevância. Porém, a efetividade da LCI como instrumento de financiamento imobiliário precisa ser qualificada. A emissão de LCI atende a demanda por parte de investidores por um título de curto prazo, quando, em essência, o crédito imobiliário que compõe o seu lastro é de prazo muito mais longo, frequentemente ultrapassando os

dez anos. Também há descasamento entre o lastro e a LCI no que tange à remuneração. Como dito, as LCI têm como indexador preponderante a taxa DI, o que contrasta com a variedade de índices utilizados para corrigir os créditos imobiliários.

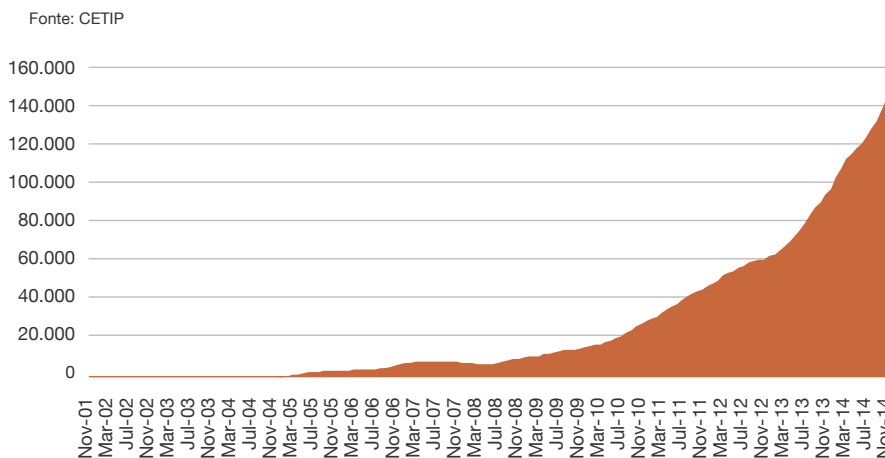
No âmbito dos depósitos de LCI na CETIP, estes alcançaram a marca de R\$159,65 bilhões em 2014, crescimento de 44,6% frente ao registrado no ano anterior, quando a cifra havia atingido R\$110,39 bilhões. Entre 2005 e 2014 a taxa de crescimento anual atingiu 52,8%, de modo que o total de depósitos naquela câmara tem mais que dobrado no intervalo de tempo de cada dois anos. Esse movimento é ilustrado pela **figura 12**, abaixo.



A análise da **figura 13** traduz o intenso ritmo de crescimento do montante em estoque de LCI na última década, e que se acentuou em 2014. Em fins daquele ano, o estoque de LCI apontou para o pico de R\$150,53 bilhões, tendo ultrapassado a barreira dos R\$100,0 bilhões já no primeiro mês de 2014. Na comparação com fins de 2013 deriva-se um crescimento de 55,8%, posto que naquele ano o estoque se encerrou na marca dos R\$96,60 bilhões. A diferença de R\$53,93 bilhões entre os valores referentes ao último mês de cada ano, equivalente a apenas cerca de um terço do montante depositado ao longo de 2014, se explica pela natureza preponderantemente de curto prazo das LCI.

Estoque de LCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)

FIG. 13

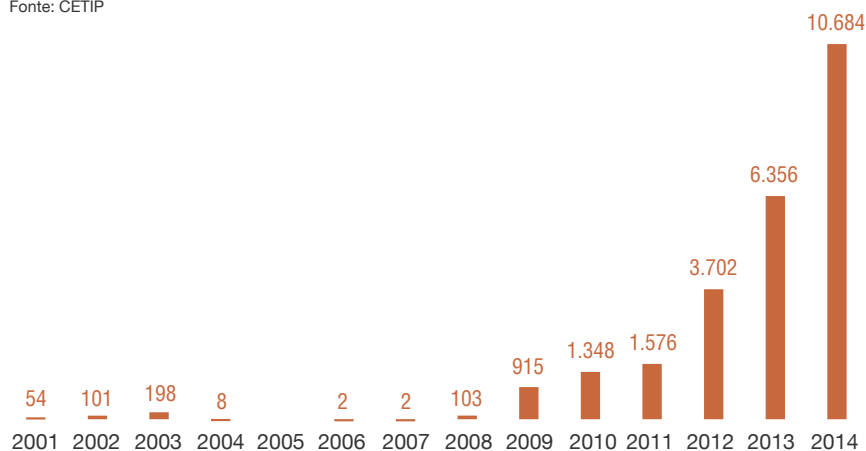


A trajetória do montante negociado de LCI acompanha o movimento crescente verificado até aqui em relação aos outros indicadores deste título. Em 2014 as transações com LCI atingiram R\$10,68 bilhões, crescimento de 68,1% frente ao ano anterior, quando a cifra havia sido de R\$6,36 bilhões. Além disso, quando comparado ao não tão distante 2009, têm-se que o montante negociado mais que decuplicou no período, tendo em vista que naquele ano a quantia havia sido de R\$915,2 milhões. Para efeito comparativo, em 2014 o montante total negociado registrado na CETIP em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), o principal título de securitização imobiliária no país, alcançou R\$24,79 bilhões. A **figura 14** exibe a evolução histórica do montante negociado de LCI registrado na CETIP desde 2001.

Negociações de LCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)

FIG. 14

Fonte: CETIP



## Termos e Condições

<u>Descrição</u>	Título de crédito lastreado por créditos imobiliários garantidos obrigatoriamente por hipoteca ou alienação fiduciária de imóvel. A Letra de Crédito Imobiliário (LCI) confere aos seus titulares direito de crédito pelo valor nominal, juros e, se for o caso, atualização monetária nela estipulados.
<u>Emissor</u>	Somente bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário, a Caixa Econômica Federal, sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo, companhias hipotecárias e demais instituições expressamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil.
<u>Lastro</u>	Um ou mais créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de bem imóvel, observado que a soma do valor principal das letras emitidas não pode exceder o valor total dos créditos imobiliários em poder do Emissor. O crédito imobiliário caucionado pode ser substituído por outro crédito da mesma natureza, por iniciativa do Emissor da LCI, nos casos de liquidação ou vencimento antecipado do crédito, ou por solicitação justificada do credor da letra.
<u>Garantia</u>	Caução de créditos imobiliários, por sua vez garantidos por hipoteca ou alienação fiduciária de bem imóvel. A LCI pode contar também com garantia fidejussória adicional de instituição financeira.  Admite-se a emissão de LCI com a realização de operação ativa vinculada, nos termos da Resolução CMN nº 2.921, hipótese na qual o pagamento da LCI estará condicionado ao recebimento, pelo Emissor, dos pagamentos dos créditos imobiliários que a lastreiam.
<u>Forma e Registro</u>	Cartular e escritural. A critério do credor poderá ser dispensada a emissão de certificado, ficando registrada sob a forma escritural na instituição emissora. Na forma escritural, deve ser registrada em sistemas de registro e liquidação financeira de títulos privados autorizados pelo Banco Central do Brasil.
<u>Taxa de Juros</u>	Fixa ou flutuante.
<u>Atualização Monetária</u>	Índice de preços com série regularmente calculada e de conhecimento público. A atualização de valor é permitida, desde que os títulos tenham prazo e periodicidade de reajuste mínimos de um ano. Atualização mensal é permitida, desde que os títulos emitidos tenham prazo mínimo de trinta e seis meses. Porém, é vedado o pagamento dos valores relativos à atualização monetária apropriados desde a emissão, quando ocorrer o resgate antecipado, total ou parcial, em prazo inferior ao mínimo, exceto no caso de quitação ou vencimento antecipado dos créditos imobiliários que lastreiam a letra.
<u>Prazo</u>	Prazo mínimo depende da taxa de juros ou do índice de reajuste do valor nominal (atualização monetária). A LCI não poderá ter prazo de vencimento superior ao prazo de quaisquer dos créditos imobiliários que lhe servem de lastro.

Taxa de Juros	Prazo Mínimo
Taxa Fixa	Não existe
TR	36 meses
TJLP	1 mês
TBF	2 meses

Atualização Monetária	Prazo Mínimo
Anual, por índice de preço	12 meses
Mensal, por índice de preço	36 meses

Pagamento Pagamentos de principal ou juros são feitos periodicamente ou de uma única vez no vencimento. Não há exigência de intervalo mínimo entre os pagamentos periódicos.

Negociação Diretamente entre as partes interessadas.

Transferência Na forma cartular, endosso; na forma escritural, através dos registros das negociações em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil.

Ao transferir a letra para outrem, o titular responde por sua veracidade, mas não pelo pagamento. Se a instituição financeira não o honrar, o titular não poderá exigir o pagamento daquele que lhe transferiu a letra.

Liquidação Financeira CETIP, na hipótese de emissão na forma escritural.

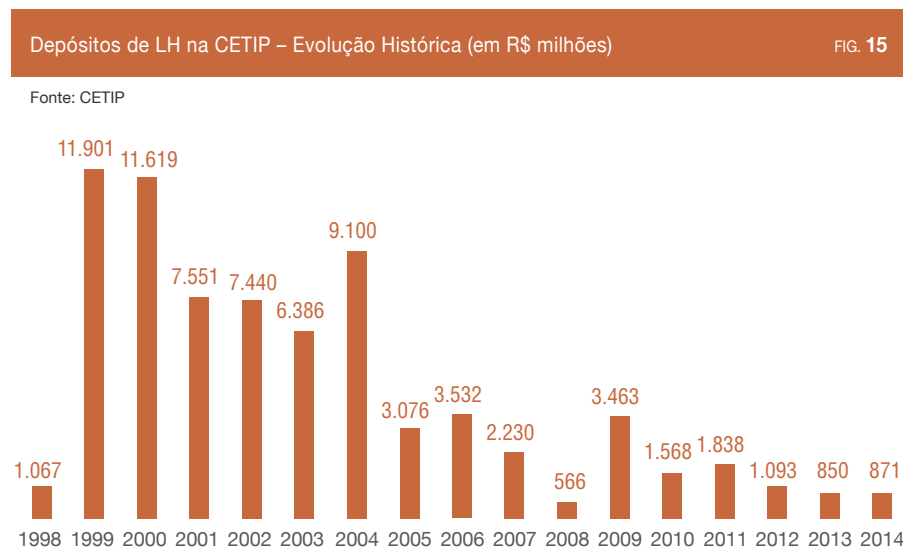
### LETRAS HIPOTECÁRIAS (LH)

A Letra Hipotecária (LH) é um título de crédito cuja emissão somente pode ser efetuada por instituições financeiras autorizadas a conceder créditos imobiliários hipotecários. Como o nome evidencia, as LH são garantidas apenas por créditos imobiliários hipotecários. Estes, segundo a Lei nº7.684/88, que estabelece as condições para emissão das LH, devem estar identificados no certificado de emissão da letra, tal qual acontece no caso das LCI. O prazo de vencimento das LH não pode ser superior ao prazo de vencimento dos créditos imobiliários hipotecários que lhe servem de garantia.

A criação das LCI em 2004 precipitou a derrocada das LH como instrumento de captação de recursos para o setor imobiliário. Isso ocorre em função das LCI poderem contar com a alienação fiduciária, além da hipoteca, como garantia dos créditos imobiliários que, por sua vez, as garantem. Deste fato decorre a preferência, principalmente por parte do emissor, pelas LCI. Posto que a alienação fiduciária confere mais segurança e celeridade ao credor na hipótese de eventual processo de posse do imóvel em garantia.

Com efeito, dado esse conjunto de fatores, as LH têm sido preteridas em favor das LCI. Sua importância como instrumento de captação de recursos para o setor imobiliário tem diminuído ano após ano, principalmente em termos relativos.

A evolução histórica dos depósitos de LH, como observada na **figura 15**, traz a marca de sua obsolescência. Em 2014 foram depositados na CETIP o equivalente a R\$871,2 milhões em LH, ligeiro crescimento de 2,4% ante o resultado de 2013, quando haviam sido depositados R\$850,5 milhões. Em 2012, para efeito comparativo, havia sido depositado R\$1,09 bilhão em LH na CETIP. No entanto, o desempenho ainda é muito inferior ao melhor dos últimos catorze anos, verificado em 2004, ano de criação das LCI. Naquele ano a cifra depositada em LH alcançou R\$9,10 bilhões, nível mesmo assim considerado reduzido se comparado com aqueles mais recentes do histórico das LCI.

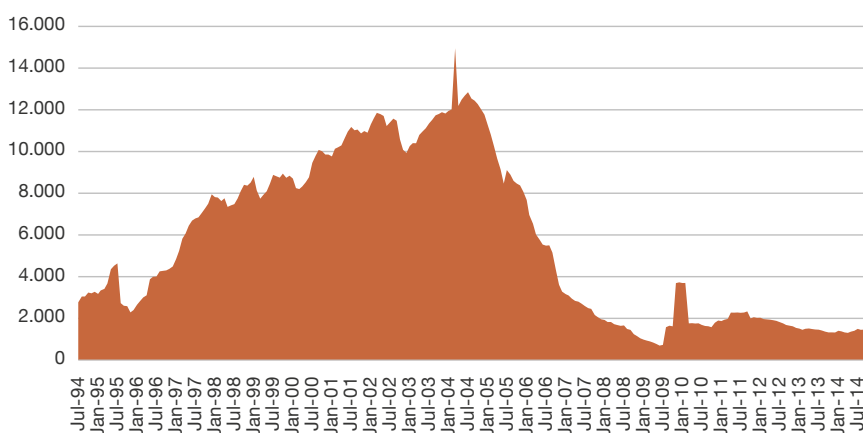


De modo análogo, nota-se pela **figura 16** a gradual redução do montante em estoque de LH na CETIP. Este indicador encerrou 2014 na marca de R\$1,39 bilhão, incremento de 4,8% frente ao nível em 2013, que se encerrou em R\$1,32 bilhão. Nos últimos três anos o montante em estoque de LH naquela câmara tem se mantido consecutivamente abaixo da marca dos R\$2,00 bilhões.

Estoque de LH na CETIP-Evolução Histórica (em R\$ milhões)

FIG. 16

Fonte: CETIP



O montante de negociações de LH registradas na CETIP, que praticamente inexistiu em 2013, ao registrar R\$10,4 milhões, chegou à nulidade em 2014. Nenhum negócio envolvendo LH em 2014 consta no registro da câmara.

### Termos e Condições

Descrição	Título de crédito, garantido por créditos hipotecários. A Letra Hipotecária (LH) confere aos seus titulares direito de crédito pelo valor nominal, juros e, se for o caso, atualização monetária nela estipulados.
Emissor	Privativa das instituições que atuam na concessão de financiamentos com recursos do Sistema Financeiro da Habitação (SFH).
Lastro	Um ou mais créditos hipotecários, sujeito à limitação de que a soma do valor principal das letras emitidas não excederá o valor total de créditos hipotecários em poder do Emissor. O crédito hipotecário dado em garantia poderá ser substituído por outro crédito da mesma natureza, por iniciativa do Emissor, no caso de liquidação ou vencimento antecipado, ou por solicitação do credor da letra. Poderá contar com garantia fidejussória adicional de instituição financeira.
Garantia	Hipoteca.  Admite-se a emissão de LH com a realização de operação ativa vinculada, nos termos da Resolução CMN nº 2.921, hipótese na qual o pagamento da LH estará condicionado ao recebimento, pelo Emissor, dos pagamentos dos créditos imobiliários que a lastreiam.
Forma e Registro	Cartular e escritural. A critério do credor poderá ser dispensada a emissão de certificado, ficando registrada sob a forma escritural na instituição emissora. Na forma escritural deve ser registrada em sistemas de registro e liquidação financeira de títulos privados autorizados pelo Banco Central do Brasil.

<u>Taxa de Juros</u>	Fixa ou flutuante.
<u>Atualização Monetária</u>	Índice de preços com série regularmente calculada e de conhecimento público. A atualização de valor é permitida desde que os títulos tenham prazo e periodicidade de reajuste mínimos de um ano. Atualização mensal é permitida, desde que os títulos emitidos tenham prazo mínimo de trinta e seis meses. Porém, é vedado o pagamento dos valores relativos à atualização monetária apropriados desde a emissão, quando ocorrer o resgate antecipado, total ou parcial, em prazo inferior ao mínimo, exceto no caso de quitação ou vencimento antecipado dos créditos imobiliários que lastreiam a letra.

<u>Prazo</u>	Prazo mínimo depende da taxa de juros ou do índice de reajuste do valor nominal (atualização monetária). A LH não poderá ter prazo de vencimento superior ao prazo de quaisquer dos créditos hipotecários que lhe servem de lastro. Nas operações com cláusula de reajuste por índice de preços, a periodicidade de atualização não pode ser inferior a um ano.
--------------	---

<b>Taxa de Juros</b>	<b>Prazo Mínimo</b>
Taxa Fixa	Não existe
TR	180 dias
TJLP	1 mês
TBF	2 meses

<b>Atualização Monetária</b>	<b>Prazo Mínimo</b>
Anual, por índice de preço	60 meses
Mensal, por índice de preço	36 meses

<u>Pagamento</u>	Pagamentos de principal ou juros são feitos periodicamente ou de uma única vez no vencimento. Não há exigência de intervalo mínimo entre os pagamentos periódicos.
------------------	--

<u>Negociação</u>	Diretamente entre as partes interessadas.
-------------------	---

<u>Transferência</u>	Na forma cartular, endosso; na forma escritural, através dos registros das negociações em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil.
----------------------	---

Ao transferir a letra para outrem, o titular responde por sua veracidade, mas não pelo pagamento. Se a instituição financeira não o honrar, o titular não poderá exigir o pagamento daquele que lhe transferiu a letra.

<u>Liquidação Financeira</u>	CETIP, na hipótese de emissão na forma escritural.
------------------------------	--

# 3 MERCADO DE CAPITAIS

# AQUI, QUEM LÊ É QUEM DECIDE.



- DIRETORES
- SÓCIOS
- GERENTES
- ANALISTAS
- SUPERINTENDENTES
- PRESIDENTES

## QUEM É QUEM EM FINANÇAS ESTRUTURADAS NO BRASIL

funciona como um guia rápido de consulta sobre os participantes, instituições e pessoas, do mercado brasileiro de finanças estruturadas. A cada edição a publicação traz dados novos e atualizados dos principais profissionais e instituições atuantes neste mercado. [Clique aqui e saiba como participar!](#)

## INFORMAÇÕES

[www.uqbar.com.br](http://www.uqbar.com.br)

[diretorio@uqbar.com.br](mailto:diretorio@uqbar.com.br)

(55)21 2529 2925

## INTRODUÇÃO

Este capítulo, denominado Mercado de Capitais, passa em revista aos três principais tipos de fontes de financiamento imobiliário oriundas deste setor: Renda Fixa, Renda Variável e Securitização.

A seção Renda Fixa é representada exclusivamente pelas Debêntures. São examinados dados de ofertas públicas e de emissões primárias das debêntures emitidas por empresas do setor imobiliário ocorridas em 2014. Encetando a seção Renda Variável vem Ações, composta unicamente por aquelas emitidas por empresas do setor imobiliário, seguida por Cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII). A subseção Cotas de Fundos de Investimentos em Participações (FIP) estreia neste Anuário, passando a integrar a parte final da seção Renda Variável. A seção Securitização está dividida essencialmente entre os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e as Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), em seu tipo Imobiliário. De modo suplementar, Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI), pelo seu destaque como ativos de veículos de securitização imobiliária, também integram a seção Securitização.

Em cada uma das três seções deste capítulo são apresentados diligentemente uma ampla variedade de dados referentes a cada um dos títulos do mercado de capitais descritos acima, com especial atenção às cotas de FII, FIP e operações de CRI. A parte referente às cotas de FII apresenta dados de valorização, rentabilidade e liquidez referentes ao seu crescente, mas ainda em desenvolvimento, mercado secundário. Adiante, fundamentado em um levantamento inédito no país, são listados os dez maiores FIP que, de maneira preponderante, investem no segmento imobiliário. A adição desta parte se justifica pela crescente importância deste instrumento para o financiamento imobiliário, que alcança dimensão não desprezível. Quanto aos CRI, há todo um conjunto de informações adicionais que perpassam seus emissores e terceiros envolvidos.

De maneira geral, as seções adiante proverão os subsídios que ajudarão a compor o quadro da gradativa majoração da importância do mercado de capitais como viabilizador de financiamento imobiliário no Brasil. Na insuficiência de recursos captados através da caderneta de poupança, o mercado de capitais tem capturado parte relevante da demanda ascendente por crédito imobiliário.

O volume de recursos captados através de cada uma das fontes do mercado de capitais, todavia, tem apresentado oscilações ao longo do tempo, mas é a maleabilidade deste segmento que tem assegurado seu aprimoramento. A conjuntura macroeconômica, a natureza do título utilizado, o estágio regulatório de cada um deles, a natureza cíclica de negócios, além da saúde financeira dos emissores de títulos são fatores condicionantes da

oferta de recursos direcionados ao setor imobiliário por cada uma das fontes, mas é improvável que atuem como limitantes absolutos. Para além de um aumento quantitativo da oferta de recursos direcionados ao setor imobiliário proporcionado pelo mercado de capitais, há também uma mudança qualitativa deste setor. A ampla gama de instrumentos atualmente disponíveis para tal financiamento, aliado a aprimoramentos incrementais no âmbito da governança, seja pela via regulamentar ou por práticas espontâneas de mercado, têm franqueado o contínuo desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

## RENDA FIXA

A seção Renda Fixa do Mercado de Capitais é representada unicamente pelas debêntures de empresas do setor imobiliário. Excluídos os títulos associados ao mercado de securitização, as debêntures constituem a principal fonte de financiamento do setor imobiliário que é representada por um título de renda fixa componente do mercado de capitais.

A seguir são apresentadas as informações e os dados referentes a este único título pertencente à seção Renda Fixa.

O PORTAL REFERÊNCIA EM FINANÇAS ESTRUTURADAS ESTÁ DE CARA NOVA

# TLON

uma nova forma de ver

CONTEÚDO EXCLUSIVO DE FII, CRI E FIDC

**Artigos diários**

**Rankings Uqbar**

**Estatísticas**

impressão e download de imagens e dados

tabelas e gráficos nos sites dos assinantes

barra de buscas otimizada

compartilhamento nas redes sociais

novas páginas Participantes e Estatísticas

**TLON** é o portal de referência para o mercado de finanças estruturadas. Compreende toda a produção diária de conteúdo técnico e analítico da Uqbar. Leitura obrigatória de profissionais seniores e tomadores de decisão que buscam conteúdo exclusivo com qualidade e credibilidade.

**Assine o Portal TLON** e tenha acesso a artigos exclusivos sobre uma grande amplitude de temas: de aspectos regulamentares e de natureza estrutural do mercado a operações específicas.

[www.tlon.com.br](http://www.tlon.com.br)

**acesse agora**

Abra uma conta Uqbar gratuita para ter acesso a conteúdo específico no TLON



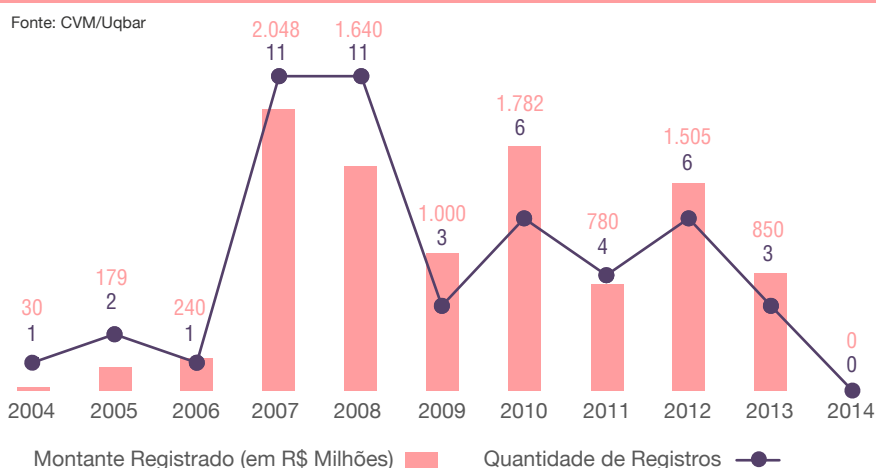
## DEBÊNTURES DE EMPRESAS DO SETOR IMOBILIÁRIO

Em um ano marcado pelo baixo crescimento econômico, por incertezas eleitorais e, ao final, pela retomada da trajetória de elevação dos juros, não se conjugaram as condições ideais para um mercado primário robusto de debêntures, certamente não comparável àquele ocorrido em 2012. A seu turno, em 2014 o montante consolidado de emissões de debêntures alcançou R\$70,57 bilhões, desenhando crescimento de 1,6% frente ao valor registrado em 2013, que havia sido de R\$69,45 bilhões, segundo dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima). Cifras, portanto, aquém dos R\$89,58 bilhões emitidos em 2012. Como se verá adiante, em relação às emissões de debêntures de empresas do setor imobiliário, estas ocorreram de forma mais concentrada na segunda metade de 2014, mas o volume referente ao ano inteiro também decresceu e, para este segmento, de forma ainda mais acentuada.

O quadro de altas taxas de juros em 2014 favoreceu, uma vez mais, captações através de títulos de dívida, como as debêntures, em contraponto à opção de captações via emissão de ações, um mercado inexistente no último ano para as empresas do setor imobiliário. Mesmo assim, o impacto do baixo crescimento econômico na demanda do setor imobiliário e do estado atual de saúde financeira da maioria das empresas do setor diminuiu a capacidade destas de colocação de títulos de dívida junto ao mercado investidor. Assim, os números referentes às ofertas e emissões de debêntures realizadas em 2014 refletiram este contexto.

Esta narrativa faz eco primeiro quando são analisadas as ofertas públicas primárias de debêntures realizadas sob o regime da Instrução CVM nº 400. Sequer uma empresa do setor imobiliário realizou ofertas públicas primárias em 2014. Em 2013, já em vias de retração, como se vê na **figura 17**, três ofertas sob este regime de distribuição haviam sido registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), somando R\$850,0 milhões.

Histórico das Ofertas Públicas Primárias de Debêntures de Empresas do Setor Imobiliário FIG. 17



Considerando apenas as chamadas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos, reguladas pela Instrução CVM nº 476, o cenário é menos vago. A **tabela 5** lista os principais dados das respectivas emissões de debêntures realizadas por empresas do setor imobiliário em 2014. Há uma substantiva concentração das emissões no segundo semestre de 2014, especialmente no último trimestre, em que foi emitido mais da metade do montante total do ano. Quanto à remuneração, a maioria dos títulos colocados prometem rentabilidades indexadas à taxa DI. A espécie das debêntures, por sua vez, se reparte de forma equitativa entre o número daquelas que oferecem garantia quirografária, i.e., não oferecem privilégio algum sobre o ativo da emissora em caso de falência, e aquelas de garantia real, que assegura privilégio sobre bens específicos integrantes do ativo da companhia emissora.

Emissões Primárias de Debêntures Realizadas por Empresas do Setor Imobiliário em 2014									TAB. 5
Empresa	Tipo de Oferta	Série	Emissão	Quantidade de Debêntures	Preço (R\$)	Montante (R\$)	Espécie	Remuneração (a.a.)	Data da Emissão
Atrium Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	Única	1ª	10.000	10.000,00	100.000.000	Quirografária	DI + 3,98%	25/07/2014
BM Empreendimentos e Participações SPE	Esforços Restritos	1ª	1ª	3.500	10.000,00	35.000.000	Real	DI + 5,54%	10/07/2014
BM Empreendimentos e Participações SPE	Esforços Restritos	2ª	1ª	2.000	10.000,00	20.000.000	Real	DI + 5,54%	10/07/2014
BM Empreendimentos e Participações SPE	Esforços Restritos	3ª	1ª	2.000	10.000,00	20.000.000	Real	DI + 5,54%	10/07/2014
BM Empreendimentos e Participações SPE	Esforços Restritos	4ª	1ª	2.000	10.000,00	20.000.000	Real	DI + 5,54%	10/07/2014
BM Empreendimentos e Participações SPE	Esforços Restritos	5ª	1ª	2.000	10.000,00	20.000.000	Real	DI + 5,54%	10/07/2014
BM Empreendimentos e Participações SPE	Esforços Restritos	6ª	1ª	2.000	10.000,00	20.000.000	Real	DI + 5,54%	10/07/2014
BM Empreendimentos e Participações SPE	Esforços Restritos	7ª	1ª	1.500	10.000,00	15.000.000	Real	DI + 5,54%	10/07/2014
BR Properties	Esforços Restritos	Única	5ª	50.000	10.000,00	500.000.000	Quirografária	112,00% DI	05/11/2014
Cipasa Desenvolvimento Urbano	Esforços Restritos	Única	2ª	500	100.000,00	50.000.000	Quirografária	DI + 6,50%	07/10/2014
Cyrela Commercial Properties Empreendimentos e Participações	Esforços Restritos	Única	6ª	150	1.000.000,00	150.000.000	Quirografária	DI + 0,80%	15/01/2014
Gran Jardins dos Monolitos Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	1ª	1ª	428	10.000,00	4.280.000	Real	IPCA + 9,75%	15/08/2014
Gran Jardins dos Monolitos Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	2ª	1ª	572	10.000,00	5.720.000	Real	IPCA + 9,75%	15/08/2014
IDIBRA Participações	Esforços Restritos	Única	1ª	50.000	1.000,00	50.000.000	Quirografária	110,00% DI	08/10/2014
LOG Commercial Properties e Participações	Esforços Restritos	Única	4ª	10.000	10.000,00	100.000.000	Quirografária	DI + 1,85%	28/02/2014
Moura Dubeux Engenharia	Esforços Restritos	Única	4ª	1.750	100.000,00	175.000.000	Quirografária	DI + 3,50%	15/02/2014
MRV Engenharia e Participações	Esforços Restritos	Única	7ª	30.000	10.000,00	300.000.000	Quirografária	DI + 1,60%	05/12/2014
Multiplan Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	Única	3ª	40.000	10.000,00	400.000.000	Quirografária	DI + 0,87%	15/10/2014
Prudeshopping	Esforços Restritos	Única	1ª	72	1.000.000,00	72.000.000	Real	DI + 2,50%	15/10/2014
Queiroz Galvão Desenvolvimento Imobiliário	Esforços Restritos	Única	4ª	10.000	10.000,00	100.000.000	Quirografária	114,50% DI	30/05/2014

Emissões Primárias de Debêntures Realizadas por Empresas do Setor Imobiliário em 2014 (cont.)									TAB. 5
Empresa	Tipo de Oferta	Série	Emissão	Quantidade de Debêntures	Preço (R\$)	Montante (R\$)	Espécie	Remuneração (a.a.)	Data da Emissão
Queiroz Galvão Desenvolvimento Imobiliário	Esforços Restritos	Única	3ª	10.000	10.000,00	100.000.000	Quirografia	117,00% DI	07/01/2014
São Francisco Empreendimentos Imobiliários SPE	Esforços Restritos	Única	1ª	5.120	10.000,00	51.200.000	Real	IPCA + 10,00%	21/08/2014
Tulip Itaguai Hotelaria SPE	Esforços Restritos	Única	3ª	230	100.000,00	23.000.000	Real	DI + 3,65%	05/12/2014
Typus 43 Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	Única	2ª	57.589	1.000,00	57.589.000	Quirografia	DI + 0,90%	14/11/2014
WTorre Engenharia e Construção	Esforços Restritos	Única	1ª	10.000	10.000,00	100.000.000	Real	DI + 3,20%	18/08/2014
WTorre	Esforços Restritos	Única	2ª	14.700	10.000,00	147.000.000	Real	DI + 3,20%	18/08/2014
<b>Total</b>						<b>2.635.789.000</b>			

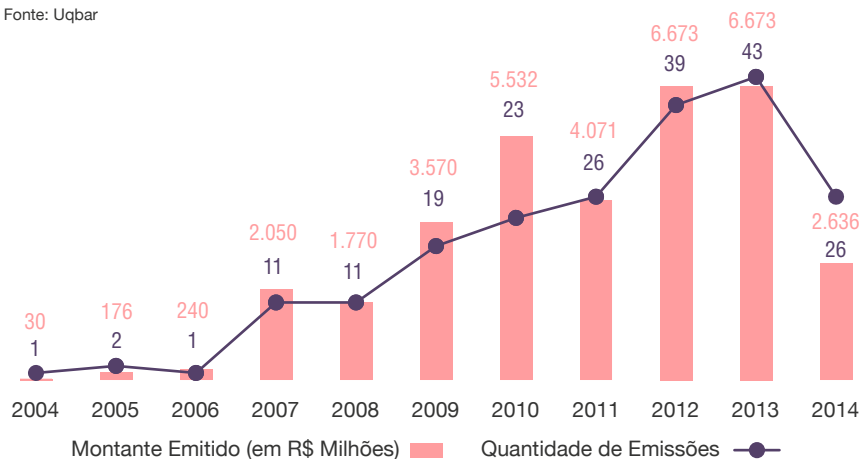
Fonte: Uqbar

Em perspectiva histórica, como ilustra a **figura 18**, nota-se que 2014 apresentou forte retração do montante total de emissões de debêntures de empresas do setor imobiliário na comparação com 2013, ano recorde para o indicador. Foram 26 emissões que perfizeram montante de R\$2,64 bilhões em 2014, a menor cifra desde 2009, contra R\$6,67 bilhões distribuídos entre 43 emissões ocorridas em 2013.

Histórico das Emissões Primárias de Debêntures de Empresas do Setor Imobiliário

FIG. 18

Fonte: Uqbar



Na segmentação da área principal de atuação das 18 empresas do setor imobiliário que emitiram debêntures em 2014, entre aquelas de construção e outras atividades imobiliárias, há uma ligeira inversão da tendência de anos anteriores, quando as do segundo tipo eram maioria. Foram dez as empresas do setor imobiliário que atuam no ramo da construção que realizaram emissões de debêntures em 2014, ou 55,6% do total. Por outro lado, reunidas sob a chancela de Outras Atividades

Imobiliárias, o número de empresas que emitiram debêntures que atuam em intermediação, participação, gestão ou incorporação de imóveis chegou a oito, ou 44,4% do total.

Área Principal de Atuação das Companhias Imobiliárias que Emitiram Debêntures em 2014

FIG. 19

Fonte: Uqbar



## RENDA VARIÁVEL

No mercado de capitais, as fontes de financiamento do setor imobiliário pertencentes ao universo de títulos de renda variável, excluídos os títulos associados ao mercado de securitização, são representadas pelas ações de empresas deste setor, pelas cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e pelas cotas de Fundos de Investimento em Participações (FIP) que investem preponderantemente em empresas do setor.

A seguir, são apresentadas as informações referentes aos mercados destes três títulos da seção Renda Variável do Mercado de Capitais.

INVESTIMOS EM TECNOLOGIA.  
ACREDITAMOS NA INOVAÇÃO.  
CRESCEMOS COM PARCERIAS.

**BM&FBOVESPA**

*A Nova Bolsa*

[www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)



Ser referência no cenário econômico não é obra do acaso. É resultado de um trabalho conjunto baseado em transparência, inovação e segurança. Estar entre as cinco maiores bolsas do mundo em valor de mercado é ter o compromisso com o desenvolvimento das empresas, governança corporativa e educação financeira, oferecendo o que há de melhor em produtos, serviços e informação. O aprimoramento constante de nossos sistemas de negociação, pós-negociação e gerenciamento de riscos reflete nosso comprometimento diário com a inovação e com a evolução do mercado e de nossos parceiros. Somos a BM&FBOVESPA.

DPZ

## CENTRO DE OPERAÇÕES BM&FBOVESPA



AGÊNCIA LUZ

## AÇÕES DE EMPRESAS DO SETOR IMOBILIÁRIO

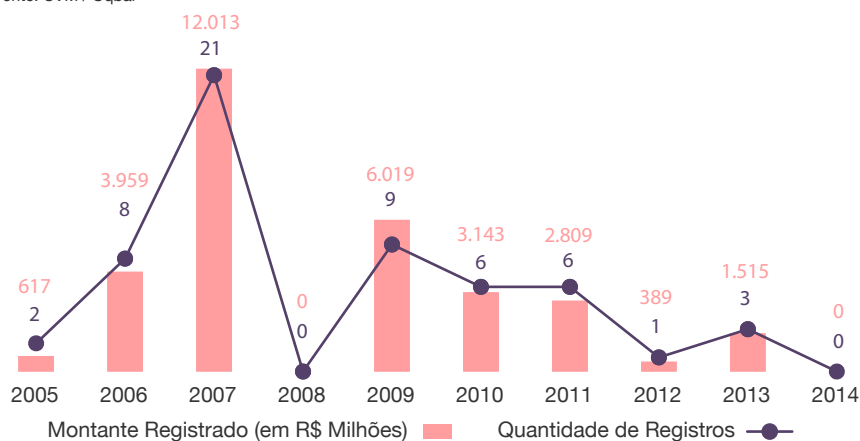
A ausência de crescimento econômico em conjunto com um ambiente inflacionário e de expectativas de aperto monetário fizeram de 2014 um ano difícil para o mercado de ações brasileiro. O Ibovespa, principal índice do setor, encerrou dezembro de 2014 em queda de 2,9% frente ao mesmo mês de 2013, ainda ao redor dos 50.000 pontos, após ter registrado uma mínima de 44.966 em março, marcando assim uma trajetória volátil no período. Estes condicionantes se traduziram em um ambiente inóspito para ofertas públicas primárias de ações de empresas, especialmente aquelas do setor imobiliário. Uma oferta de ações da Oi, de aproximadamente R\$14,00 bilhões, relacionada à fusão com a Portugal Telecom, e a oferta pública inicial de ações da Ouro Fino, de R\$418,0 milhões e adquirida principalmente por um fundo de *private equity*, foram as únicas ofertas ocorridas em 2014.

Desse modo, sequer uma empresa do setor imobiliário realizou oferta pública primária de ações em 2014. Para efeito comparativo, no já acanhado desempenho verificado em 2013 haviam sido três ofertas, somando R\$1,52 bilhão. Em perspectiva histórica, o desempenho das ofertas públicas em 2014 configura-se o pior desde 2005, como ilustra a **figura 20**, ao lado do resultado nulo averiguado em 2008, ocorrido no rastro da crise do *subprime*.

Histórico das Ofertas Públicas Primárias de Ações de Empresas do Setor Imobiliário

FIG. 20

Fonte: CVM / Uqbar

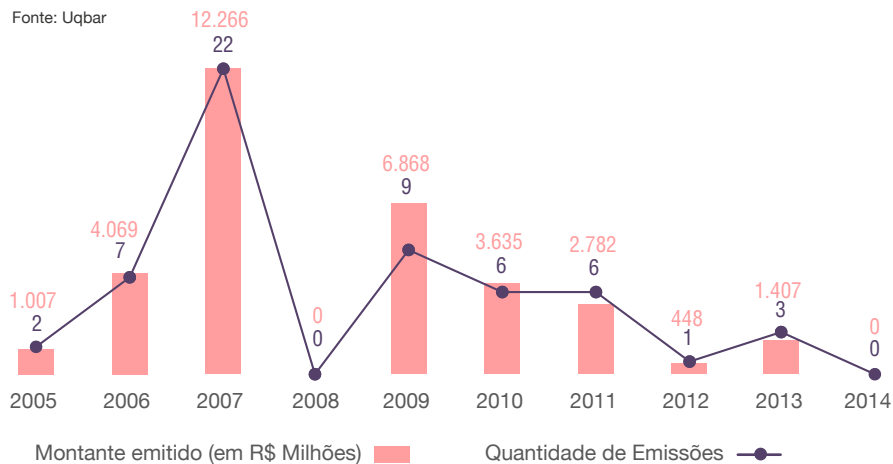


O quadro se repete quando são analisadas as evoluções anuais do montante e do número de emissões de ações de empresas do setor imobiliário, conforme retrata a **figura 21**. A escassez de emissões de ações significa também o retardamento das decisões de investimentos produtivos, para os quais as emissões de ações são mais indicadas, privilegiando, todavia, outras fontes de financiamento como captações via debêntures ou através de operações de securitização.

Histórico das Emissões Primárias de Ações de Empresas do Setor Imobiliário

FIG. 21

Fonte: Uqbar

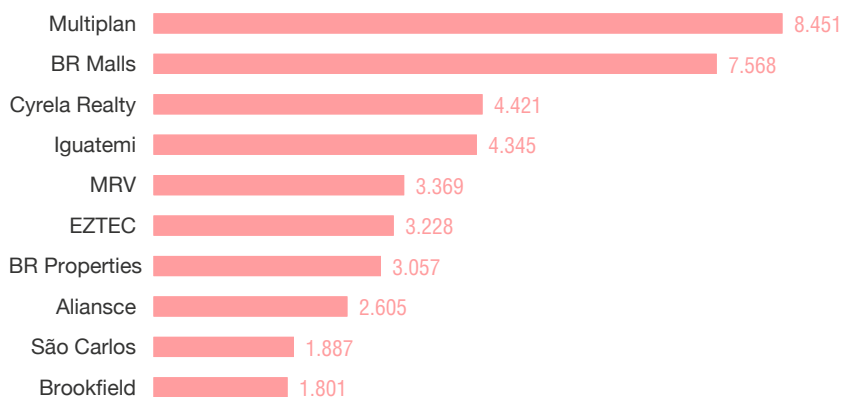


De forma geral, como evidencia a **figura 22**, nota-se que as empresas de shopping centers e de gestão imobiliária continuam ganhando espaço na classificação das maiores empresas do setor imobiliário pelo critério de capitalização de mercado, em detrimento daquelas mais focadas em construção. Medidas por este critério, em dezembro de 2014, a Multiplan e a BR Malls superaram individualmente a marca dos R\$7,50 bilhões. Com um hiato de mais de R\$3,0 bilhões, a Cyrela figura, em seguida, na terceira colocação, com capitalização de R\$4,42 bilhões.

Capitalização de Mercado das 10 Maiores Empresas do Setor Imobiliário em 30/12/2014 (em R\$ milhões)

FIG. 22

Fonte: BM&FBOVESPA / Uqbar

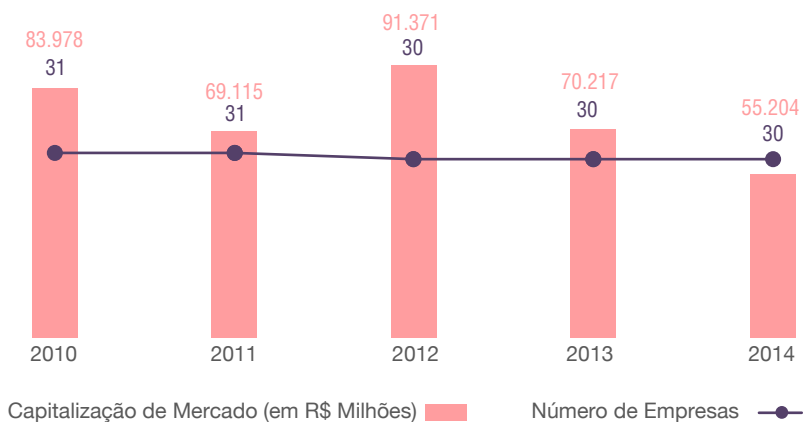


A **figura 23**, que expõe a capitalização de mercado consolidada das empresas do setor imobiliário sob uma perspectiva histórica recente, dá a medida do declínio deste indicador ocorrido em 2014. Embora o número de empresas do setor imobiliário tenha se mantido estável nos últimos três anos, a respectiva capitalização de mercado consolidada em 2014 se reduziu em 21,4% desde 2013, para R\$55,20 bilhões, dos R\$70,22 bilhões do ano anterior.

Histórico da Capitalização de Mercado das Empresas do Setor Imobiliário

FIG. 23

Fonte: Uqbar

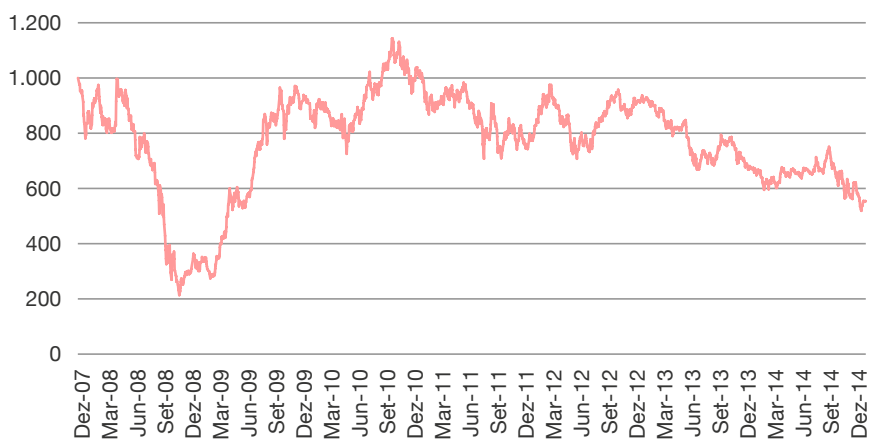


Por sua vez, o Índice Imobiliário (IMOB), índice setorial no mercado de ações, representado pela **figura 24**, também apresentou declínio relevante. Até dezembro de 2014, este índice, que reflete o desempenho de uma carteira teórica composta por empresas do setor imobiliário –selecionadas segundo critérios de liquidez e ponderadas pela capitalização de mercado– registrou recuo de 18,1% ante o mesmo mês de 2013.

Índice Imobiliário (IMOB) – Evolução Histórica

FIG. 24

Fonte: BM&FBOVESPA



## COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (FII)

No processo de amadurecimento do mercado de Fundos de Investimento Imobiliário (FII), pode-se associar o ano de 2014 a um período de aprendizado em situação de estresse. Após consagrar um exuberante crescimento, tanto no mercado primário como no secundário, ao longo de quase cinco anos, a partir de meados de 2013 o segmento adentrou uma fase de tendência geral de queda, suscitada pelo contexto macroeconômico do país, mas intensificada por fatores específicos seus, como o próprio ritmo de expansão que havia precedido esta fase. Questões que determinarão o *timing* da retomada do crescimento robusto do mercado de FII ainda permanecem abertas ou irresolutas, mas o seu enfrentamento deverá proporcionar um novo estágio de desenvolvimento deste mercado.

Os fatores macroeconômicos condicionantes do desempenho mais recente do mercado de FII compreendem, primordialmente, a deterioração do crescimento econômico no país, juntamente com o aumento da inflação e consequente alta da curva de juros da economia. Todos eles apresentam forte correlação negativa com o preço das cotas da grande maioria dos FII.

O impacto da conjuntura econômica, embora seja percebido de forma mais aparente nos contornos do mercado de FII, tem a leitura de sua causalidade expressa de forma mais nítida no interior daquele. No esteio da expansão do crédito imobiliário e da expectativa de crescimento econômico, o mercado imobiliário experimentou incremento substantivo da demanda a partir de 2010, principalmente por imóveis de escritórios, o que, nos anos seguintes, estimulou um grande número de lançamentos, principalmente nas grandes capitais. Porém, as expectativas de aprimoramento do ambiente econômico não se confirmaram, e, síncrono à desaceleração resultante, ocorreu o aumento da oferta de imóveis, sem correspondência na demanda.

Com efeito, houve em 2014 um incremento do nível de vacância e redução do preço pedido por locação. Em São Paulo, por exemplo, cidade brasileira com maior estoque de imóveis de alto padrão, o nível de vacância para este tipo de imóvel encerrou 2014 nos 22,8%, ante os 16,1% de 2012 e os meros 6,40% em 2010. Quanto ao preço médio de aluguel, este se encerrou em 2014 em R\$93,00/m<sup>2</sup> ao mês, contra R\$114,00/m<sup>2</sup> em 2012 e R\$84,00/m<sup>2</sup> em 2010<sup>1</sup>.

Esse conjunto de fatores passa então a permitir ao locatário uma maior flexibilidade que pode elevar o número de rescisões de contratos de locação de imóveis que compõem a carteira de um FII –e também um maior poder de barganha– que se faz sentir no eventual momento de renegociação do contrato. Ainda, a pressão do ambiente macroeconômico sobre a saúde financeira de algumas empresas tem resultado num aumento do inadimplemento por parte dos locatários de alguns FII que investem em imóveis.

<sup>1</sup> Segundo dados do Relatório On.Point – São Paulo - Escritórios, referente ao último trimestre de cada ano citado, publicado pela Jones Lang LaSalle.

Há que se ressaltar que tal cenário, longe de ser fatal, abre espaço para que a atividade de gestão da carteira dos FII seja mais ativa, de modo a se antecipar a quadros mais delicados do mercado e arbitrar com o significativo deságio entre o valor de mercado de FII e o respectivo Patrimônio Líquido. Mas, ao mesmo tempo, o cenário negativo adquire especial relevo para os fundos cuja carteira é composta por somente um imóvel.

Adicionalmente, ocorreu em meados de 2014 a difusão do inesperado entendimento da Receita Federal do Brasil sobre tributação de FII, um importante revés, embora de impacto limitado. Segundo o entendimento do fisco, consubstanciado pela publicação da Solução de Consulta Cosit nº 181 no Diário Oficial da União em 04 de julho de 2014, ganhos de capital auferidos na alienação de cotas de FII por outros FII sujeitam-se à incidência do Imposto de Renda à alíquota de 20,0%.

No âmbito regulatório, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) atuou no sentido da redução de ambiguidades e na elevação dos critérios de governança de FII. Em 2 de maio de 2014, a autarquia publicou o Ofício-Circular/CVM/SIN/SNC/Nº1/2014, que teve por objetivo orientar os administradores de FII sobre a forma de cálculo dos “lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa”, segundo o art. 10º, parágrafo único, da Lei nº 8.668/93, para fins de cálculo do valor dos rendimentos a distribuir. A CVM pontificou que, para atender a norma, o administrador deve aplicar o regime de competência no período e ajustá-lo pelos efeitos das entradas e saídas de caixa. Ainda, a autarquia ressalta que o administrador que optar por distribuir o resultado aos cotistas mensalmente deverá observar que, ao final do semestre, sejam distribuídos no mínimo 95,0% dos resultados auferidos.

Em 4 de agosto, o Edital de Audiência Pública SDM nº 07/14 foi divulgado, mirando a mudança do regime de divulgação de informações e as regras de governança dos FII, alterando, ao mesmo tempo, as Instruções nº 472 e nº 400. A minuta se propõe revisar tanto o conteúdo como o formato dos dados apresentados, acompanhado de um esforço de padronização dos mesmos. Além disso, a periodicidade das informações prestadas também é fruto de mudança. Por exemplo, no caso das informações que sofrem alteração constantemente, a proposta é que sejam retiradas do regulamento e passem a figurar em Informes a serem divulgados em periodicidade mensal, trimestral e anual. No âmbito da governança, pretende-se aprimorar regras relacionadas à convocação, à participação e à tomada de decisões de cotistas em assembleias gerais, bem como à atuação de representantes de cotistas.

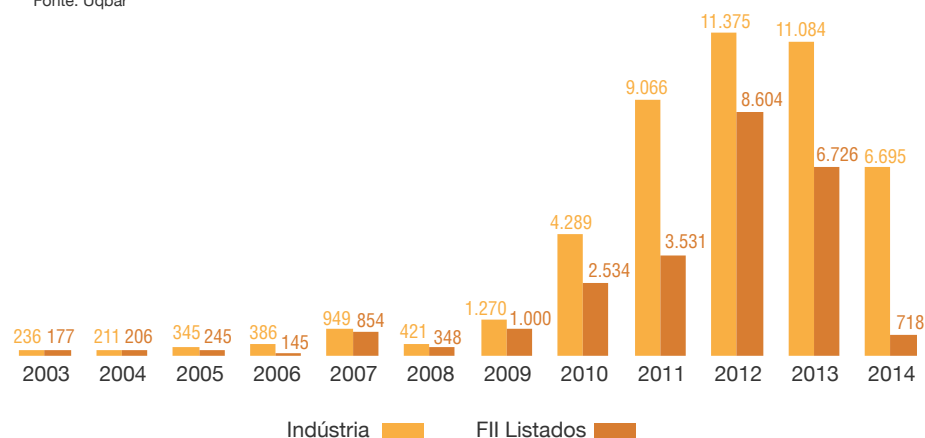
Na arena do mercado primário, foram os FII não listados para negociação na BM&FBOVESPA que sustentaram o montante total de cotas emitidas em um nível não irrisório. Conforme ilustrado na **figura 25**, em 2014 o montante consolidado emitido em cotas de FII atingiu R\$6,69 bilhões

para a indústria como um todo e apenas R\$717,5 milhões para o conjunto dos fundos listados na BM&FBOVESPA, representando decréscimos em relação ao ano anterior de 39,6% e 89,3%, respectivamente. A dimensão da queda se nota pela mesma figura, em que o volume de emissões de toda a indústria de FII em 2014 corresponde a pouco menos da cifra registrada apenas para os FII listados em 2013.

Histórico do Montante de Emissões de FII (em R\$ milhões)

FIG. 25

Fonte: Uqbar

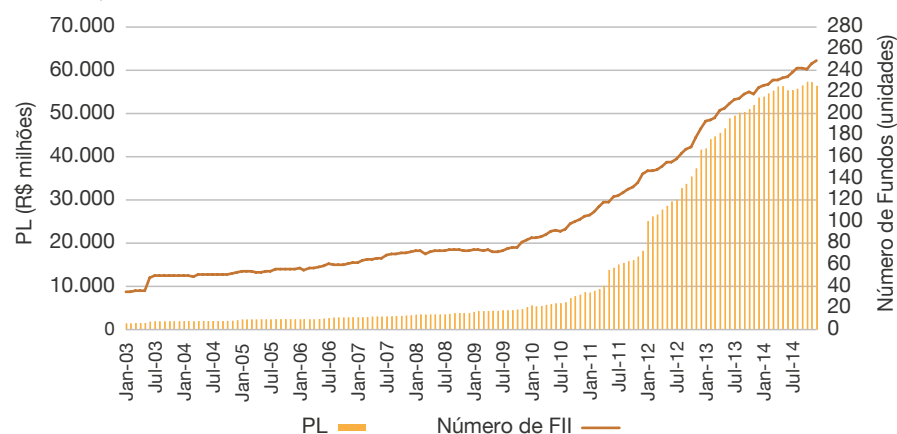


Em se tratando das dimensões do mercado consolidado para os números de Patrimônio Líquido (PL) da indústria de FII, verifica-se que o valor contábil do setor permaneceu ainda ascendente em 2014, embora em ritmo menos intenso do que o visto em anos anteriores. Em fins de 2014, um total de 249 fundos somavam um PL de R\$56,40 bilhões, ao passo que em dezembro de 2013 os números eram de 224 fundos perfazendo R\$53,67 bilhões. A **figura 26** exibe a evolução histórica do Patrimônio Líquido (PL) consolidado e do número de fundos de toda a indústria.

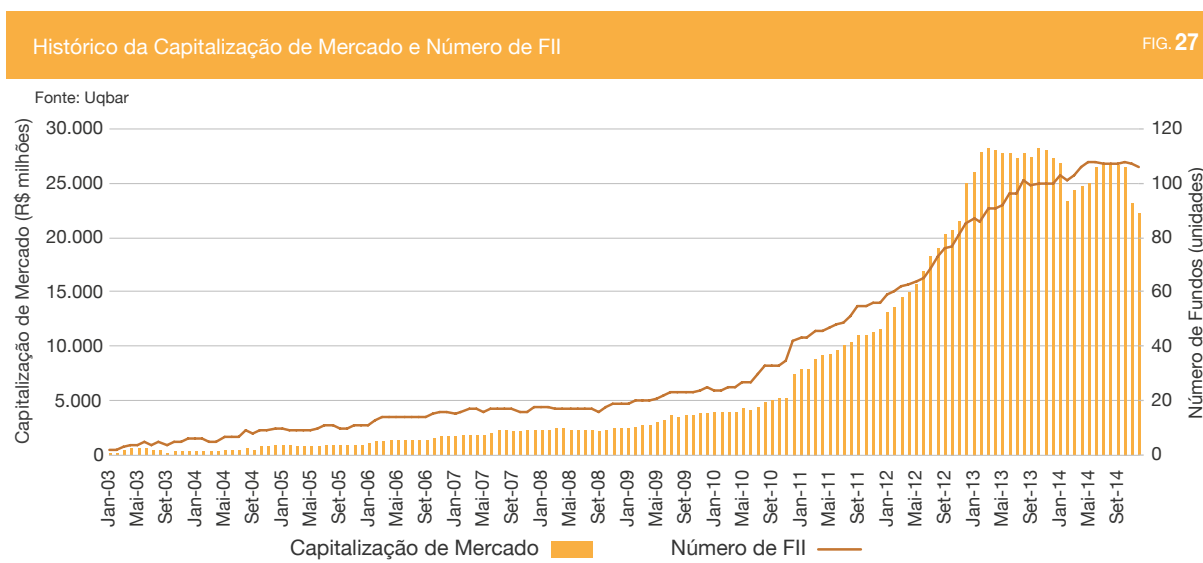
Histórico do Patrimônio Líquido e Número de FII

FIG. 26

Fonte: Uqbar



A seu turno, o valor de capitalização de mercado consolidado dos fundos listados se reduziu em 2014, mesmo com o incremento do número de fundos e de novas emissões realizadas. Em dezembro de 2014, o indicador alcançava R\$22,47 bilhões, referente a 106 fundos. Isto se compara com o valor do mesmo mês de 2013, de R\$27,24 bilhões, depreendendo queda de 17,5%, este referente a 100 fundos. A **figura 27** apresenta a evolução da capitalização de mercado consolidada e o número de fundos desde 2003.

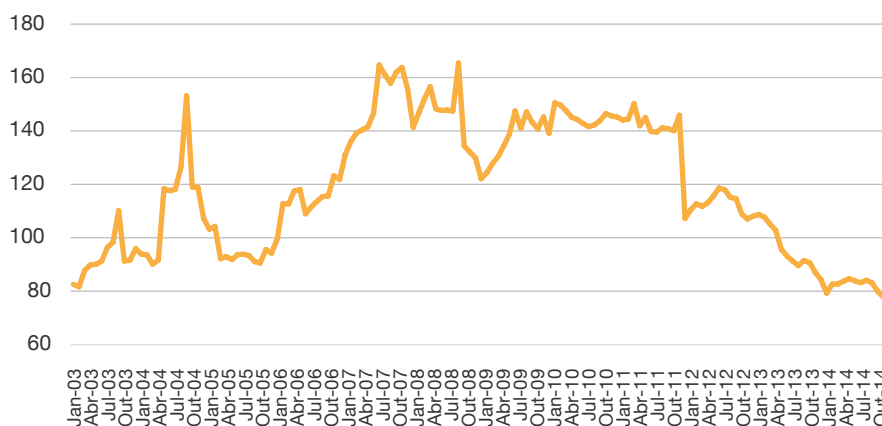


A **figura 28** dá a medida do desconto com que as cotas de FII são negociadas frente ao respectivo valor de PL. Na comparação do desempenho dos indicadores de capitalização de mercado e de PL consolidados para os fundos listados, o retrato de 2014 é de persistência do cenário de descolamento entre ambos indicadores. A partir de junho de 2013 a razão entre eles se reduziu para abaixo da identidade e, ao final de 2014, fechou em 78,5%. Tamanho desconto, em essência, indica que a precificação das cotas de FII prioriza parâmetros de dimensionamento muito diferentes daqueles que balizam os avaliadores de imóveis contratados pelos fundos, por exemplo. Ainda, no caso do crescente número de fundos cuja carteira é composta preponderantemente por Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), o modelo de precificação destes títulos impacta relevantemente no valor de PL dos FII. O valor contábil dos CRI, divulgados pelas companhias securitizadoras, não reflete o impacto de mudanças na curva de juros e de percepção de valor de crédito, o que potencializa a discrepância entre os valores de PL e de mercado dos FII.

Histórico da Capitalização de Mercado sobre Patrimônio Líquido (%)

FIG. 28

Fonte: Uqbar



A seguir, nesta seção, são apresentados e comentados dados referentes à composição, liquidez e rentabilidade do mercado de FII em 2014 e historicamente. Em seguida, procede uma análise setorial das principais categorias de ativos e os dados referentes à composição do universo investidor no mercado primário de cotas de FII.

### Termos e Condições

#### Fundo de Investimento Imobiliário

<u>Descrição</u>	Comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários.
<u>Forma e Registro</u>	Constituídos sob a forma de condomínio fechado, podem ter prazo de duração indeterminado. A constituição e funcionamento dos FII dependem de registro prévio na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que é concedido automaticamente mediante entrega de conjunto de documentos e informações.
<u>Tipos de Ativos</u>	Podem investir em empreendimentos imobiliários representados por quaisquer direitos reais sobre bens imóveis e títulos de renda fixa e variável.
<u>Limites de Investimento</u>	(a) Fundos que invistam preponderantemente em valores mobiliários devem respeitar certos limites de aplicação por emissor e por modalidade de ativos financeiros. Não existem limites para investimentos em cotas de Fundos de Investimento em Participações (FIP), cotas de FII e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI).  (b) de Distribuição: Deverão distribuir a seus cotistas, no mínimo, 95,0% dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano.

<u>Administração</u>	Compreende o conjunto de serviços relacionados ao funcionamento e à manutenção do fundo. Administradores de FII devem prover ao fundo, direta ou indiretamente, os seguintes serviços: (i) manutenção de departamento técnico habilitado a prestar serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários; (ii) atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários; (iii) escrituração de cotas; (iv) custódia de ativos financeiros; (v) auditoria independente; e (vi) gestão dos valores mobiliários integrantes da carteira do fundo.
<u>Administrador</u>	Somente podem ser administradores de FII as seguintes instituições: bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, bancos de investimento, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores mobiliários, sociedades de crédito imobiliário, caixas econômicas e companhias hipotecárias.
<u>Custódia</u>	Custódia dos ativos financeiros dos FII é necessária sempre que estes ativos representem mais que 5,0% do patrimônio líquido do fundo.
<u>Tipo de Investidor</u>	Não existe limitação quanto ao tipo de investidor. Porém, é permitida a constituição de fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados, que podem contar com condições e características específicas.

#### Cota de Fundos de Investimento Imobiliário

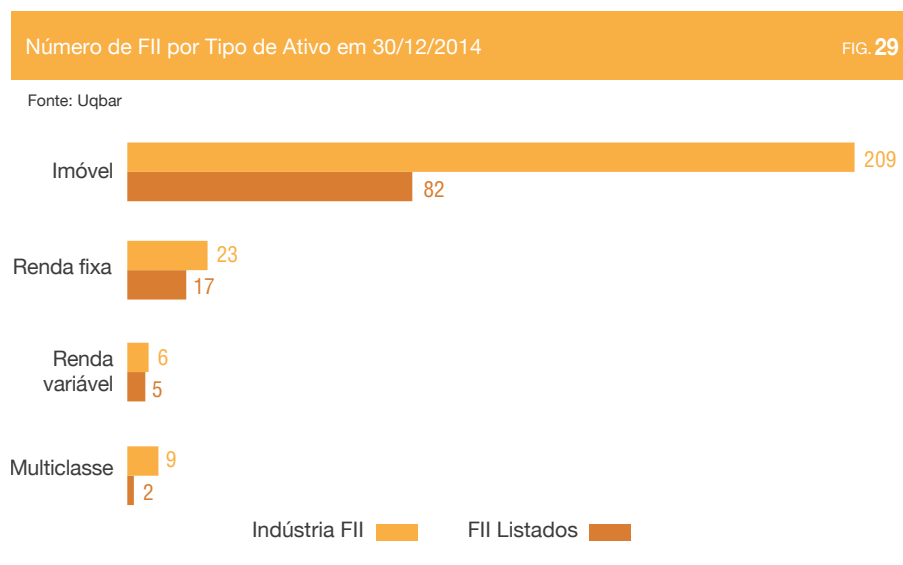
<u>Descrição</u>	Fração ideal de patrimônio do Emissor.
<u>Emissor</u>	Fundos de Investimento Imobiliário (FII), uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em (a) direitos reais sobre bens imóveis, (b) títulos imobiliários de renda fixa, (c) ações, debêntures, notas promissórias e outros valores mobiliários de emissores cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII, (d) ações de companhias de capital fechado ou sociedades limitadas cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII, (e) certificados de potencial adicional de construção, e (f) cotas de outros FII ou de Fundos de Investimento em Participações (FIP) e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII. Os FII são constituídos sob a forma de condomínio fechado e podem ter prazo de duração indeterminado.
<u>Forma e Registro</u>	Escritural e nominativa.
<u>Classe</u>	Classe única no caso de fundos para investidores em geral. Fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados podem emitir cotas com direitos ou características especiais quanto à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos periódicos, no reembolso de seu valor ou no pagamento do saldo de liquidação do fundo.

<u>Série</u>	Emissão de cotas pode ser dividida em séries, com o fim específico de estabelecer, para cada série, datas diversas de integralização, sem prejuízo da igualdade dos demais direitos conferidos aos cotistas.
<u>Distribuição</u>	Oferta pública de cotas depende de prévio registro na CVM e deve ser realizada por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários. Uma nova distribuição não pode ser iniciada antes de totalmente subscrita ou cancelada a anterior.
<u>Subscrição</u>	Subscrição parcial e cancelamento de saldo não colocado é permitido, desde que um montante mínimo a ser subscrito seja estipulado inicialmente e alcançado.
<u>Integralização</u>	Integralização pode ser à vista ou em prazo determinado no compromisso de investimento. Pode ser feita em dinheiro, imóveis, direitos relativos a imóveis e, no caso de fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados, títulos e valores mobiliários.
<u>Amortizações</u>	Cotas podem ser amortizadas: (i) em datas preestabelecidas no regulamento do fundo; ou (ii) em virtude de decisão da assembleia geral de cotistas.
<u>Resgate</u>	Não é permitido.
<u>Retorno Capital Investido</u>	Capital investido em cotas de FII é retornado através (i) da distribuição de resultados; (ii) da amortização das cotas; (iii) da venda das cotas no mercado secundário; ou (iv) da dissolução do fundo, com a venda dos seus ativos e a distribuição proporcional do patrimônio aos seus cotistas.
<u>Transferência</u>	As cotas podem ser transferidas mediante termo de cessão e transferência, assinado pelo cedente e pelo cessionário, e registrado em cartório de títulos e documentos, ou através de bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado onde as cotas do fundo forem registradas para negociação.
<u>Ambiente de Negociação</u>	BM&FBOVESPA (bolsa e balcão).
<u>Liquidação Financeira</u>	BM&FBOVESPA e CETIP

### **Classificação dos Fundos**

Em um ano de montante relativamente reduzido em emissões primárias de cotas de FII, a evolução deste mercado, em termos de diversificação entre carteiras, não acusou alterações de grande relevo. Pouco se avançou em 2014 no sentido de uma diminuição do nível de concentração das principais categorias de tipo de ativo investido pelos fundos, sendo ainda preponderantes aqueles que investem em imóveis. Há, no entanto, uma pequena distinção entre os indicadores referentes à totalidade da indústria de FII e aqueles listados na BM&FBOVESPA.

Na **figura 29** são apresentadas as distribuições dos números de FII, de toda a indústria e listados, por tipo de ativo, no último dia do ano de 2014. Nesta data, o número total de fundos da indústria chegou a 248, enquanto aqueles dedicados a investimentos em imóveis somaram 209. O número de FII que investem em ativos financeiros de renda fixa perfaz 23, enquanto aqueles de renda variável totalizaram seis. Quanto aos 106 fundos listados para negociação em bolsa, o número daqueles que investem em imóveis alcançou 82, fundos cujo ativo se enquadra na categoria Renda Fixa somaram 17, e os da categoria Renda Variável cinco. Fundos que investem em mais de um tipo de ativo (Multiclasse) computaram nove em toda a indústria, com apenas dois deles negociados em bolsa. Ainda há um fundo operacional não negociado em bolsa para o qual não foi encontrado qualquer documento que comprovasse a composição de sua carteira.

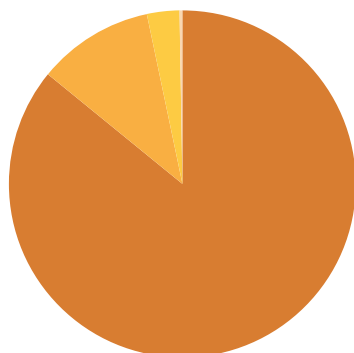


A capitalização de mercado dos FII listados em bolsa no último mês de 2014 somou R\$22,47 bilhões. Deste total, segmentado por tipo de ativo, a ampla maioria corresponde àqueles que investem preponderantemente em imóveis, compondo cerca de 86,0% da capitalização de mercado consolidada. Todavia, parcela não desprezível deste total corresponde aos fundos cuja carteira é composta por instrumentos de renda fixa, tais como os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e as Letras de Crédito Imobiliário (LCI). Em dezembro de 2014, fundos desta categoria perfaziam capitalização equivalente a 10,7% do total. Outros 3,0% da capitalização de mercado consolidada se referem a FII cujo tipo de ativo é renda variável. Os cinco fundos que compõem esta categoria, por sua vez, investem, em sua maioria, em cotas de outros FII. Há ainda os fundos arrolados na categoria Multiclasse, representantes de 0,3% da capitalização de mercado consolidada total, como aponta a **figura 30**.

Composição da Capitalização de Mercado de FII por Tipo de Ativo (% de Montante)

FIG. 30

Fonte: Uqbar



**86,0 %**

Imóvel

**10,7 %**

Renda fixa

**3,0 %**

Renda variável

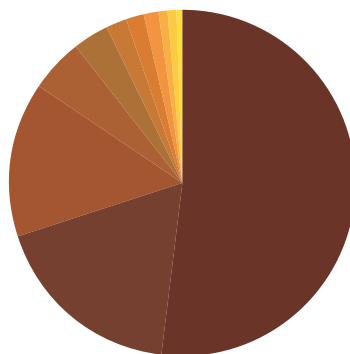
**0,3 %**

Multiclasse

No que diz respeito à composição por tipo de imóvel, representada pela **figura 31**, restrita ao universo de fundos que investem neste tipo de ativo, a predominância dos FII de escritórios, ao final de 2014, é notável. Cerca de metade da capitalização de mercado consolidada dos FII de imóveis se refere a fundos que investem em escritórios, com 52,2% de participação. Outro destacado segmento, representando 18,0% da capitalização, é composto por aqueles fundos que investem em shopping centers. Uma parte significativa se refere aos FII cuja carteira de imóveis se forma por investimentos em lojas individuais. Na sequência, fundos de logística, constituídos por aqueles cuja carteira está alocada em galpões logísticos e/ou centros de distribuição, auferem participação de 4,9% naquele mês. Os 10,5% restantes se referem a outros tipos de imóveis, como aqueles de tipo residencial, escolar, ou mesmo hospitalar, entre outros.

Composição da Capitalização de Mercado por Tipo de Imóvel (% de Montante) FIG. 31

Fonte: Uqbar



**52,2 %**

Escritórios

**18,0 %**

Varejo - Shopping Centers

**14,4 %**

Varejo - Lojas Individuais

**4,9 %**

Logística

**3,5 %**

Diversificado

**1,8 %**

Residencial

**1,8 %**

Escolar

**1,2 %**

Hospitalar

**1,0 %**

Industrial

**0,7 %**

Varejo - Galerias

**0,5 %**

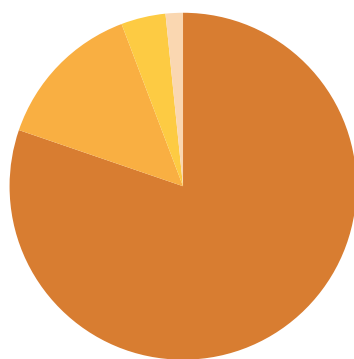
Hospedagem

Na composição de todos os FII listados por tipo de finalidade, predominam aqueles que buscam renda, com 80,4% da capitalização de mercado consolidada ao final de 2014, como retrata a **figura 32**. Uma parcela não desprezível, mas significativamente menor, se refere aos fundos que fazem gestão de ativos financeiros, com 13,9%, o que corresponde, virtualmente, às parcelas somadas dos FII de Renda Fixa e Renda Variável, vistos acima. Parte restante se divide entre os FII que não tem uma finalidade específica definida, com 4,1%, e aqueles estruturados com carteiras com risco de desenvolvimento imobiliário, somando 1,6%.

Composição da Capitalização de Mercado por Finalidade (% de Montante)

FIG. 32

Fonte: Uqbar



80,4 %

Renda

13,9 %

Gestão de Ativos Financeiros

4,1 %

Diversas

1,6 %

Desenvolvimento Imobiliário

### Mercado Secundário

Para ser melhor compreendida, a análise do comportamento da liquidez do mercado secundário de cotas de FII em 2014 precisa ser decomposta, em um primeiro momento, pelos dois principais critérios utilizados no acompanhamento daquela variável: o montante negociado e o número de negócios. Em boa medida, estes indicadores têm apontado para direções contrárias pelo menos desde meados de 2013. Com a reversão da política monetária a partir daquele período, iniciando um lento processo de aumento de juros que se alonga até o presente, o mercado secundário de cotas de FII, analisado sob o critério do montante negociado, sofreu forte impacto. Isto se fez notar mais claramente devido à correlação existente entre o desempenho dos preços das cotas de FII, negativamente impactados com o movimento de alta da taxa Selic, e o montante negociado. Percebe-se, entretanto, uma considerável estabilidade do indicador de montante negociado mensal em 2014, em patamares acima do que se via em 2012, por exemplo. Por outro lado, pelo critério do número de negócios, a despeito da ligeira redução deste indicador ao longo do segundo semestre de 2013, a liquidez se elevou a níveis

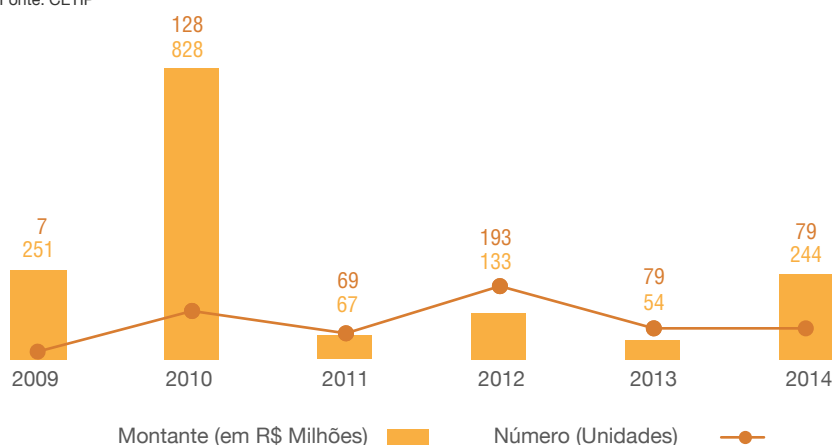
recordes em 2014, mantendo trajetória de crescimento e inclusive chegando a superar a marca mensal de 100 mil negócios em fevereiro daquele ano.

A **figura 33** apresenta a evolução histórica anual dos negócios registrados com cotas de FII na CETIP. Nela se percebe a pouquidade dos negócios através desta câmara, em oposição ao quadro desenhado na **figura 34**, que se refere aos negócios que ocorreram no ambiente da BM&FBOVESPA. Na CETIP, apesar da base reduzida, o montante negociado chegou a se quadruplicar entre 2013 e 2014, alcançando a marca anual de R\$244,1 milhões, ao passo que o número de negócios foi exatamente o mesmo nos dois anos, apenas 79. No âmbito da BM&FBOVESPA, por sua vez, o montante negociado se reduziu em pouco mais de um terço em 2014, encerrando o ano em R\$5,10 bilhões. Em 2013, os negócios haviam totalizado montante equivalente a R\$7,83 bilhões. Ao se alargar o horizonte temporal para incluir o montante negociado em 2012, de R\$3,59 bilhões, nota-se que apesar do recuo verificado em 2014, este indicador ainda permanece em nível mais elevado que outrora. Por outro lado, o número de negócios se incrementou em 18,8% entre 2013 e 2014, atingindo 959.962 no último ano, contra 808.097 no ano anterior. Se comparado com 2012, tem-se que este número mais que triplicou no período, indicando um consistente crescimento da liquidez do secundário de cotas de FII por este critério.

Histórico dos Negócios Registrados na CETIP

FIG. 33

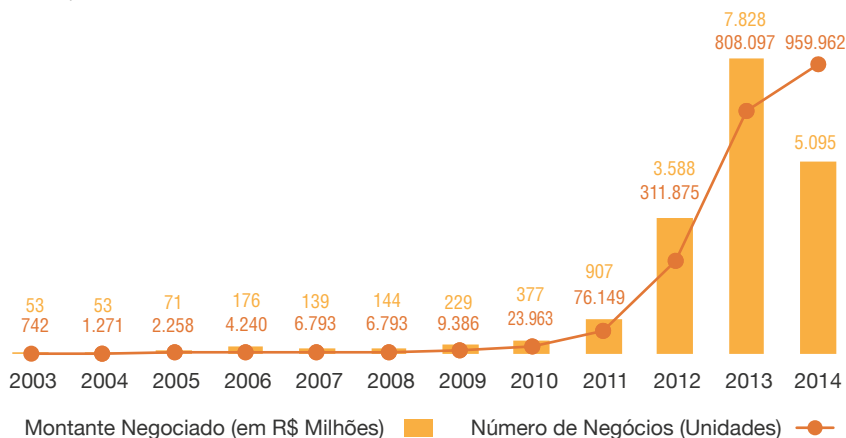
Fonte: CETIP



Histórico dos Negócios Realizados na BM&FBOVESPA

FIG. 34

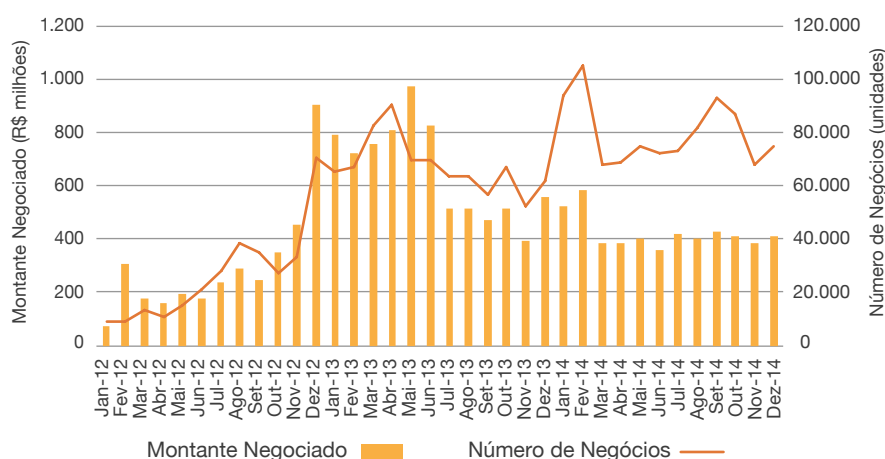
Fonte: Uqbar



Ao se analisar a evolução mensal recente de liquidez do mercado secundário de cotas de FII, retratada pela **figura 35**, tem-se um quadro mais pormenorizado do desempenho desta variável. É perceptível a manutenção, ao longo dos meses de 2014, do indicador de montante negociado no estável nível mensal dos R\$400,0 milhões. Já o indicador de número de negócios apresentou alguns picos em 2014, mais notadamente em fevereiro, quando atingiu 105.305 negócios, tendo se mantido, na média, em patamar superior àquele verificado no ano anterior.

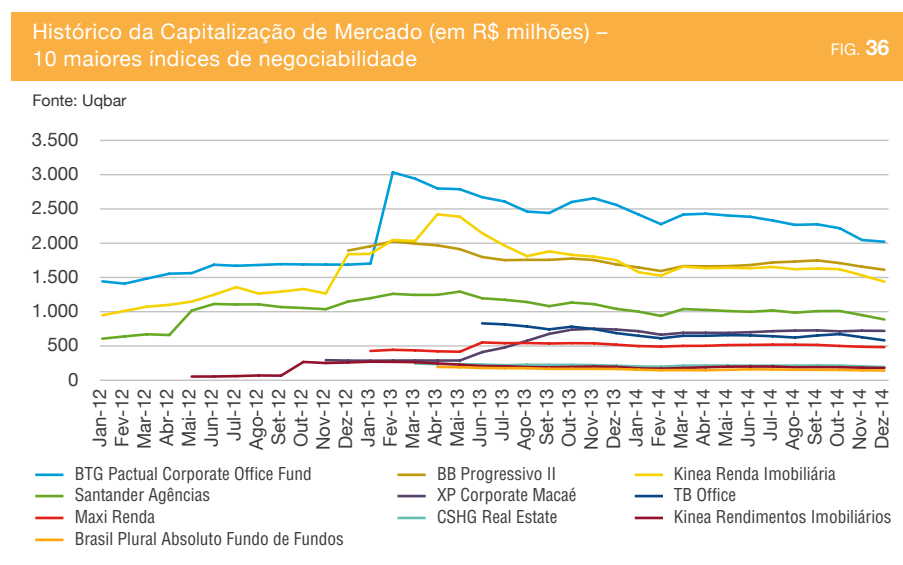
Evolução Recente dos Negócios Realizados na BM&FBOVESPA

FIG. 35



Entre os dez fundos de maior índice de negociabilidade, parâmetro que mede a participação individual da liquidez de um FII na liquidez consolidada do mercado, derivado do número de negócios e do montante negociado, todos descreveram uma trajetória descendente de seus respectivos valores de capitalização de mercado ao longo de 2014. O BTG Pactual Corporate Office

Fund (BRCR11), fundo mais líquido e de maior capitalização de mercado, foi aquele que mais perdeu valor em 2014, como ilustra a **figura 36**. Num período de doze meses o valor de mercado deste FII se reduziu em R\$537,7 milhões, ou 21,0%, chegando à marca dos R\$2,02 bilhões em fins de 2014. Outro fundo cuja carteira é composta por diversos imóveis e que também desfruta de elevado nível de liquidez, o Kinea Renda Imobiliária (KNRI11), perdeu 17,9% de sua capitalização de mercado ao longo de 2014. Este percentual é superior, inclusive, à queda desenhada pela capitalização de mercado do FII TB Office (TBOF11), um fundo monoativo cuja vacância esteve fixada em 34,0% durante todo o ano.

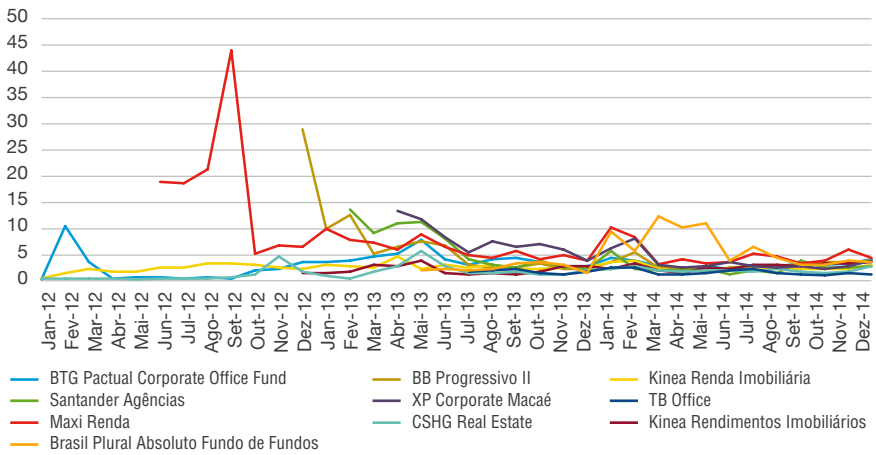


Para o mesmo conjunto de fundos retratado no gráfico anterior, a **figura 37** apresenta a evolução, durante os últimos três anos, do *float* mensal individual. O *float* mensal é definido como a medida percentual da capitalização de mercado de um fundo que é negociada em termos de montante em determinado mês. Não obstante todos os fundos terem encerrado o ano com *float* mensal abaixo dos 5,0%, o ano começou com alguns deles apresentando este indicador em um patamar mais elevado. O FII Maxi Renda (MXRF11) ao lado do Brasil Plural Absoluto Fundo de Fundos (BPFF11), ambos com carteira diversificada entre cotas de FII, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e Letras de Crédito Imobiliários (LCI), foram os que registraram a maior média do *float* mensal ao longo de 2014, com 5,0% para o primeiro e 6,4% para o segundo, reflexo do bom desempenho deste indicador para os dois fundos na primeira metade do ano.

Histórico do *Float* Mensal (%) – 10 maiores índices de negociabilidade

FIG. 37

Fonte: Uqbar

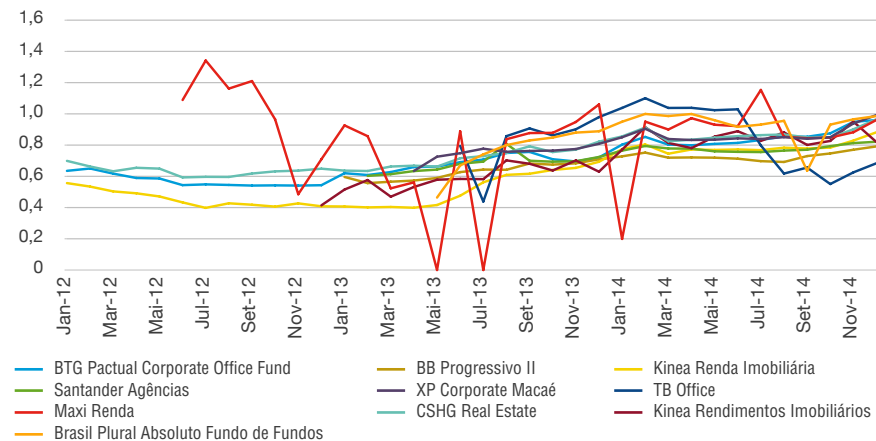


A **figura 38** mostra o histórico do rendimento mensal individual, sendo este o quociente percentual entre o montante distribuído em rendimentos e a capitalização de mercado, ao longo dos últimos três anos, dos dez fundos mais líquidos, segundo o critério do índice de negociabilidade. Partindo do prazo mais longo, nota-se claramente a subida deste indicador nos últimos dois anos, até se estabilizar ao redor dos 0,8% em 2014, reflexo, em grande parte, da queda generalizada de preços das cotas dos fundos. Particularmente, o rendimento mensal do FII TB Office (TBOF11) acusou o efeito do fim da Renda Mínima Garantida (RMG), em junho de 2014, cuja expiração afetou o nível de distribuição do fundo que ainda sofre de elevado nível de vacância.

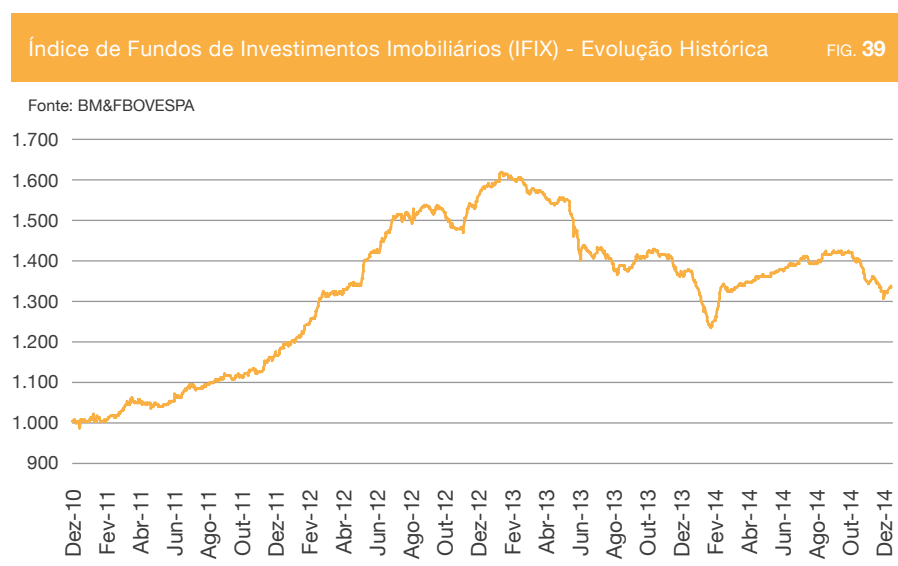
Histórico do Rendimento Mensal (% do Valor de Mercado) – 10 maiores índices de negociabilidade

FIG. 38

Fonte: Uqbar



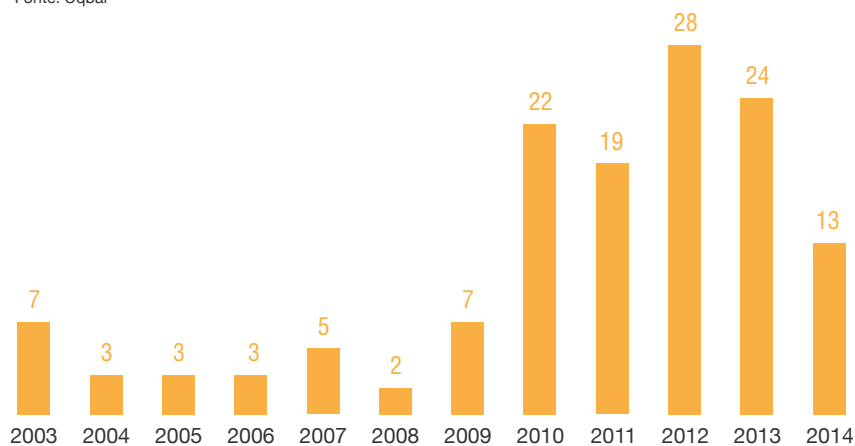
Até o terceiro trimestre de 2014, o IFIX ensaiava recuperação se sobrepondo ao patamar dos 1.400 pontos, que havia sido abandonado no último mês de 2013. Mas com a definição do pleito presidencial e o início de um novo ciclo de alta da taxa de juros (Selic), o índice setorial do mercado de cotas de FII se reorientou para baixo, recuando até os 1.300 pontos já em fins de dezembro de 2014. O IFIX, criado pela BM&FBOVESPA em setembro de 2012, reflete a dinâmica de mercado como um todo, considerando as variações de preço e as distribuições de rendimentos e amortizações das cotas dos fundos que compõem sua cesta. A **figura 39** mostra a evolução histórica deste índice desde 2010.



O ano de 2014 apresentou o menor número de novos fundos autorizados a ter suas cotas negociadas em bolsa desde que este mercado passou a apresentar vigoroso crescimento, em 2010. A **figura 40** mostra a evolução histórica anual do número de novos fundos registrados para serem negociados em bolsa. Foram 13 fundos registrados em 2014, ante os 24 que haviam ingressado no mercado secundário em 2013. No entanto, dos fundos registrados, poucos foram efetivamente negociados em 2014. Mesmo entre aqueles negociados, o nível de liquidez se mostrou incipiente. Como aponta a **tabela 6**, apenas quatro destes fundos apresentaram alguma negociação em 2014, e um número ainda menor (dois) chegou a ser negociado no mês de dezembro.

Histórico do número de FII Registrados para Negociação na BM&FBOVESPA FIG. 40

Fonte: Uqbar



FII Registrados para Negociação na BM&FBOVESPA em 2014\* - Liquidez e Variação de Preço das Cotas TAB. 6

Fundo	Ticker	Início de Negociação	Preço de Emissão (R\$)	Preço Dez/14 (R\$)**	Variação (%)	Montante Negociado (R\$ milhares)	Número de Negócios
Capitânia Securities II	CPTS11B	26/08/2014	100,00	101,33	1,33	25.139	216
Castello Branco Office Park	CBOP11	06/03/2014	1.000,00	689,42	-31,06	12.552	1.387
NCH Brasil Recebíveis Imobiliários	NCHB11B	20/03/2014	1.000,00	1.450,00	45,00	1.180	73
Reit Riviera	REIT11B	01/05/2014	1.000,00	1.133,73	13,37	1.153	3

\* Embora registrados em 2014, os fundos BTG Pactual Malls (BTGM11), Infra Real Estate (FINF11), Polo Shopping Indaiatuba (VPSI11), Sia Corporate (SAIC11B), Transinc (TSNC11), Urbanização I (URBN11), Vereda (VERE11), Vida Nova (FIVN11) e XP Ativos Corporativos (XPAC11) foram excluídos pois não apresentaram nenhuma negociação em 2014.

\*\* Preço médio de negociação em dez/14 ponderado por montante negociado. Para os fundos Reit Riviera (REIT11B) e NCH Brasil Recebíveis Imobiliários (NCHB11B) foram considerados os preços médios de jul/14 e out/14, respectivamente.

## Análise Setorial

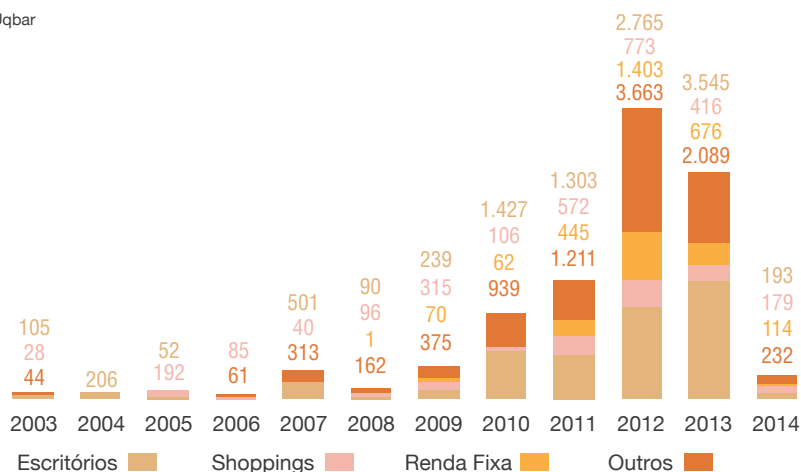
A análise setorial pretendida nesta seção se fundamenta, antes de tudo, na divisão do conjunto de Fundos de Investimentos Imobiliários (FII) segundo o tipo de seus ativos. Desde 2008, com a edição da Instrução CVM nº 472 (ICVM 472), os FII têm em aberto a possibilidade de investir preponderantemente em títulos ligados ao setor imobiliário, ampliando as possibilidades de diversificação das carteiras destes fundos. Desde então, duas categorias de ativos foram alçadas ao patamar de maior representatividade da indústria: Renda Fixa, além de, por óbvio, Imóveis. A segunda categoria, porém, tem uma composição própria tão diversificada, que se faz necessário, em seu nível, mais uma categorização, desta vez representada principalmente por Escritórios e Shopping Centers. O racional subjacente a estas segmentações pauta-se, entre outros aspectos, pelos distintos perfis de risco inerentes à natureza do ativo alvo de cada fundo.

Em resumo, a análise setorial que se intenta deprender nesta seção divide os fundos negociados na BM&FBOVESPA em quatro grupos de fundos: Escritórios, Shopping Centers, Renda Fixa e ainda o grupo de todos os fundos restantes, denominado Outros. Para fins comparativos, também são apresentados, quando pertinente, dados consolidados do mercado. De modo geral, espera-se que a segmentação nestas quatro diferentes categorias permita uma análise detida de suas diferenças e particularidades e de que forma essa alteridade se reflete em termos de desempenho.

Primeiramente, no âmbito do mercado primário no último ano, o volume de emissões de cotas de FII negociados na BM&FBOVESPA, segmentado por categoria de ativo, revela um período de contração. Como fica claro pela **figura 41**, o montante consolidado de emissões em 2014 (R\$717,5 milhões) alcançou o menor nível anual desde 2009 (R\$999,6 milhões), sendo também inferior ao montante referente a 2007 (R\$853,6 milhões). Para efeito comparativo, o montante emitido em 2013 é cerca de nove vezes superior ao de 2014. A despeito do fato das quatro categorias apresentarem redução absoluta de montante emitido em 2014, a composição do montante emitido apresenta mudanças sutis. Os fundos de Shopping Centers, que em 2013 representavam 6,2% do montante, em 2014 passaram a figurar com fatia equivalente a 24,9%. Já os fundos de Escritórios, com 52,7% do total em 2013, encerraram o último ano com participação de 27,0% das emissões totais dos fundos listados na BM&FBOVESPA. Pode-se inferir que tal redução mais intensa de emissões primárias de fundos de Escritórios tem relação com o corrente excesso de oferta deste tipo de imóvel nas principais capitais do país, refletido na elevação da vacância e na queda do poder de barganha nas renegociações de aluguel para os fundos de Escritórios já listados em bolsa. Os FII de Renda Fixa e Outros mantiveram estáveis suas respectivas participações entre 2013 e 2014.

Histórico das Emissões dos FII Listados por Tipo de Ativo (em R\$ milhões) FIG. 41

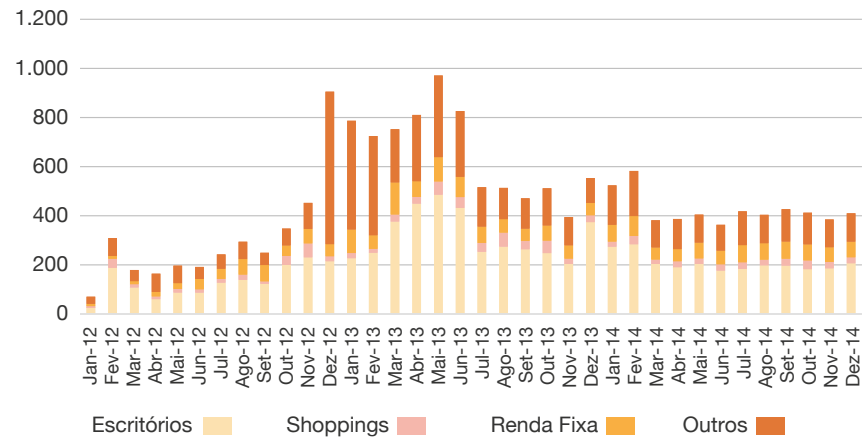
Fonte: Uqbar



Já pela ótica da liquidez do mercado secundário, tem-se, em 2014, uma continuidade de um retrato já em voga desde o início de 2013. Os fundos de Escritórios auferem, tradicionalmente, algo próximo da metade do montante e do número de negócios ocorridos mensalmente. Já os fundos de Shopping Centers têm movimentado entre 5,0% e 9,0% da cifra mensal nos últimos dois anos, e 4,0% do número de negócios, enquanto os fundos de Renda Fixa auferem participação equivalente a 15,0% do montante e do número de negócios mensais. O montante e o número de negócios envolvendo cotas de outros fundos, a seu turno, equivalem a aproximadamente 30,0% do total. A **figura 42** apresenta a evolução histórica mensal do montante de negócios dos FII por tipo de ativo, enquanto a **figura 43** faz o mesmo para o indicador de número de negócios mensais.

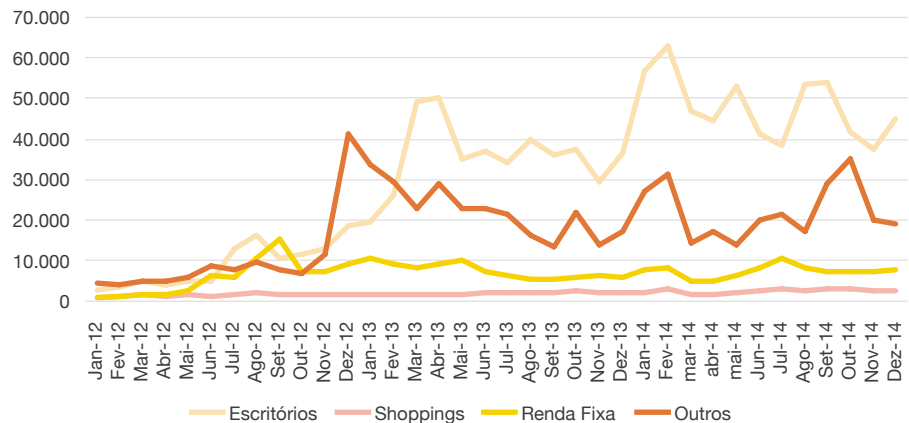
Histórico do Montante Negociado dos FII por Tipo de Ativo (em R\$ milhões) FIG. 42

Fonte: Uqbar



Histórico do Número de Negócios dos FII por Tipo de Ativo FIG. 43

Fonte: Uqbar



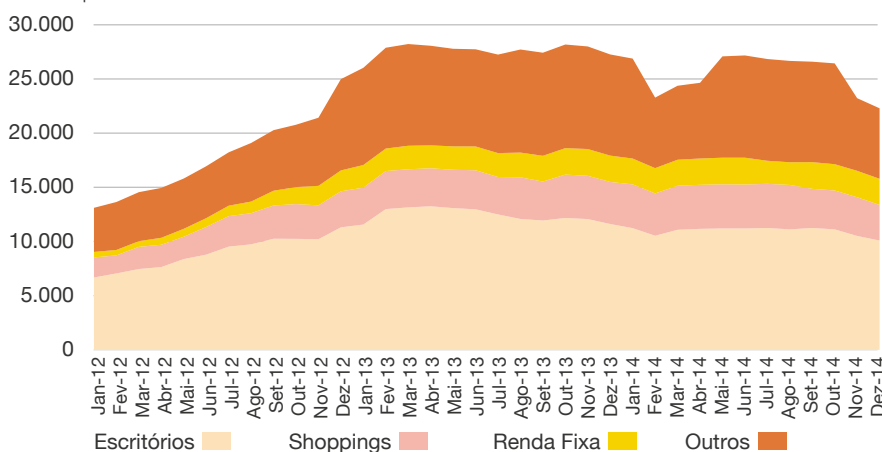
Quanto à evolução da capitalização de mercado consolidada nos três últimos anos, tem-se um esboço do que seria uma trajetória parabólica deste indicador, em movimento compartilhado pelos diferentes grupos de FII. De mais a mais, observa-se pela **figura 44** uma sutil declinação das trajetórias deste indicador a partir do segundo trimestre de 2013 e, novamente, a partir do final do primeiro trimestre de 2014. Embora o recuo seja mais evidente na categoria de FII denominada Outros, o impacto da queda de preço das cotas fez-se sentir em todas as categorias.

Outra parte da retração é explicada pela quase ausência de negociações com cotas do FII Opportunity. Como a cota deste fundo não foi negociada em fevereiro de 2014, para o cálculo da capitalização de mercado é utilizado o último valor de cota de até 6 meses anteriores, desde que não tenha havido amortização. No entanto, a cota do FII Opportunity, bem como a do FII Personale I, havia sido negociada apenas em agosto de 2013, o que extrapola o critério, sendo, dessa forma, excluída da contagem. Juntos, Opportunity e Personale I somavam em janeiro de 2014, capitalização de R\$2,40 bilhões. Posteriormente, em maio de 2014, a cota do Opportunity voltou a ser negociada, elevando a categoria Outros ao patamar anterior.

Histórico da Capitalização de Mercado dos FII por Tipo de Ativo (em R\$ milhões)

FIG. 44

Fonte: Uqbar



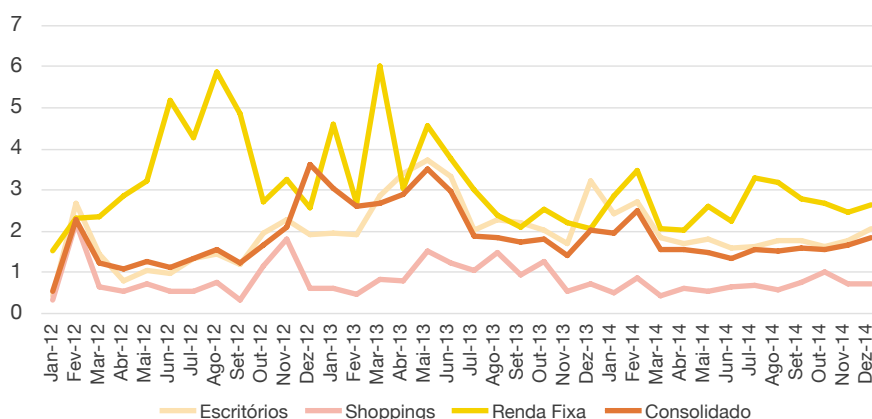
A conjunção entre o montante negociado e a capitalização de mercado para cada um dos fundos franquia uma análise da liquidez das respectivas categorias mais ponderada e proporcional. Sob esta perspectiva, o indicador de *float* mensal médio dos FII por tipo de ativo, retratado pela **figura 45**, é o mais adequado para a tarefa. Na comparação entre as diferentes categorias, os FII de Renda Fixa são aqueles que, relativamente, dispõem da maior preferência por parte dos investidores. Enquanto em 2013 o *float* mensal dos FII de Renda Fixa rivalizava com aquele de FII de Escritórios, em 2014 houve um descolamento, com a primeira categoria em franca ascensão, encerrando

o último mês do ano com *float* mensal de 2,7%. Os FII de Escritórios, por outro lado, registraram, ao longo de 2014, uma média de *float* mensal de 1,9%, mais próximo do indicador consolidado de todo o mercado. Por sua vez, o *float* mensal dos FII de Shopping Centers, sucessivamente abaixo de 1,0% em 2014, apresentou menor oscilação no ano.

Histórico do *Float* Mensal Médio dos FII por Tipo de Ativo (%)

FIG. 45

Fonte: Uqbar

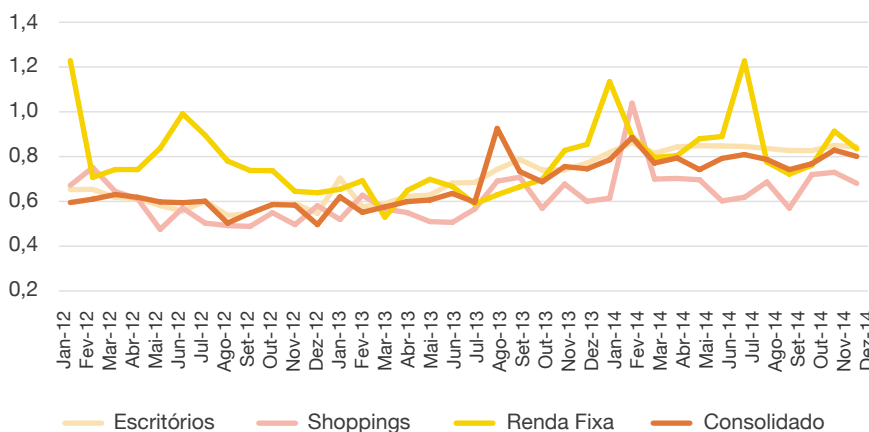


A análise intra-anual das trajetórias dos indicadores de rendimento médio mensal setoriais, sendo os respectivos valores médios calculados de forma ponderada pelas capitalizações de mercado dos fundos, revela uma tangível inclinação positiva destas ao longo de 2013 e uma manutenção de patamar, apesar da volatilidade, ao longo de 2014, como ilustra a **figura 46**. Isto decorreu, em grande parte, em função do efeito da trajetória da política monetária praticada no país e dos consequentes movimentos da curva de juros nos preços das cotas dos FII, que sofreram impacto negativo forte ao longo de 2013 mas se mantiveram, na média, aproximadamente estáveis ao longo de 2014.

Histórico do Rendimento Médio Mensal dos FII por Tipo de Ativo (% do Valor de Mercado)

FIG. 46

Fonte: Uqbar



O desempenho do rendimento médio mensal dos fundos reflete, também, as especificidades de cada setor. Os rendimentos distribuídos pelos FII de Renda Fixa sofrem impacto sazonal da atualização monetária, que ocorre em base mensal, do saldo devedor dos CRI, instrumento que compõe grande parte das carteiras deste tipo de fundo. Adicionalmente, os CRI também têm seu principal corrigido monetariamente e acrescido de juros. Isto posto, em janeiro e julho de 2014 ocorreram súbitas elevações do nível de rendimento relativo pago por este tipo de fundo, superando as marcas de 1,1% e 1,2%.

Já os FII de Escritórios contam com atualização monetária dos valores de receita de aluguel incidindo em base somente anual e sobre apenas o valor do aluguel. Na prática recente, este tipo de fundo sofreu impacto nos seus rendimentos decorrente de aumento de vacância de imóvel ou mesmo de episódios de inadimplência. Todavia, em perspectiva histórica, o rendimento distribuído pelos FII de Escritórios tem sido menos volátil, e o valor relativo destes encerrou 2014 indicando o nível mais alto entre os setores, muito em função do movimento médio de queda de preço de cotas ocorrido no final do ano para este tipo de fundo.

Os FII de Shoppings, por sua vez, desfrutam de um rendimento médio mensal inferior às demais categorias, com uma volatilidade intermediária entre aquelas referentes aos FII de Escritórios e aos de Renda Fixa, e também mais sazonal. O fato se explica, por exemplo, pelos locatários serem principalmente lojistas do setor de comércio varejista, mais sensíveis às alterações de condições macroeconômicas.

### **Investidores**

Levantamento da composição dos investidores do mercado primário de cotas de FII com base em Anúncios de Encerramento aos quais a Uqbar obteve acesso e que correspondem a 49,7% (R\$3,32 bilhões) do total de emissões realizadas ao longo de 2014, aponta que os investidores pessoas físicas foram responsáveis por adquirir aproximadamente 55,0% do montante emitido. Esta classe de investidor tem sido a protagonista dos investimentos em cotas de FII por três anos consecutivos, mas em 2014 registrou a menor parcela do total neste período. Esse recuo é perceptível, de maneira complementar, pelo número descendente de pessoas físicas que detém cotas de FII negociadas na BM&FBOVESPA. Após chegar ao máximo de 101.710 investidores em dezembro de 2013, desde então este número se reduziu mês após mês, até registrar 92.712 pessoas físicas em fins de 2014.

Tais fatos apontam no sentido de que os principais adquirentes de cotas de FII em 2014 –aqueles pertencentes à classe pessoa física– são, em essência, investidores que já possuíam investimentos anteriores nestes títulos, salvo a improvável ocorrência de uma alta rotatividade de investidores durante

o ano. A diminuição no número total de investidores pessoas físicas tem como uma das suas causas principais o desempenho relativamente fraco dos preços das cotas de FII no mercado secundário ao longo do ano passado. Como resultado deste desempenho, pela percepção de aumento relativo de risco e pela diminuição do volume do mercado primário, o apetite de um potencial novo investidor pessoa física manteve-se baixo, a despeito de fatores como a isenção tributária conferida a este tipo de investidor.

A seu turno, as entidades de previdência despontaram como a segunda maior classe de investidor em 2014. Incluindo os fundos de pensão brasileiros, esta categoria adquiriu 21,9% do total de cotas emitidas. Pode-se afirmar que neste movimento de ampliação da parcela de cotas de FII investidos por entidades de previdência está subjacente uma espécie de terceirização da gestão das carteiras de investimentos de natureza imobiliária detidas por fundos de pensão. Podendo contar com carteiras diversificadas e por sua gestão profissionalizada, os FII são uma alternativa importante à administração direta de imóveis por parte destas entidades, por vezes muito custosa.

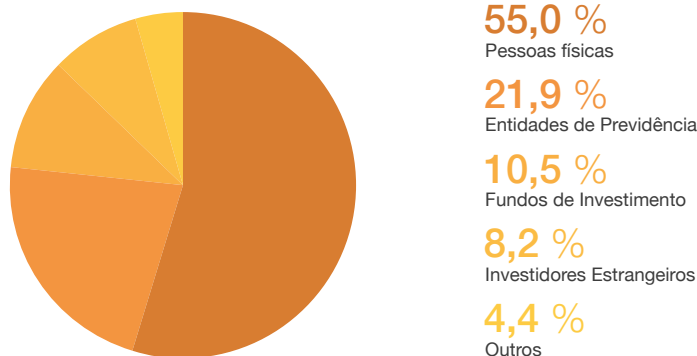
Na sequência, os fundos de investimento adquiriram 10,5% do montante emitido em 2014. Esta categoria de investidor, que inclui FII que objetivam a aquisição de cotas de outros FII, há tempos se mantinha na segunda colocação, mas nos últimos dois anos sua preponderância tem sido ameaçada por outros tipos de investidores, mais especificamente pela categoria de investidores estrangeiros que tem majorado sua fatia sucessivamente, chegando aos 8,2% do total em 2014, além das entidades de previdência citadas anteriormente. A participação dos investidores estrangeiros tem caminhado na direção de um quadro que se aproxima daquele referente ao mercado de ações brasileiro, em que os mesmos auferem parcela relevante.

Por fim, reunidos sob a chancela Outros, pessoas jurídicas, pessoas (físicas ou jurídicas) ligadas à emissora e/ou aos participantes do consórcio, entre outros, somaram participação equivalente a 4,4% do total emitido em 2014.

Composição do Montante Emitido de FII em 2014 por Classe de Investidor (% de Montante)

FIG. 47

Fonte: Uqbar



## COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES (FIP)

O Fundo de Investimento em Participações (FIP), criado pela Instrução nº 391 da Comissão de Valores Mobiliários (ICVM 391) em 2003, é um veículo direcionado para investimentos (parcela mínima de 90,0% dos ativos) em companhias abertas e/ou fechadas nas quais exercerá influência relevante na gestão e na definição estratégica. Assim, os FIP possibilitam aos seus cotistas o investimento em uma carteira de empresas nas quais o gestor do fundo atua no processo decisório.

A natureza deste tipo de investimento, de maturação mais longa, menor liquidez e menor disponibilidade de informação pública, restringe, em termos regulamentares, sua aquisição para aqueles investidores que sejam ao menos qualificados. Os FIP vieram a atender importantes camadas de investidores e captadores de recursos no mercado de capitais. Ao final de 2014, segundo informações disponíveis no site da CVM, este segmento já somava um montante de Patrimônio Líquido (PL) consolidado de R\$171,42 bilhões, referente a 713 fundos. Estas cifras excluem os Fundos de Investimento em Cotas de FIP.

Vale notar que, diferentemente do que se aplica para os casos dos FIDC, dos FII e das operações de CRI, não existe uma norma específica e exclusiva abordando a divulgação das demonstrações financeiras dos FIP, cabendo somente o que é determinado pela própria ICVM 391, complementado pela ICVM 438, a qual trata da divulgação das demonstrações financeiras dos fundos de investimento em geral. Comumente, carteiras de FIP são compostas por ativos de baixa liquidez e que têm seus valores avaliados, para fins das demonstrações financeiras, por avaliadores terceiros segundo critérios variáveis.

O mercado secundário de cotas de FIP é relativamente ainda menos líquido que aqueles referentes aos mercados de cotas de FIDC, de CRI e, por larga margem, de cotas de FII. Segundo informações disponíveis no site da BM&FBOVESPA, em relação aos onze FIP listados naquele ambiente, não se encontra registro de negociações de cotas ocorridas em 2014. Já na CETIP, há o registro de 89 negócios no último ano, que somaram R\$1,26 bilhão, referentes a cotas de 18 FIP.

### Termos e Condições

#### Fundo de Investimento em Participações

Descrição	Comunhão de recursos captados destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas (“Ativos”).
-----------	--

<u>Forma e Registro</u>	Constituídos sob a forma de condomínio fechado, seus regulamentos devem dispor sobre o prazo de duração, assim como, as condições para eventuais prorrogações. A constituição e funcionamento dos FIP dependem de registro prévio na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), sendo que a constituição é concedida automaticamente mediante entrega de conjunto de documentos e informações previstas na Instrução CVM nº 391/03.
<u>Política de Investimento</u>	<p>(a) Investimento deve permitir ao FIP participar do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.</p> <p>(b) O regulamento do FIP deve estabelecer os critérios a serem observados para a definição das companhias que podem ser objeto de investimento pelo FIP.</p> <p>(c) Em regra no mínimo 90,0% de patrimônio líquido do FIP deverá estar aplicado em Ativos, no prazo estabelecido no regulamento do FIP e que não poderá ser superior ao último dia útil do 2º mês subsequente à integralização dos recursos.</p>
<u>Participação nas Decisões</u>	A participação do fundo no processo decisório da companhia investida pode ocorrer das seguintes maneiras: (i) pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle; (ii) pela celebração de acordo de acionistas; ou (iii) pela celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.
<u>Tipo de Investidor</u>	Destinado exclusivamente a investidores qualificados, condição que deve ser verificada pelo administrador no ato da subscrição de cotas.

#### Cotas de Fundo de Investimento em Participações

<u>Descrição</u>	Cotas de FIP são valores mobiliários que correspondem a frações ideais do patrimônio desses fundos.
<u>Emissor</u>	Fundo de Investimento em Participações.
<u>Forma e Registro</u>	Escritural e nominativa.
<u>Classe</u>	O regulamento pode admitir a existência de uma ou mais classes de cotas, atribuindo-lhes direitos políticos especiais de voto para as matérias que especificar, assim como também pode atribuir a uma ou mais classes de cotas distintos direitos econômico-financeiros, exclusivamente quanto à fixação das taxas de administração e de performance, e respectivas bases de cálculo.
<u>Série</u>	As cotas não são divididas em séries.

<u>Distribuição</u>	A distribuição de novas cotas varia conforme o público alvo e a forma de acesso aos investidores, que pode ser por meio de oferta pública, nos termos da Instrução CVM nº 400/03 ou oferta restrita, nos termos da Instrução CVM nº 476/09.
<u>Subscrição</u>	A subscrição se dá pela assinatura do boletim de subscrição, podendo, ainda, ser celebrado um Instrumento Particular de Compromisso de Investimento.
<u>Integralização</u>	<p>A integralização das cotas constitutivas do patrimônio inicial mínimo estabelecido para funcionamento deve ser feita no prazo máximo estabelecido no regulamento, a contar da respectiva data de registro na CVM. Novas integralizações devem ser feitas sempre que o administrador fizer chamadas de capital, conforme previsto originalmente no regulamento do FIP.</p> <p>Admite-se a integralização de cotas por meio de ativos, conforme venha a ser permitido no regulamento do FIP.</p>
<u>Chamadas de Capital</u>	As regras e o prazo limite para chamadas de capital devem estar dispostos no regulamento do fundo, observado o previsto no compromisso de investimento firmado pelo subscritor. O investidor é obrigado a atender às chamadas de capital, sujeito às penas expressas no compromisso de investimento firmado.
<u>Amortização</u>	Há a possibilidade de amortização, de acordo com as regras e condições explícitas no regulamento do fundo, as quais podem, inclusive, prever possibilidade de utilização de bens e direitos, inclusive valores mobiliários, na amortização de cotas, bem como na liquidação do fundo.
<u>Resgate</u>	Não é permitido o resgate de cotas.
<u>Transferência e Negociação</u>	As cotas podem ser transferidas mediante termo de cessão e transferência, assinado pelo cedente e pelo cessionário, e registrado em cartório de títulos e documentos ou, no caso exclusivamente de cotas integralizadas, negociadas em mercados regulamentados onde forem registradas, tais como bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado.
<u>Ambiente de Negociação</u>	BM&FBOVESPA e CETIP (por meio do SF – Módulo de Fundos).
<u>Liquidação Financeira</u>	BM&FBOVESPA e CETIP.

Quando se limita a análise para os FIP que investem preponderantemente em empresas do setor imobiliário, objeto de interesse deste Anuário, depreende-se que este subconjunto do universo FIP já representa relevante parcela de montante de recursos aplicados neste setor. Ou seja, os FIP Imobiliários já se qualificam, pela dimensão deste subsegmento, como substancial fonte de financiamento imobiliário no Brasil e, assim, estreiam este ano como conteúdo desta publicação.

Ao final de 2014, os 121 FIP Imobiliários existentes somavam PL consolidado de R\$19,41 bilhões, ou 11,3% do PL do universo de FIP. A **tabela 7** traz os dez FIP Imobiliários de maior PL em dezembro do último ano, juntamente com seus respectivos administradores e descrições de carteira. O maior FIP Imobiliário, com PL de R\$1,52 bilhão, é o LPP Investimentos III, administrado pela VAM DTVM, que também é responsável pela administração do terceiro e do quarto maiores fundos: o LPP Investimentos II e o LPP Investimentos.

Lista de FIP				TAB. 7
Fundo	PL (R\$ milhões)	Administrador	Principais Investimentos (% do PL)	
LPP Investimentos III	1.522	Votorantim Asset Management DTVM	LPP III Empreendimento e Participações (99,9%)	
OAS Empreendimentos	1.448	Caixa Econômica Federal	OAS Empreendimentos (99,9%)*	
LPP Investimentos II	1.284	Votorantim Asset Management DTVM	LPP II Empreendimento e Participações (96,4%)	
LPP Investimentos	1.134	Votorantim Asset Management DTVM	LPP Empreendimento e Participações (99,7%)	
BRE/Alpha	910	Pátria Investimentos	Private Equity AE Investimentos e Participações (86,7%)	
Global Equity Properties	878	Santander Securities Services Brasil DTVM	Diversas empresas	
SCPL Brazil Real Estate I	854	Santander Securities Services Brasil DTVM	Scopel Empreendimento Imobiliários (47,1%); e UrbPlan (30,2%)*	
Prosperitas III	785	HSI - Hemisfério Sul Investimentos	REC Sapucaí (31,9%); REC Cipasa (20,6%); e REC Betim (14,3%)*	
HSI IV	745	HSI - Hemisfério Sul Investimentos	REC Hotel - (22,9%); REC mall 3 (15,1%); e REC mall 2 (10,9%)*	
Pátria Special Opportunities I	610	Pátria Investimentos	Shoppings do Brasil Investimentos e Participações (94,2%)	
<b>Total de FIP Imobiliários</b>	<b>19.406</b>			

\* Informação referente a junho de 2014

# SECURITIZAÇÃO

Nesta seção são apresentados informações e dados referentes ao mercado de securitização com foco nas operações imobiliárias, setor do mercado de capitais que exerce, como alternativa às fontes tradicionais, importante função para o financiamento imobiliário.

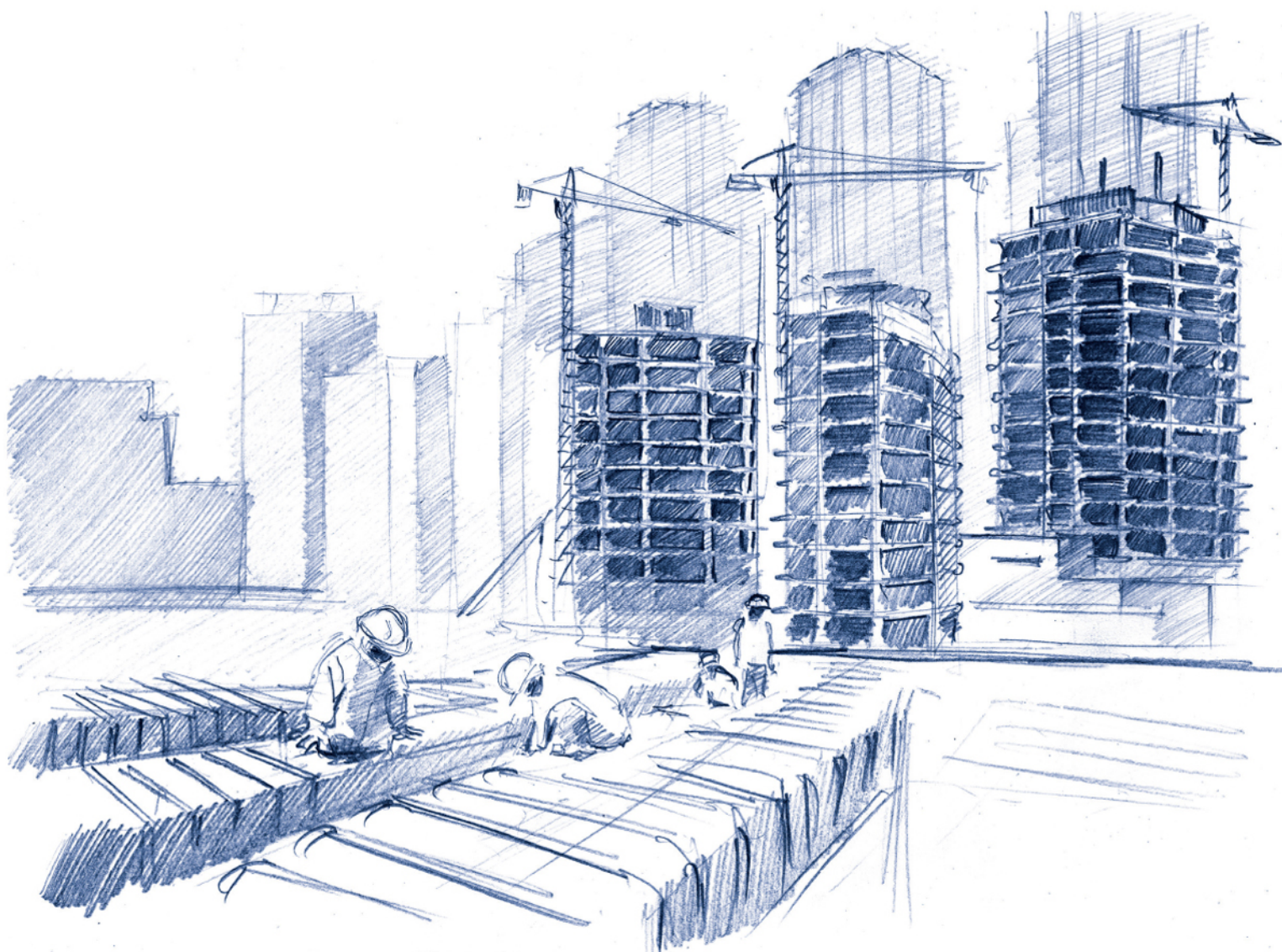
O principal título do mercado de securitização imobiliária é o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), emitido pelas Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários (Securitizadoras Imobiliárias). Também fazem parte deste segmento, com uma participação bem menor que aquela referente aos CRI, as cotas dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios que investem em carteiras de créditos imobiliários (FIDC Imobiliários).

Esta seção também inclui dados sobre as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI), título de crédito que tem presença marcante no mercado de securitização imobiliária, pois é o principal lastro das operações de CRI realizadas no mercado brasileiro.

## **BRAZILIAN SECURITIES. EMPRESA BRASILEIRA COM A MELHOR CLASSIFICAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRAS, SEGUNDO A FITCH RATINGS\*.**

A Brazilian Securities, que alia solidez de um grande grupo econômico e geração de valor aos clientes, recebeu reconhecimento do mercado pela alta qualificação em gestão, capacidade financeira, tecnologia e integração de processos. Aqui você tem inovação e pioneirismo trabalhando pelos seus resultados.

\*MASTER SERVICER RATING RMS2+.



Os principais títulos de securitização<sup>2</sup> no mercado brasileiro de capitais são as cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). Este é um setor que tem expandido em uma perspectiva de longo prazo, embora não tenha desfrutado de um crescimento contínuo. Amparado pela crescente demanda por crédito imobiliário na economia brasileira, que se reflete na parcela cada vez maior deste tipo de crédito frente ao montante de crédito consolidado na economia, o montante de emissões de securitização tendo como lastro direitos creditórios oriundos do setor imobiliário atingiu sua máxima histórica anual em 2014. As emissões envolvendo este tipo de lastro foram da ordem de R\$17,03 bilhões neste ano. Na comparação com o desempenho do ano anterior, cuja cifra de R\$16,74 bilhões representa agora o segundo maior valor anual histórico, o crescimento se equivaleu a 1,7%.

Note-se, entretanto, que a participação dos FIDC no montante total de securitização de recebíveis imobiliários implica tão somente um papel complementar deste veículo neste tipo de securitização, que é preponderantemente realizado através de operações de CRI. Estas últimas, diferentemente das operações de FIDC, só podem ser específicas para o segmento imobiliário. Quando se analisa o comportamento do montante de emissões de securitização de lastro não imobiliário, todas estas referentes aos FIDC, constata-se que, em 2014, este indicador atingiu seu segundo maior valor anual histórico: R\$25,98 bilhões. A cifra é 35,0% superior ao montante das emissões de securitização não imobiliárias ocorridas em 2013, que havia alcançado R\$19,24 bilhões, mas é equivalente a pouco mais de dois terços do montante recorde anual destas emissões, de R\$38,10 bilhões, realizadas em 2011.

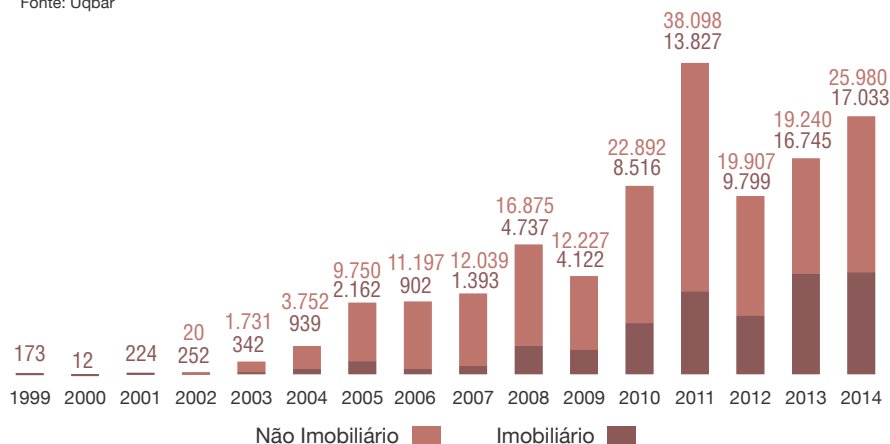
A visualização das trajetórias das montas de ambas as categorias de emissões, com lastro imobiliário e não imobiliário, indica o avanço do setor imobiliário no âmbito da securitização frente aos outros diversos setores da economia, reunidos sob a chancela “Não imobiliário” na **figura 48**, que apresenta a evolução anual das emissões de títulos de securitização segmentadas entre ambos os lastros. Em 2014, 39,6% das emissões de securitização tiveram como lastro recebíveis imobiliários, o segundo maior percentual dos últimos doze anos.

<sup>2</sup> O outro título de securitização do mercado de capitais brasileiro é o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), título este que vem conquistando crescente importância, apesar do seu mercado ainda apresentar dimensões menores que as dos mercados de cotas de FIDC e de CRI. O mercado de CRA é abordado de forma completa no Anuário Uqbar de Finanças Estruturadas.

Histórico do Montante de Emissões\* de Securitização (em R\$ milhões)

FIG. 48

Fonte: Uqbar

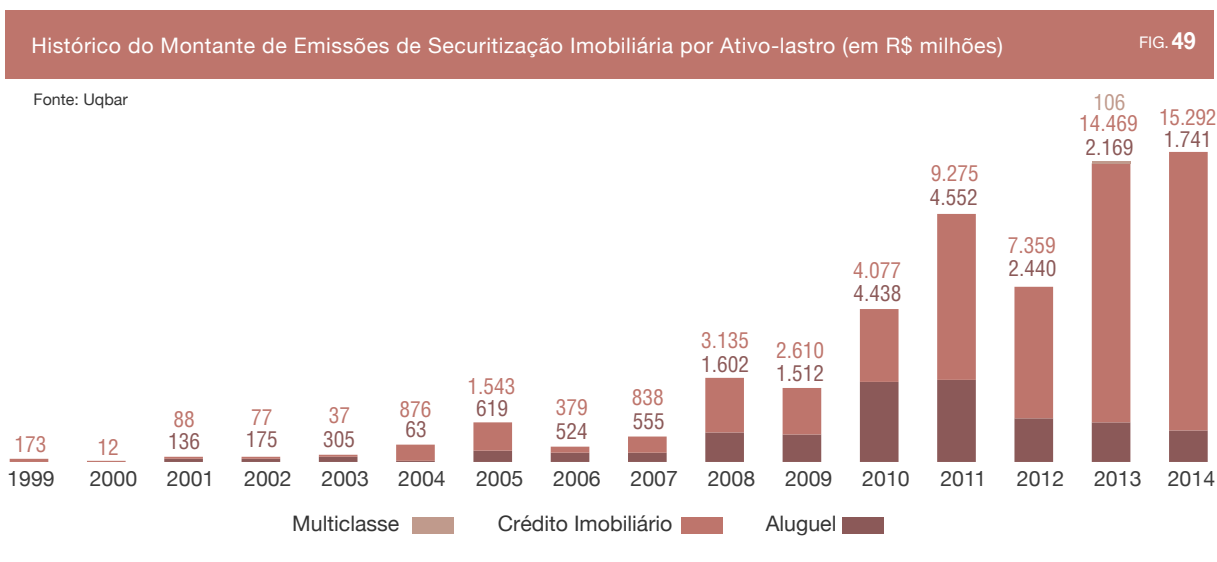


\*Sem o FIDC Sistema Petrobras NP

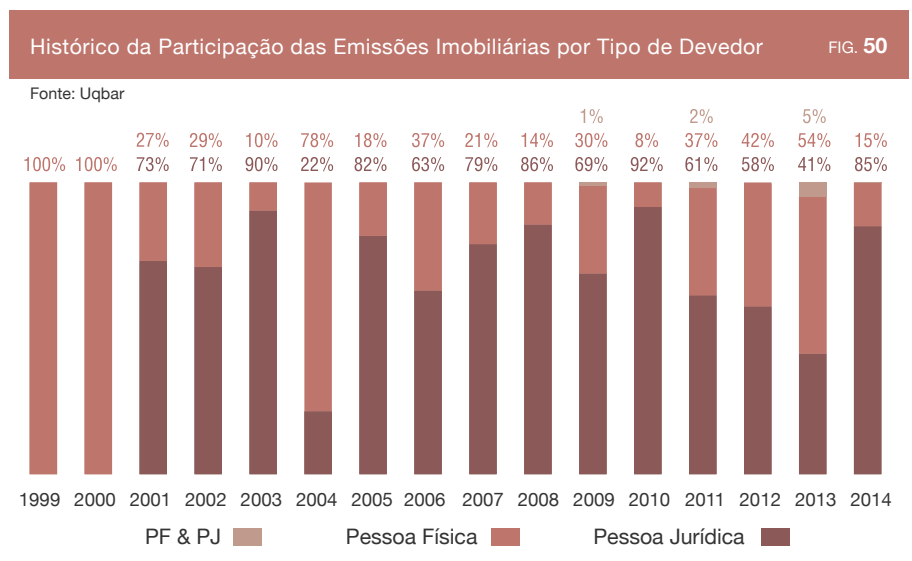
Limitando a análise para apenas as operações de securitização imobiliária, mas além dos aspectos quantitativos, tem-se mais claramente os contornos do mercado de securitização imobiliária.

Apontando tendência que se iniciou em 2011, a evolução das emissões deste segmento do mercado segmentadas por tipo de ativo-lastro registra que aquelas lastreadas em Aluguel se retraíram ainda mais na comparação com as lastreadas em Crédito Imobiliário. A categoria Aluguel representou tão somente 10,2% do montante total emitido nas operações de securitização imobiliária em 2014, ainda menor do que o verificado em 2013, quando esta fatia havia alcançado 13,0%. Além de aspectos regulamentares, como explicação, conjuga-se também a forte demanda por crédito imobiliário, principalmente de tipo corporativo. Adicionalmente, a ocorrência de vultosas operações individuais tendo como ativo-lastro Crédito Imobiliário também pesou a favor desta categoria.

As **figuras 49** e **50** apresentam as evoluções das emissões deste segmento do mercado por tipo de ativo-lastro e por tipo de devedor, respectivamente.



Com relação à composição por tipo de devedor, a tendência se inverteu em 2014 em relação ao ano anterior. A maioria dos devedores das operações de securitização imobiliária realizadas em 2014 pertencem à categoria Pessoa Jurídica, representando 85,0% do total. Este fato corrobora a afirmação anterior, colocando o crédito imobiliário de tipo corporativo, ou seja, com devedor sendo Pessoa Jurídica, como um dos principais determinantes da expansão de montante em emissões em 2014.



## CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI)

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), juntamente com as cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, se destacam na evolução dos últimos 15 anos do mercado de capitais brasileiro como principais títulos de securitização. As operações de CRI têm se firmado como alternativa consistente para o financiamento imobiliário, tendo se expandido em importância e em amplitude de possibilidades de recebíveis imobiliários sendo securitizados.

O investimento em CRI, diferentemente de um investimento em caderneta de poupança e em Letras –estes últimos instrumentos de passivo bancário–, é remunerado diretamente pelo fluxo de pagamento referente aos créditos imobiliários sendo financiados por este investimento. Consequentemente, ajustado aos eventuais reforços de crédito presentes, o risco incorrido em um investimento em CRI é diretamente associado à qualidade e ao formato destes créditos imobiliários sendo financiados, e não pela qualidade de crédito de todo um balanço bancário.

Justamente pelo descrito acima, as operações de CRI se provam as mais adequadas para o financiamento imobiliário. Como os fluxos de pagamento dos CRI são diretamente oriundos dos fluxos de pagamento dos créditos imobiliários que compõem o seu lastro, as operações de CRI são casadas em relação ao prazo e ao tipo de remuneração de seu passivo e de seu ativo, tendendo estes a ser, respectivamente, de duração mais longa e de mesmo indexador. Já no financiamento imobiliário bancário ocorrem descasamentos, tanto de prazo quanto de tipo de remuneração, em relação aos instrumentos de captação utilizados, uma vez que a caderneta de poupança e a maioria das Letras emitidas são de curto prazo e indexadas a índices não inflacionários.

Na sobeja da demanda por crédito imobiliário não atendida suficientemente ou adequadamente pelas fontes bancárias, o mercado de CRI tem alçado cada vez mais espaço no universo de financiamento imobiliário. Como se verá em detalhe nas figuras a seguir, o crescente mercado de CRI consolida em 2014 uma dimensão de relevo frente ao mercado de capitais brasileiro. Ademais, além dos indicadores de grandeza, se apontará também que, em termos qualitativos, este é um mercado em constante movimento, inclusive na sua utilização como investimento, por diferentes razões, pelos próprios bancos.

## Termos e Condições

Descrição	Título de crédito nominativo, de livre negociação, observadas as regras de distribuição e negociação de valores mobiliários, conforme o caso, lastreado em créditos imobiliários, que constitui promessa de pagamento em dinheiro.
Emissor	Somente pode ser emitido por companhias securitizadoras de créditos imobiliários.
Lastro	<p>Créditos imobiliários. Nas ofertas públicas de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), realizadas nos termos da Instrução CVM nº 400 e da Instrução CVM nº 414, os créditos imobiliários que lastreiam a emissão deverão obedecer ao limite máximo de 20,0% por devedor ou coobrigado. No entanto, esse percentual poderá ser excedido, quando o devedor ou o coobrigado: (i) tenha registro de companhia aberta; (ii) seja instituição financeira ou equiparada; ou (iii) seja sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI, auditadas por auditor independente registrado na CVM, hipótese em que tais demonstrações financeiras devem ser arquivadas na CVM periodicamente.</p> <p>Em relação às sociedades empresariais, estas serão dispensadas do arquivamento das demonstrações financeiras na CVM, nas hipóteses em que os CRI: (i) sejam objeto de oferta pública de distribuição que tenha como público destinatário exclusivamente sociedades integrantes do mesmo grupo econômico, e seus respectivos administradores e acionistas controladores, sendo vedada, neste caso, a negociação dos CRI no mercado secundário; ou (ii) possuam valor unitário igual ou superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de Reais), e sejam objeto de oferta pública destinada à subscrição por não mais do que 20 investidores. Nesta hipótese, os CRI subscritos somente poderão ser negociados pelo titular antes de completados 18 (dezoito) meses do encerramento da distribuição, caso a negociação se dê entre os titulares dos CRI, ou caso o titular aliene todos os CRI subscritos para um único investidor.</p>
Garantia	Poderá ter garantia flutuante, que lhe assegurará privilégio geral sobre o ativo do Emissor, mas não impedirá a negociação dos bens que compõem esse ativo. Poderá ainda contar com instituição do Regime Fiduciário sobre os créditos imobiliários. Adicionalmente, os CRI contarão com as garantias constituídas em relação aos créditos imobiliários que lhes servem de lastro, bem como com as eventuais garantias, reais ou pessoais, vinculadas diretamente à emissão.
Regime Fiduciário	Instituto que permite que os créditos imobiliários de uma operação de CRI sejam destinados exclusivamente ao pagamento dos CRI aos quais estão vinculados e às despesas e obrigações fiscais oriundas deste processo, mantendo-se apartados do patrimônio comum do Emissor até que se complete

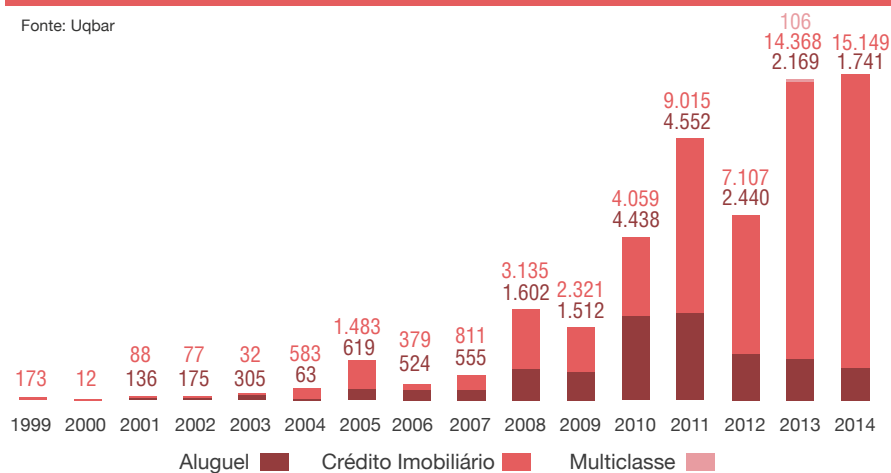
<u>Forma e Registro</u>	o resgate de todos os referidos CRI. Tais créditos não são passíveis de constituição de garantias ou de execução por quaisquer dos credores do CRI, por mais privilegiados que sejam, exceto em relação a determinados créditos de natureza fiscal, previdenciária e trabalhista.
<u>Classe</u>	Escritural, devendo ser registrado em sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados.
<u>Taxa de Juros</u>	É admitida a emissão de CRI de classe sênior, que possui preferência para efeitos de amortização e resgate, e CRI de classes subordinadas, que se subordinam aos CRI de classe sênior para efeito de amortização e resgate.
<u>Atualização Monetária</u>	Fixa ou flutuante.
<u>Pagamento</u>	Índice de preços com série regularmente calculada e de conhecimento público. A atualização de valor é permitida desde que os títulos tenham prazo e periodicidade de reajuste mínimos de um ano. No entanto, é admitida a atualização mensal de valor, por índices de preço ou pelo índice de remuneração básica dos depósitos de poupança, se os títulos tiverem prazo de vencimento mínimo de 36 meses. CRI não podem ser indexados a moedas estrangeiras.
<u>Negociação</u>	Principal – Normalmente através de amortizações periódicas mensais ou anuais, não existindo exigência de intervalo mínimo entre os pagamentos periódicos. Outras periodicidades são permitidas, inclusive pagamento de uma única vez no vencimento.  Juros – Normalmente através de parcelas periódicas mensais, não existindo exigência de intervalo mínimo entre os pagamentos periódicos. Outras periodicidades são permitidas, inclusive pagamento de uma única vez no vencimento.
<u>Transferência</u>	Diretamente entre as partes para ofertas públicas com montante de captação não superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais). Através de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários para montante de captação superior a esse valor. Nas ofertas públicas realizadas com esforços restritos de colocação (Instrução CVM nº 476), é obrigatória a contratação de uma instituição intermediária.
<u>Liquidação Financeira</u>	Por meio de sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados autorizados pelo Banco Central do Brasil.
<u>Ambiente de Negociação</u>	CETIP e BM&FBOVESPA.
	CETIP 21, SomaFix e BovespaFix.

O ano de 2014 foi povoado por emissões de CRI cujo ativo-lastro pertence à categoria Créditos Imobiliários, principalmente na modalidade corporativa. O efeito destas emissões na composição do mercado pode ser melhor avaliado pela análise das **figuras 51 e 52**. A **figura 51** traz a trajetória da evolução anual das emissões de CRI por tipo de ativo-lastro. A tendência nos últimos quatro anos tem sido de consistente queda, em termos absolutos e em termos de participação, da fatia referente às operações de CRI lastreadas em contratos de locação, sob a chancela Aluguel. Em 2014, esta categoria representou tão somente 10,3% do total emitido nas operações de CRI. A diminuição da participação da categoria Aluguel foi desencadeada muito em função de resolução do Conselho Monetário Nacional que impossibilitou, desde 2011, a utilização das operações de CRI lastreadas em aluguéis para enquadramento como financiamento imobiliário nas exigibilidades do direcionamento dos recursos captados via SBPE. Fato este que parece ter se avolumado com a crescente demanda por crédito imobiliário nos últimos anos. Com efeito, numerosas e agigantadas operações têm sido estruturadas tendo como lastro crédito imobiliário, a ponto de representar 89,7% do total emitido em 2014, ou R\$15,15 bilhões.

Histórico do Montante de Emissões de CRI por Ativo-lastro (em R\$ milhões)

FIG. 51

Fonte: Uqbar



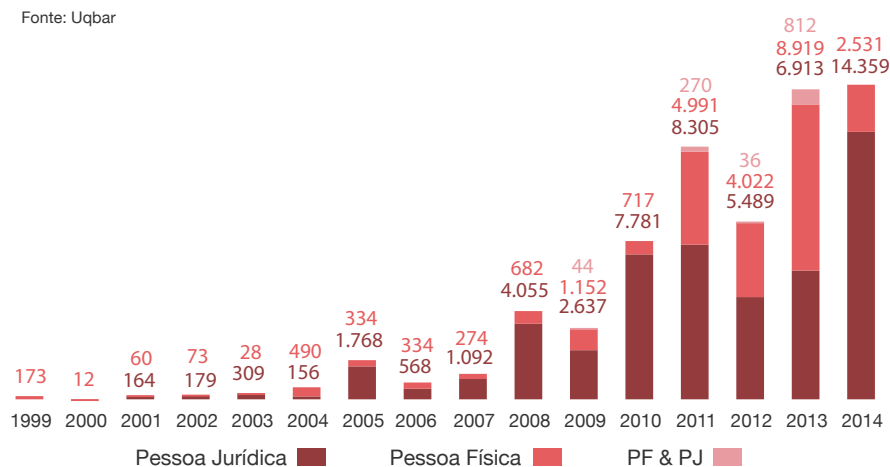
Com relação à composição das emissões por tipo de devedor, retratada pela **figura 52**, têm-se que em 2014 a maioria esmagadora dos recebíveis imobiliários são devidos por Pessoas Jurídicas (85,0%), revertendo a tendência verificada em 2013, ano em que Pessoas Físicas representavam devedores em 53,6% das operações de CRI emitidas. Este movimento se explica, tanto para o caso de 2014 como o de 2013, no efeito de concentração resultante da realização de megaoperações. Isto é, em 2013 os devedores de megaoperações, que somaram mais da metade do montante emitido

naquele ano, foram preponderantemente Pessoas Físicas. Tome-se, por exemplo, as séries 17 e 18 da primeira emissão de CRI pela Ápice, lastreada em contratos de financiamento a pessoas físicas para aquisição de imóveis residenciais, originados pelo Itaú Unibanco, e que foram emitidas em montante de R\$4,37 bilhões. Por outro lado, megaoperações de 2014 se concentraram nos devedores Pessoa Jurídica, cujo exemplo mais marcante são as séries 232 e 234 da segunda emissão da Cibrasec. Somando conjuntamente R\$4,00 bilhões, ambas as séries, lastreadas em CCB, têm como devedor a Petrobras.

Histórico do Montante de Emissões de CRI por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)

FIG. 52

Fonte: Uqbar

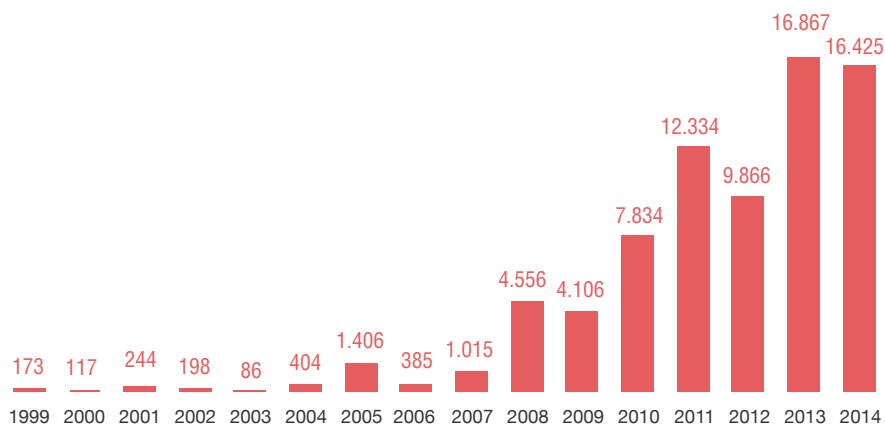


O montante anual de depósitos de CRI na CETIP, por sua vez, apresentou ligeiro recuo em 2014. Embora de magnitude compatível com o nível de emissões de CRI em 2014, a soma de depósitos destes títulos naquela câmara atingiu R\$16,43 bilhões no ano, 2,6% abaixo da cifra no ano anterior, de R\$16,87 bilhões, o recorde histórico. Parte desse decremento pode ser explicado pela ocorrência de concentração de emissões de CRI em dezembro de 2014. Dessa forma, sendo o depósito do CRI na CETIP um procedimento posterior à emissão do título, parte do montante emitido só seria depositado no decorrer do mês seguinte, já em janeiro de 2015. De qualquer forma, como pode ser observado na **figura 53**, o crescimento dos depósitos nos últimos dois anos tende a sustentar em médio prazo um nível mais elevado de estoque de CRI, já que este é um título majoritariamente de médio e longo prazo.

Depósitos de CRI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)

FIG. 53

Fonte: CETIP

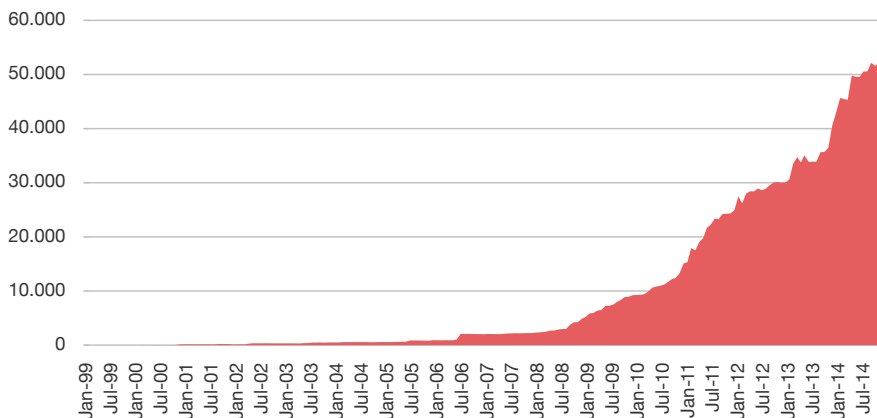


O comportamento do montante em estoque de CRI na CETIP reflete a amplitude de prazo dos títulos que historicamente vão sendo emitidos. Pela sua natureza de mais longo prazo, os CRI prolongam no tempo o efeito de um incremento anual do montante de emissões e depósitos sobre o nível de estoque. Desse modo, o desempenho verificado ao longo de 2014 ocorreu no esteio do exuberante crescimento do ritmo de emissões em 2013. O montante em estoque de CRI na CETIP ao final de 2014 atingiu R\$55,69 bilhões, marca que é 22,7% superior ao registrado no final de 2013, um montante de R\$45,39 bilhões. A **figura 54** revela a intensidade do crescimento do montante em estoque de CRI nos últimos anos, em especial no mês de junho de 2014, quando a diferença em doze meses do nível de estoque alcançou o pico de R\$16,57 bilhões.

Estoque de CRI na CETIP-Evolução Histórica (em R\$ milhões)

FIG. 54

Fonte: CETIP

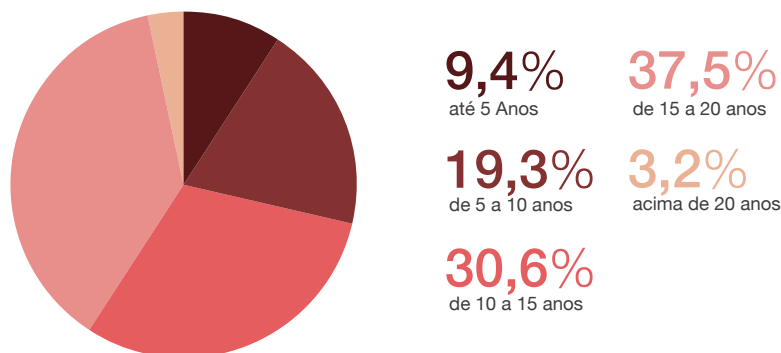


Conforme já apontado anteriormente, por construção necessária, os prazos das emissões de CRI refletem de forma quase sempre similar os prazos dos empréstimos imobiliários que compõem o seu lastro. Assim, dada a preponderância do médio para o longo horizonte temporal em relação aos últimos, os primeiros assumem características semelhantes quanto a esta variável. Como fica plasmado pela **figura 55**, que ilustra a composição do montante emitido de CRI em 2014 por faixa de prazo, a maioria indiscutível se refere àqueles títulos cujo prazo de vencimento é superior a dez anos a contar da data de emissão. Os CRI com pelo menos dez anos de intervalo entre a data de emissão e a de vencimento somaram 71,3% do montante total emitido. De médio prazo, vencendo no período entre cinco e dez anos após emissão, o respectivo segmento de CRI auferiu participação de 19,3% do total. Os CRI de mais curto prazo, por outro lado, atingiram fatia de 9,4% do montante emitido em 2014.

Composição do Montante Emitido de CRI em 2014 por Faixa Final de Prazo (% de Montante)

FIG. 55

Fonte: Uqbar



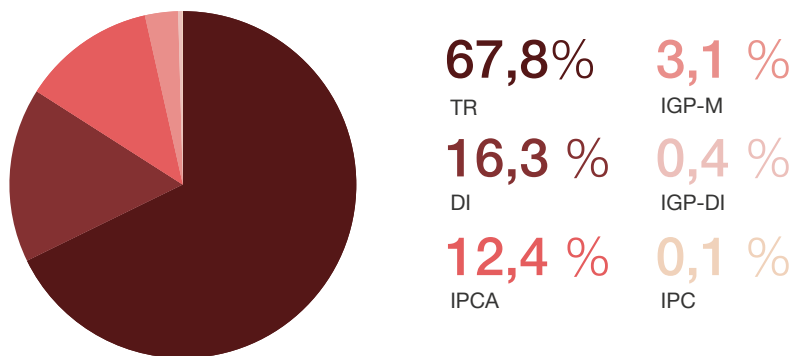
Na análise da composição das emissões de 2014 por tipo de indexador utilizado para efeito de remuneração dos títulos, têm-se a confirmação de um comportamento já verificado em 2013. Em 2014, uma fatia equivalente a 67,8% do montante consolidado das emissões de CRI teve a Taxa Referencial (TR) como indexador de remuneração, como aponta a **figura 56**. De certo modo, isto resulta da predominância da ocorrência de operações cujo ativo-lastro pertence à categoria Crédito Imobiliário, em detrimento daquelas lastreadas em Aluguéis, estas últimas normalmente envolvendo CRI de remuneração atrelada a índices de inflação. Já a segunda maior fatia do montante consolidado do mercado primário, os CRI com remuneração atrelada à taxa de Depósito Interfinanceiro (DI), atingiu 16,3% do bolo total em 2014. Em seguida, outros 16,0% do mercado primário se referem àqueles

emissões que tiveram como indexadores de remuneração índices de inflação, principalmente o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), com 12,4% do total emitido.

Composição do Montante Emitido de CRI em 2014 por Indexador (% de Montante)

FIG. 56

Fonte: Uqbar



### Emissores

Singelo reflexo da eminência conquistada pelo mercado de CRI, o número de Securitizadoras Imobiliárias que obtiveram registro de funcionamento concedido pela CVM em 2014 apresentou seu maior valor anual nos últimos sete anos e seu quarto maior valor anual desde 1997. Como desenhado pela **figura 57**, foram seis Securitizadoras Imobiliárias registradas em 2014, o dobro do número referente ao ano de 2013. A **tabela 8**, por sua vez, traz a lista nominal das Securitizadoras Imobiliárias, incluindo suas respectivas datas de registro. Duas destas securitizadoras realizaram emissões de CRI já em 2014: a SCCI e a Logos. Juntas elas emitiram R\$453,0 milhões em CRI no ano.

Securitizadoras Imobiliárias Registradas na CVM em 2014

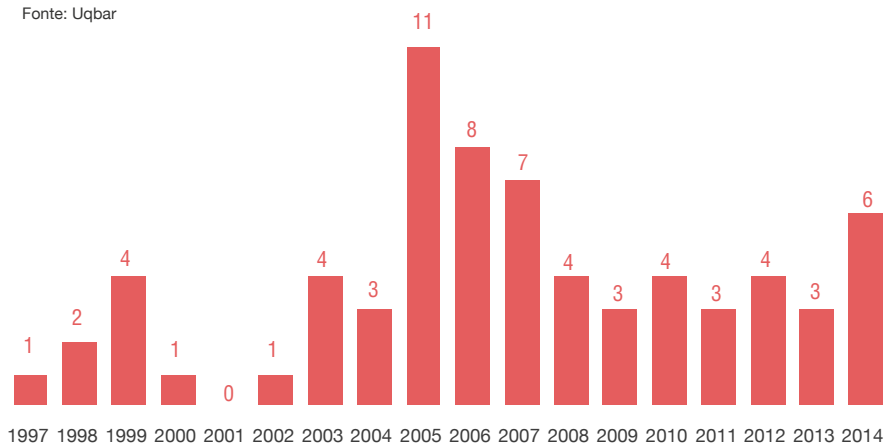
TAB. 8

Securitizadora Imobiliária	Data de Registro
SCCI	16/01/2014
Sul Invest	26/02/2014
Capitale de Crédito	07/03/2014
AKRO	26/03/2014
Gávea	20/06/2014
Logos	04/09/2014

Número de Securitizadoras Imobiliárias Registradas na CVM

FIG. 57

Fonte: Uqbar



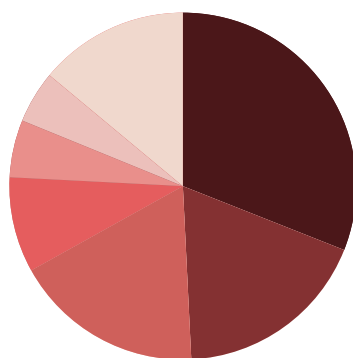
Em 2014, 21 securitizadoras realizaram emissões de CRI, um recorde histórico para este indicador. O elevado número de securitizadoras ativas em 2014 pode ter contribuído para a redução da concentração desta indústria. No referido ano, as cinco maiores Securitizadoras Imobiliárias foram responsáveis por uma fatia do total emitido menor que aquela referente ao ano anterior, 81,2% contra 89,0%. Mesmo assim, algumas destas cinco Securitizadoras Imobiliárias que lideraram 2014 em montante emitido realizaram operações individuais de elevada monta.

No histórico acumulado de operações realizadas de CRI desde 1999 registra-se um total de 43 securitizadoras que já emitiram este título no período. A RB Capital, conjunção da RB Capital Companhia de Securitização e RB Capital Securitizadora, é a responsável pelo maior montante emitido desde 1999, R\$16,55 bilhões, correspondendo a 20,8% deste total. A Barigui e a Ápice são as securitizadoras arroladas, conforme a **figura 59**, que possuem o menor tempo de atividade, algo próximo de dois anos, e já figuram entre os maiores emissores, em termos acumulados.

As **figuras 58** e **59** mostram, respectivamente, a participação das Securitizadoras Imobiliárias por montante emitido de CRI em 2014 e de forma acumulada desde 1999.

Participação no Montante de Emissões em 2014 por Securitizadora Imobiliária **FIG. 58**

Fonte: Uqbar



**31,0 %**

Cibrasec

**5,4 %**

Brazilian Securities

**18,2 %**

RB Capital

**4,9 %**

Gaia

**17,7 %**

Barigui

**14,0 %**

Outros

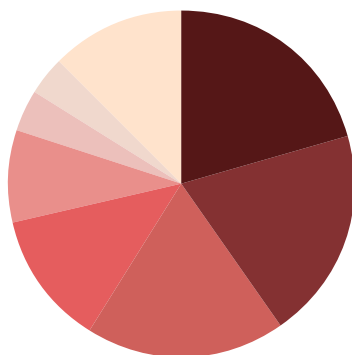
**8,9 %**

Ápice

Participação Acumulada no Montante de Emissões por Securitizadora Imobiliária

**FIG. 59**

Fonte: Uqbar



**20,8 %**

RB Capital

**8,7 %**

Ápice

**19,8 %**

Cibrasec

**3,8 %**

Barigui

**18,6 %**

Brazilian Securities

**3,8 %**

PDG

**12,4 %**

Gaia

**12,3 %**

Outros

A **tabela 9** lista as Securitizadoras Imobiliárias que emitiram CRI em 2014, com suas respectivas datas de constituição e primeira emissão, além de dados de composição acionária. Os dados de capital social, número de ações integralizadas e principais acionistas foram obtidos dos “Formulários de Referência de 2014”, disponíveis no site da CVM.

Securizadoras Imobiliárias que Emitiram CRI em 2014

TAB. 9

Securizadora	Data de Constituição	Data de Primeira Emissão	Montante Emitido em 2014 (R\$)	Principais Acionistas	Número e Tipo de Ações Integralizadas	Capital Social (R\$)
Altere	14/09/1998	30/07/2003	15.500.000	Alexandre Gomide, Armando Neto e Felipe Simonsen	36.147.533 - ON	965.571
Ápice	28/05/2010	15/01/2013	1.501.610.003	Ápice Consultoria Financeira e Participações	400.000 - ON	400.000
Aurea Securities	23/05/2012	26/03/2014	8.400.000	Lucas de Oliveira	5.000 - ON	5.000
Barigui	28/10/2008	15/12/2013	2.989.507.046	Brasil Cards serviços Financeiros	1.350.000 - ON	1.350.000
Brazil Realty	14/09/2004	14/06/2011	50.000.000	Cyrela Brazil Realty Empreendimentos e Participações	10.282.444-ON	10.282.444
Brazilian Securities	10/04/2000	23/04/2001	904.545.354	Ourinvest Real Estate Holding	77.864.936 - ON	170.228.652
BRC	02/01/2007	03/12/2007	85.000.000	Bresco Investimentos	453.440 - ON	453.440
BSI Capital	02/09/2009	14/03/2014	194.560.000	Ricardo Elson do Carmo e BFI Capital Group Participações	N.D.	67.000
Cibrasec	31/07/1997	12/01/1999	5.236.029.239	Itaú, Santander, IFC, BB Investimentos, Caixa Participações, POUPEX e Banco Alvorada	66.003 - ON	68.475.000
Gaia	11/07/2005	10/08/2009	823.005.010	GaiaSec Assessoria Financeira	531.700 - ON	531.700
Habitasec	19/12/2007	08/11/2010	111.161.434	Vicente Postiga Nogueira	700.000 - ON	700.000
ISEC	05/03/2007	07/01/2013	93.628.101	ELAN Gestora de Negócios, EXEC Holding e Wolf Vel Koss Trambuch	ON - 272.205 / PN - 1.000	273.205
Logos	28/01/2014	20/10/2014	22.780.838	José Augusto Roque, Valmir Schreiner Maran e Jacó Moacir Schreiner Maran	1.000 - ON	1.000
Nova Securitização	16/05/2007	30/09/2011	537.502.440	André Luiz Souza e José Pereira Gonçalves	1.000.000 - ON	1.000.000
Pátria	26/05/1998	21/10/2002	41.783.665	Pátria Investimentos	465.047 - ON	465.047
PDG	10/03/2008	14/07/2009	262.500.000	PDG Realty Empreendimentos e Participações	16.027.009 - ON	16.027.010
Polo Capital	31/05/2010	30/06/2011	102.308.573	Marcos Duarte dos Santos	500.000 - ON	500.000
RB Capital Companhia de Securitização	09/09/1998	10/05/2000	3.074.287.650	RB Capital Holding	5.996.865 - ON	15.482.912
RB Capital Securitizadora	17/11/1999	06/07/2006	4.064.838	RB Capital Holding	6.821.612 - ON	2.845.423
REIT	19/01/2011	10/09/2012	54.960.025	REIT Consultoria de Investimentos	1.000 - ON	1.000
SCCI	09/01/2013	05/05/2014	430.180.824	Certificadora de Créditos Imobiliários e Participações	30.000 - ON	30.000
TRX	22/01/2010	10/10/2011	347.205.274	TRX Investimentos Imobiliários	105.000 - ON	105.000

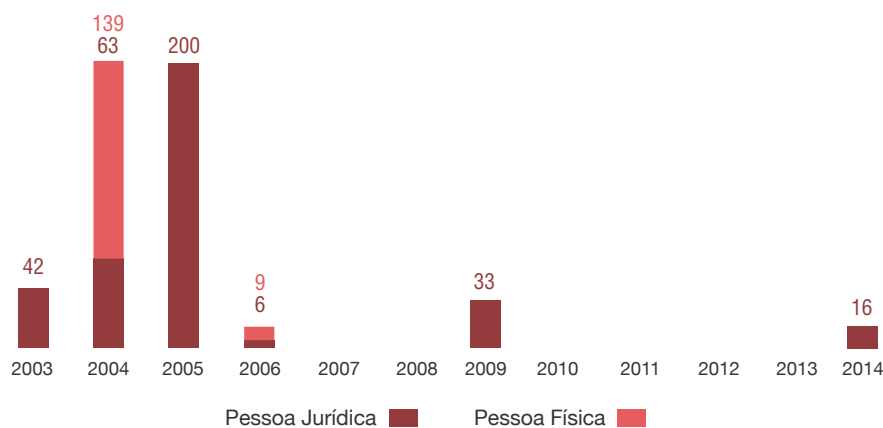
A seguir são apresentadas algumas informações sobre as operações das Securitizadoras Imobiliárias que emitiram em 2014.

#### Altere

A Altere, que não realizava novas emissões de CRI desde 2009, voltou a emitir em 2014. A securitizadora está registrada junto à CVM desde 1998 e emitiu seu primeiro CRI em 2003. No último ano realizou uma operação no valor de R\$15,5 milhões. A emissão tem como lastro uma CCB, representada por uma CCI, tendo a Porte Construtora como devedora e o Banco Paulista como cedente. A **figura 60** mostra a evolução das emissões de CRI da companhia por tipo de devedor.

Altere – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões) FIG. 60

Fonte: Uqbar



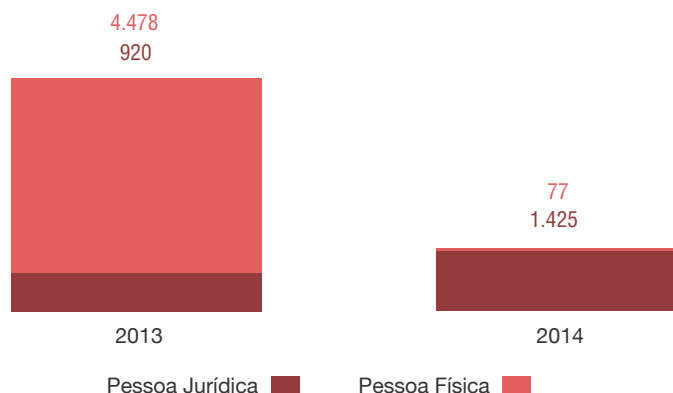
#### Ápice

A Ápice iniciou suas atividades no mercado de CRI, através da sua primeira emissão, em 2013, tendo sido, logo em seu primeiro ano, a emissora com maior montante emitido. Em 2014 foram realizadas 20 operações pela securitizadora que, em conjunto, somaram um montante de R\$1,50 bilhão. Com isso, a mesma ocupou o segundo lugar no *Ranking* anual por número de operações, com uma participação de 14,2% e o quarto lugar no *Ranking* anual por montante emitido, com uma participação de 8,9%. Deste total emitido no ano, 5,1% se referiu a operações cujo tipo de devedor é pessoa física e 94,9% correspondeu a operações que possuem pessoas jurídicas como devedores. A **figura 61** mostra a evolução das emissões de CRI da companhia por tipo de devedor.

Ápice – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)

FIG. 61

Fonte: Uqbar



#### Áurea Securities

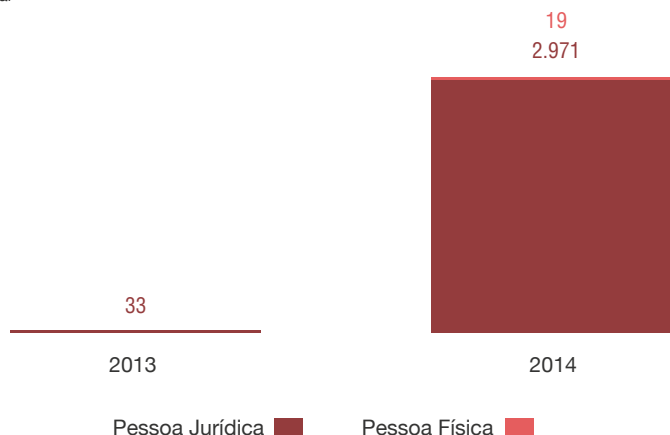
Após obter registro de funcionamento junto à CVM em setembro de 2012, a Aurea Securities entrou efetivamente no mercado de CRI em 2014 com a realização de sua primeira emissão no valor de R\$8,4 milhões. O lastro da operação consiste em créditos imobiliários referentes aos empreendimentos Moradas do Sol e Praça Verde, ambos localizados na Cidade de Cosmópolis (SP).

#### Barigui

Com registro de funcionamento na CVM desde 2009, a Barigui realizou sua primeira emissão de CRI apenas em 2013. No ano de 2014 foram realizadas 23 operações pela securitizadora que, em conjunto, somaram um montante de R\$2,99 bilhões. Com isso, a companhia passou do 17º lugar ocupado em 2013 nos dois *Rankings*, por número de operações e por montante emitido, para o primeiro e terceiro lugares, respectivamente, em 2014. Uma característica comum em 21 de suas 23 operações de 2014 é a presença do Itaú Unibanco como cedente. Deste total emitido, 0,6% se referiu a operações cujo tipo de devedor é pessoa física e 99,4% correspondeu a operações que possuem pessoas jurídicas como devedores. A **figura 62** mostra a evolução das emissões de CRI da companhia por tipo de devedor.

Barigui – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões) FIG. 62

Fonte: Uqbar



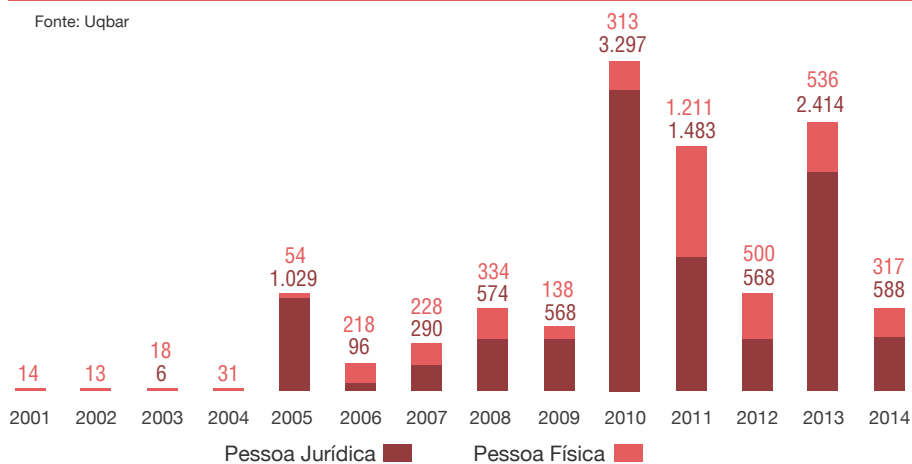
#### Brazilian Securities

Atuante no mercado desde o ano 2000, a Brazilian Securities ocupou em 2014 o quinto lugar em ambos os *Rankings*. No ano foram realizadas 13 operações que totalizaram um montante de R\$904,5 milhões. O lastro de quatro dessas operações consiste em contratos de aluguel e o das demais em contratos de financiamento imobiliário, sendo cinco de financiamentos residenciais e quatro de financiamentos corporativos. Do total emitido no ano, 35,0% se referiu a operações cujo tipo de devedor é pessoa física e 65,0% correspondeu a operações que possuem pessoas jurídicas como devedores. A **figura 63** mostra a evolução das emissões de CRI da companhia por tipo de devedor.

Brazilian Securities – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)

FIG. 63

Fonte: Uqbar



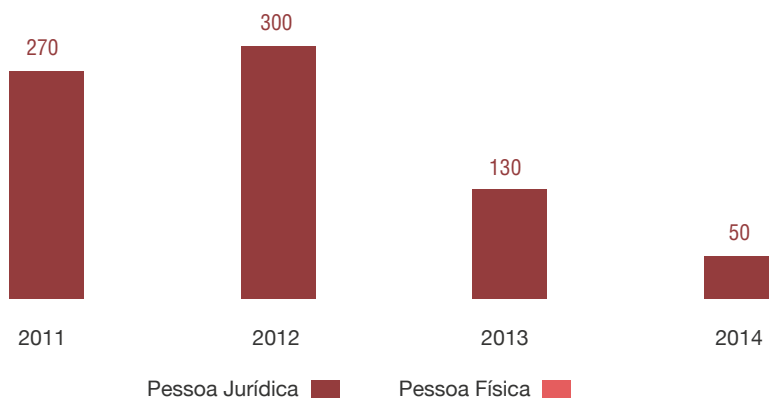
### Brazil Realty

Desde 2011 a Brazil Realty realiza uma emissão de CRI por ano. A emissão de 2014, no valor de R\$50,0 milhões, foi a menor já realizada pela securitizadora. A operação, que conta com aval da Cyrela Brazil Realty Empreendimentos e Participações, é securitização de um financiamento habitacional concedido pelo Banco Safra via emissão de uma CCB visando a construção de empreendimentos residenciais a serem desenvolvidos pela Plano & Plano Construções e Participações. A **figura 64** mostra o histórico das emissões de CRI da companhia por tipo de devedor.

Brazil Realty – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)

FIG. 64

Fonte: Uqbar



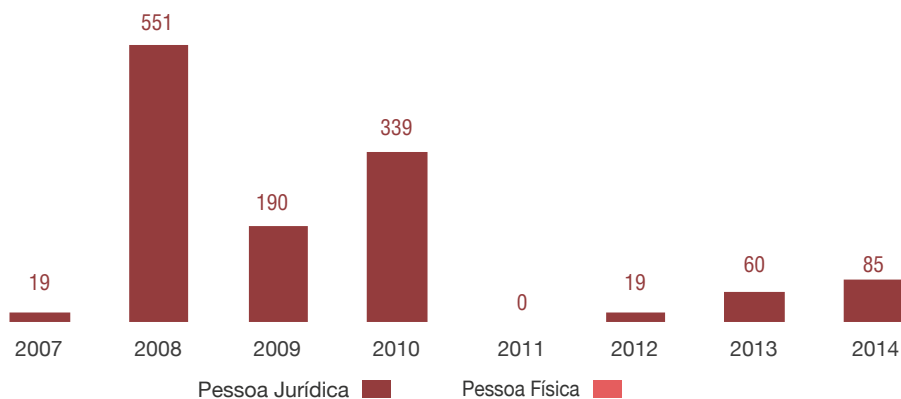
### BRC

Atuante no mercado desde 2007, a BRC realizou em 2014 apenas uma emissão no valor de R\$85,0 milhões. O lastro desta securitização imobiliária é um contrato de locação que caracteriza uma operação de *built-to-suit*. A John Deere Brasil e a BRES Viracopos Empreendimentos Imobiliários são a devedora e a cedente, respectivamente, do referido contrato de locação. A **figura 65** mostra o histórico das emissões de CRI da companhia por tipo de devedor.

BRC – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)

FIG. 65

Fonte: Uqbar



#### BSI Capital

Com registro de funcionamento na CVM desde 2013, a BSI Capital realizou sua primeira e única emissão de CRI em 2014. A operação, dividida em CRI de classes sênior e subordinada, totalizou um montante de R\$194,6 milhões. O lastro da operação consiste em debêntures, representadas por CCI, emitidas pela Héstia Incorporações Imobiliárias e cedidas à securitizadora pela Héstia Participações.

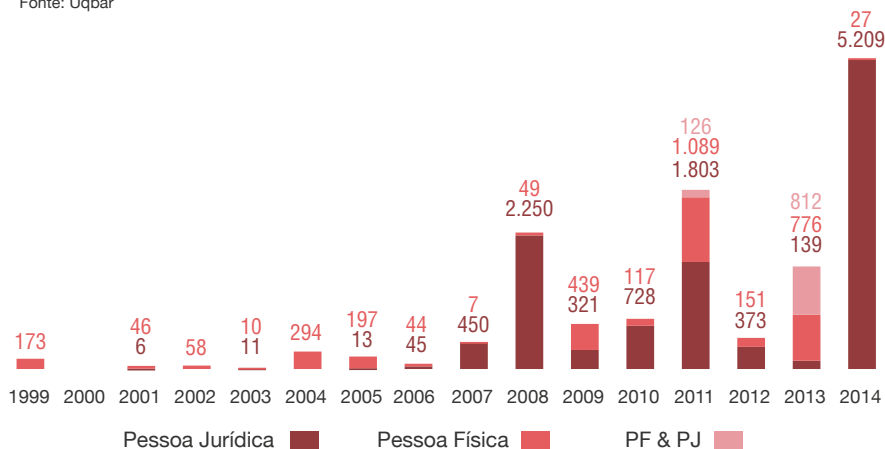
#### Cibrasec

A Cibrasec, que foi a primeira companhia a emitir CRI em 1999, emitiu 13 operações em 2014 com um montante total de R\$5,24 bilhões. Com isso, alcançou o primeiro lugar no *Ranking* anual por montante emitido, obtendo uma participação de 31,0% do mercado, e ocupou o quarto lugar no *Ranking* anual por número de operações, obtendo uma participação de 9,2% do mercado. Destaque para duas operações que somaram R\$4,00 bilhões e possuem a Petrobras como devedora do lastro. Deste total emitido, 0,5% se referiu a operações cujo tipo de devedor é pessoa física e 99,5% correspondeu a operações que possuem pessoas jurídicas como devedores. A **figura 66** mostra o histórico das emissões de CRI da companhia por tipo de devedor.

Cibrasec – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)

FIG. 66

Fonte: Uqbar



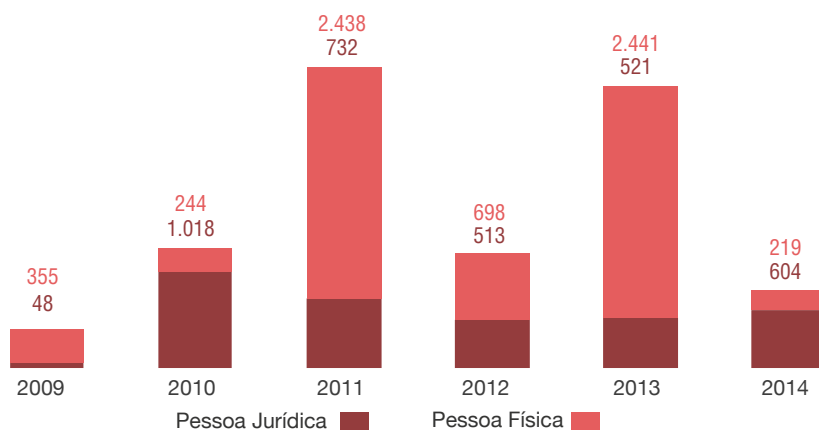
### Gaia

Com registro de funcionamento na CVM desde 2006, a Gaia obteve em 2014 o seu segundo pior desempenho em termos de montante emitido de CRI, tendo superado apenas a cifra anotada em 2009, ano de sua primeira emissão. No ano foram realizadas doze operações totalizando um montante de R\$823,0 milhões. Do total emitido no ano, 26,6% se referiu a operações cujo tipo de devedor é pessoa física e 73,4% correspondeu a operações que possuem pessoas jurídicas como devedores. A **figura 67** mostra o histórico das emissões de CRI da companhia por tipo de devedor.

Gaia – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)

FIG. 67

Fonte: Uqbar



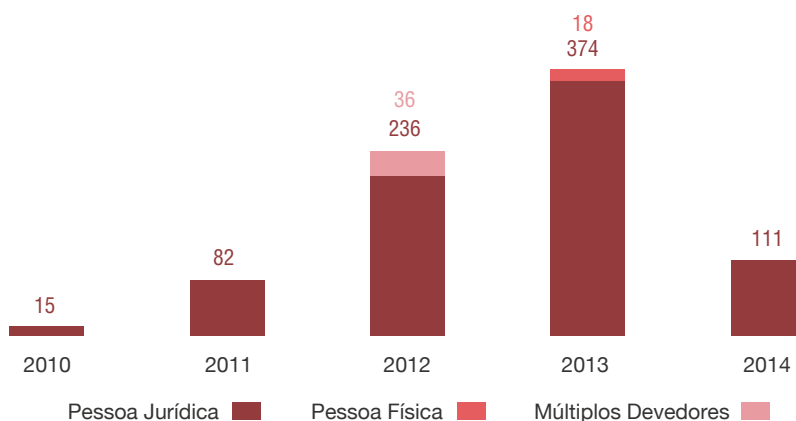
### Habitasec

Com registro de funcionamento na CVM desde 2008 e emitindo CRI desde 2010, a Habitasec realizou cinco operações que, em conjunto, somaram um montante de R\$111,2 milhões em 2014. A totalidade das operações de CRI realizadas pela securitizadora no ano correspondeu a operações que possuem pessoas jurídicas como devedores, sendo que uma é lastreada por debêntures e as demais por CCB. A **figura 68** mostra o histórico das emissões de CRI da companhia por tipo de devedor.

Habitasec – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)

FIG. 68

Fonte: Uqbar



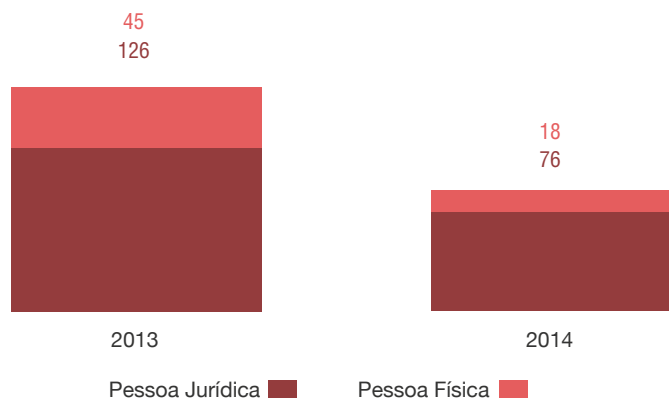
### ISEC

Anteriormente denominada Imowel Securitizadora, a ISEC estreou efetivamente no mercado de CRI em 2013. No ano de 2014 realizou três operações que somaram um total de R\$93,6 milhões. Do montante total emitido pela companhia no ano, 18,8% se referiu a operações cujo tipo de devedor é pessoa física e 81,2% correspondeu a operações que possuem pessoas jurídicas como devedores. A **figura 69** mostra o histórico das emissões de CRI da companhia por tipo de devedor.

ISEC – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)

FIG. 69

Fonte: Uqbar



#### Logos

Registrada na CVM em 2014, a Logos iniciou suas atividades, através da primeira emissão de CRI, neste mesmo ano. Foram duas emissões que totalizaram um montante de R\$22,8 milhões. Ambas as operações são lastreadas em CCI que representam CCB, cujos devedores são pessoas jurídicas.

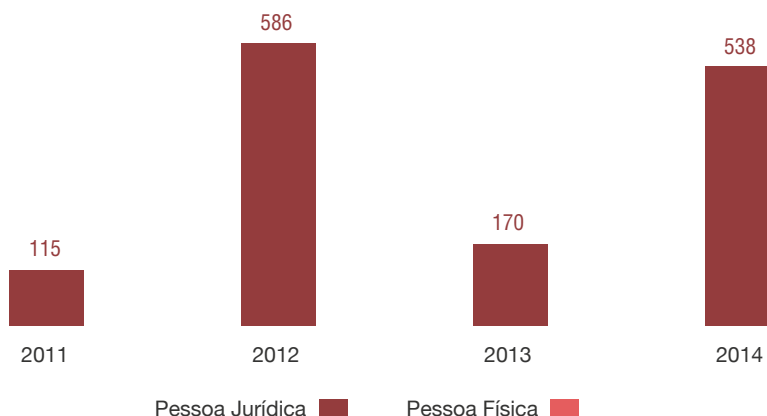
#### Nova Securitização

Com registro de funcionamento na CVM desde 2007 e emitindo CRI desde 2011, a Nova Securitização realizou, em 2014, nove operações, totalizando um montante de R\$537,5 milhões. A operação de maior relevância em termos de volume financeiro, equivalente a R\$224,7 milhões, teve como lastro um financiamento concedido, por meio de uma CCB, pelo Itaú Unibanco à Edifício Odebrecht RJ, com a finalidade de construir um edifício comercial na cidade do Rio de Janeiro para abrigar um escritório da organização Odebrecht. A **figura 70** mostra o histórico das emissões de CRI da companhia por tipo de devedor.

Nova Securitização – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)

FIG. 70

Fonte: Uqbar



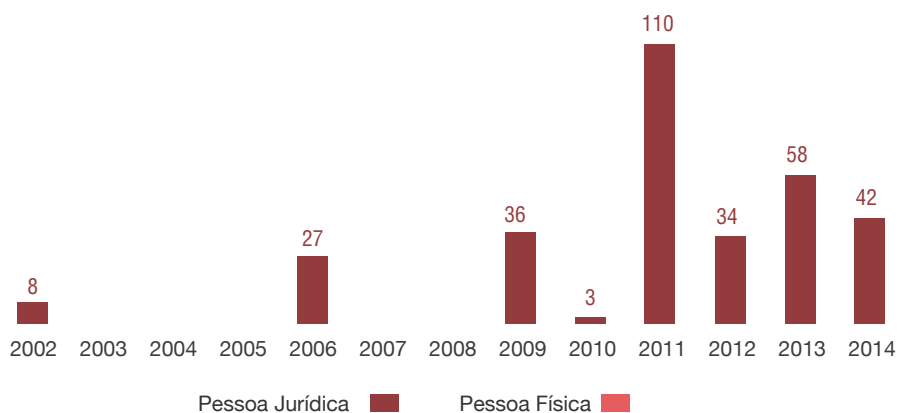
### Pátria

Com registro de funcionamento na CVM desde 1999, a Pátria tem sua primeira operação de CRI datada de 2002. No ano de 2014, como nos quatro anos anteriores, a companhia realizou apenas uma emissão de CRI, sendo a deste último ano no valor de R\$41,8 milhões. O lastro da operação consiste em um contrato de locação caracterizando um *built-to-suit*, no qual uma subsidiária da Gerdau é a locatária e a SPE Campo Grande é a locadora. A **figura 71** mostra o histórico das emissões de CRI da companhia por tipo de devedor.

Pátria – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)

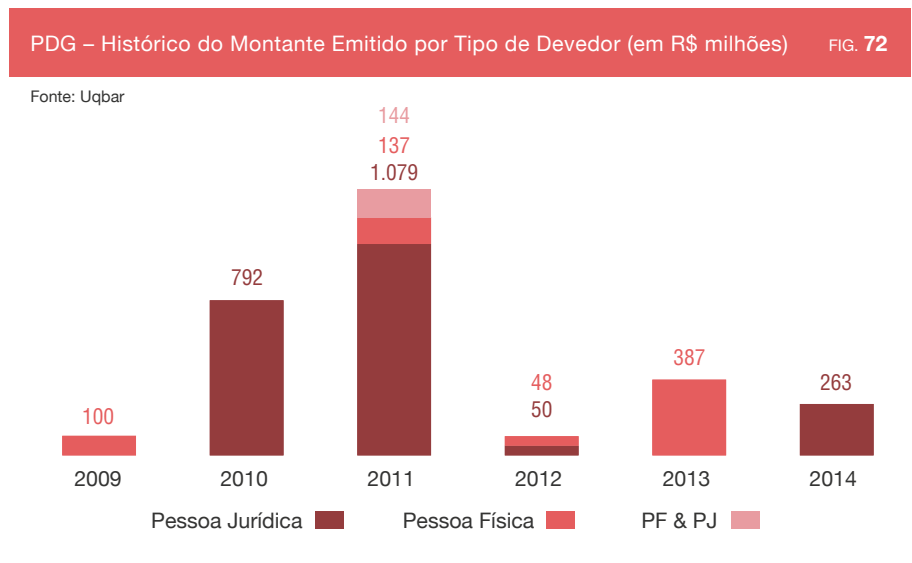
FIG. 71

Fonte: Uqbar



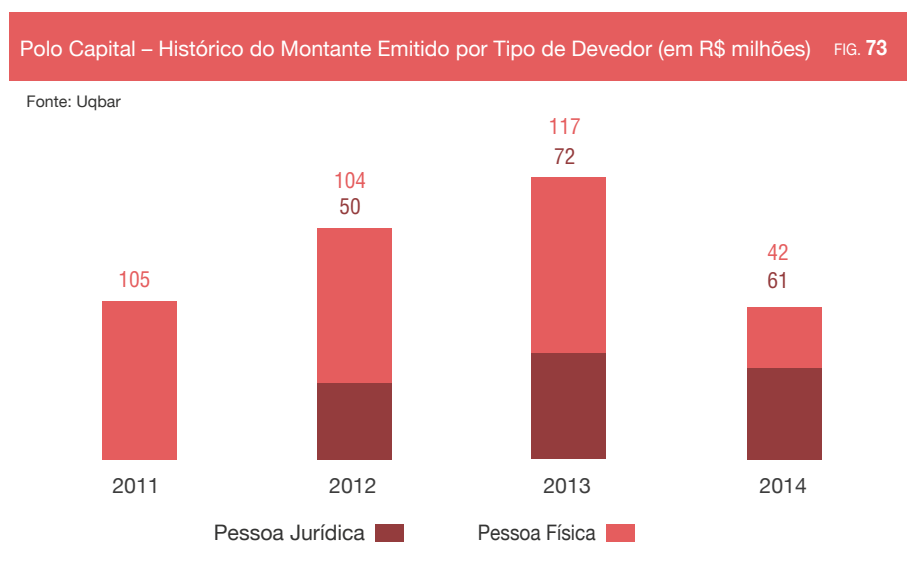
PDG

Registrada na CVM em 2008, a PDG emitiu seu primeiro CRI no ano seguinte. Em 2014 realizou mais duas operações que totalizaram um montante de R\$262,5 milhões. O lastro das operações consistem em CCB emitidas pela PDG Realty Empreendimentos e Participações em favor dos bancos Itaú Unibanco e Fibra para o desenvolvimento de empreendimentos imobiliários. A **figura 72** mostra o histórico das emissões de CRI da companhia por tipo de devedor.



Polo Capital

Realizando emissões de CRI desde 2011, a Polo Capital realizou quatro operações em 2014, que somaram R\$102,3 milhões. Do total emitido pela companhia, 40,6% se referiu a operações cujo tipo de devedor é pessoa física e 59,4% correspondeu a operações que possuem pessoas jurídicas como devedores. A **figura 73** mostra o histórico das emissões de CRI da companhia por tipo de devedor.



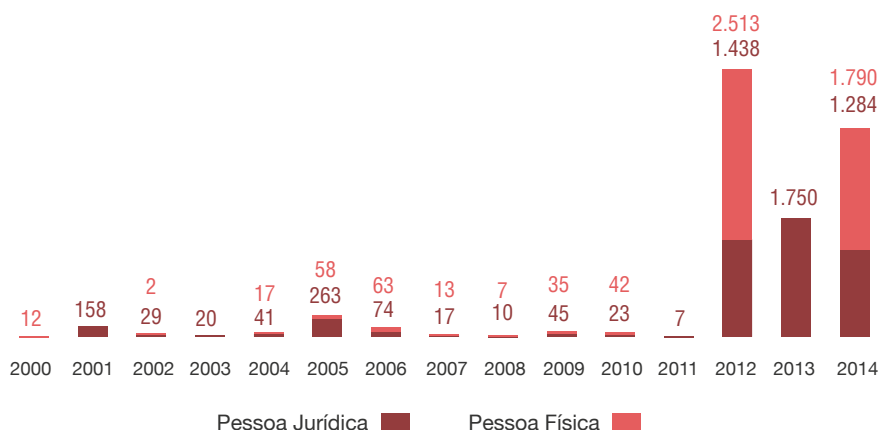
RB Capital Companhia de Securitização

Registrada na CVM desde 1999 e emitindo CRI desde 2000, a RB Capital Companhia de Securitização realizou, em 2014, 13 operações de CRI que perfizeram o total de R\$3,07 bilhões. Deste total emitido pela companhia, 58,2% se referiu a operações cujo tipo de devedor é pessoa física e 41,8% correspondeu a operações que possuem pessoas jurídicas como devedores. A **figura 74** mostra o histórico das emissões de CRI da companhia por tipo de devedor.

RB Capital Companhia de Securitização –  
Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)

FIG. 74

Fonte: Uqbar



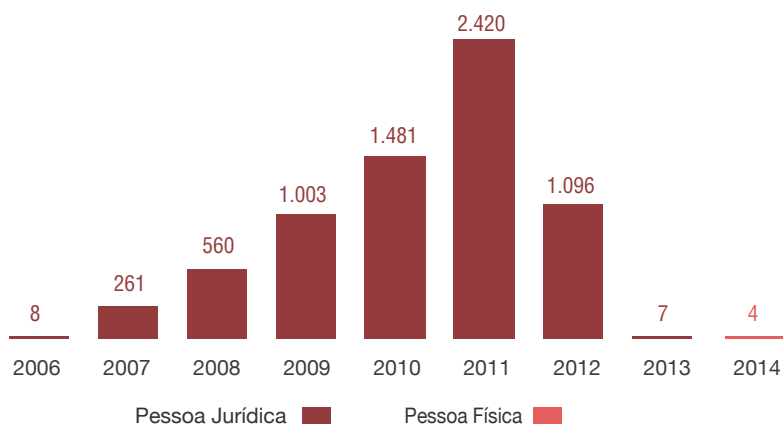
RB Capital Securitizadora

Com registro de funcionamento na CVM desde 2005 e emitindo CRI desde 2006, a RB Capital Securitizadora realizou, em 2014, apenas uma emissão de CRI, com montante de R\$4,1 milhões. Diferentemente de todos os demais CRI emitidos pela companhia em anos anteriores, a operação de 2014 possui pessoas físicas como devedores dos créditos imobiliários, os quais foram cedidos pela Domus Companhia Hipotecária. A **figura 75** mostra o histórico das emissões de CRI da companhia por tipo de devedor.

RB Capital Securitizadora – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)

FIG. 75

Fonte: Uqbar



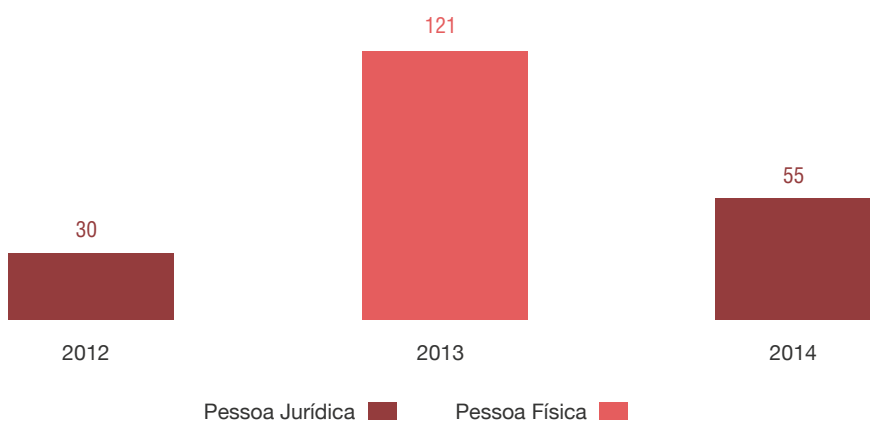
### REIT

Logo após ser registrada na CVM em 2012, a REIT emitiu seu primeiro CRI ainda no mesmo ano. Em 2014 realizou duas operações perfazendo o montante de R\$55,0 milhões. Ambas as operações são lastreadas em CCI que representam contratos de locação cujos devedores são pessoas jurídicas. A **figura 76** mostra o histórico das emissões de CRI da companhia por tipo de devedor.

REIT – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)

FIG. 76

Fonte: Uqbar



### SCCI

A SCCI, que obteve registro de funcionamento junto à CVM em 2014, realizou sua primeira emissão ainda nesse mesmo ano. Foram sete operações realizadas, totalizando um montante de R\$430,2 milhões. Deste valor emitido pela companhia, 4,6% se referiu a operações cujo tipo de devedor é pessoa física e 95,4% correspondeu a operações que possuem pessoas jurídicas como devedores.

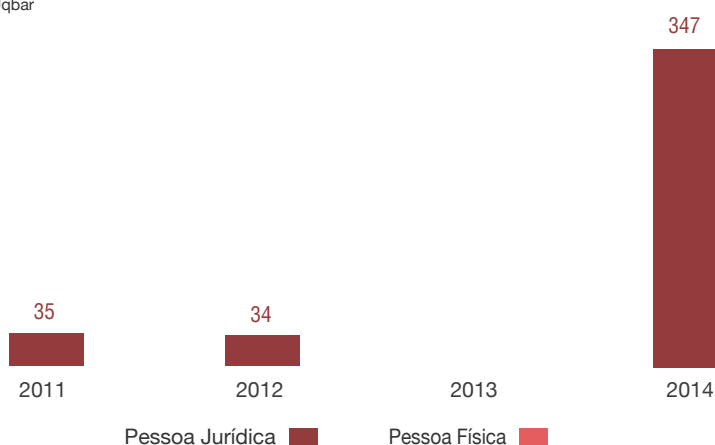
### TRX

Registrada na CVM e emitindo CRI desde 2011, em 2014 a TRX realizou seis operações que totalizaram um montante de R\$347,2 milhões. As operações de CRI realizadas pela securitizadora no ano possuem pessoas jurídicas como devedores. A **figura 77** mostra o histórico das emissões de CRI da companhia por tipo de devedor.

TRX – Histórico do Montante Emitido por Tipo de Devedor (em R\$ milhões)

FIG. 77

Fonte: Uqbar



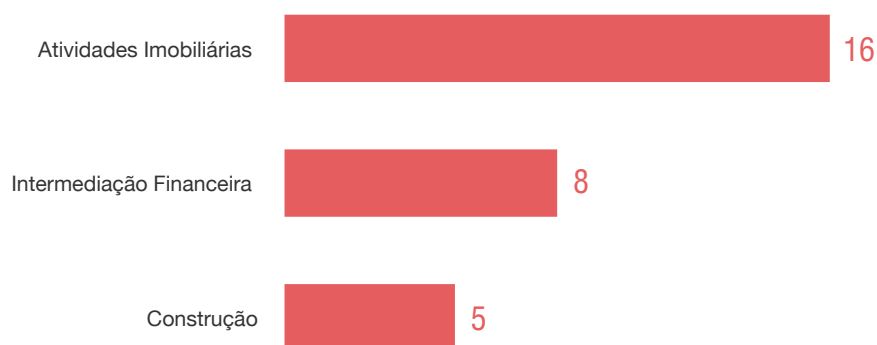
### Cedentes

O panorama de atividades econômicas dos cedentes de operações de CRI permanece, em termos gerais, inalterado quando comparado com aquele referente ao ano de 2013: empresas que desempenham atividades no setor imobiliário e instituições financeiras representam a maioria. Em 2014 as empresas do setor imobiliário, categoria que abarca empreendedoras, loteadoras, incorporadoras, entre outras, foram responsáveis por 68,7% do número de cedentes de operações cujos devedores são pessoas jurídicas (CRI Pessoa Jurídica), e 55,2% daqueles cujos devedores são pessoas físicas (CRI Pessoa Física). Adiante, empresas de intermediação financeira responderam por 22,2% do total de cedentes de CRI Pessoa Jurídica e 27,6% de CRI Pessoa Física. Nesta categoria, que inclui bancos, fundos de investimento e companhias hipotecárias, a tendência verificada é a predominância de poucas empresas em termos absolutos, mas que atuam como cedente em diversas operações, ao contrário do que ocorre, por exemplo, com as empresas de atividades imobiliárias. A diferença observada entre o número de cedentes por cada tipo de operação se dá quando a empresa cedente atua no ramo da construção. Enquanto as empresas deste setor somam apenas 3,0% dos cedentes de CRI Pessoa Jurídica, o percentual sobe para 17,2% quando a base de cálculo são os CRI Pessoa Física.

As **figuras 78 e 79** apresentam as distribuições do número de cedentes de CRI Pessoa Física e CRI Pessoa Jurídica, respectivamente, por tipo de atividade econômica destes, para as operações realizadas durante o ano de 2014.

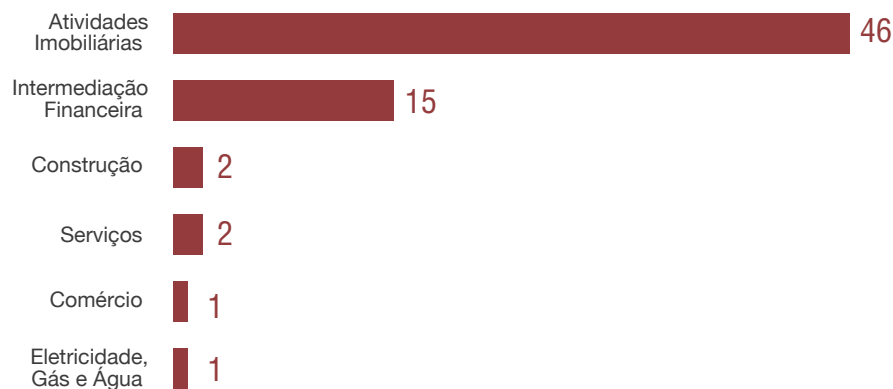
Número de Cedentes de CRI Pessoa Física por Atividade Econômica – Ano 2014 FIG. 78

Fonte: Uqbar



Número de Cedentes de CRI Pessoa Jurídica por Atividade Econômica - Ano 2014 FIG. 79

Fonte: Uqbar



### Mercado Secundário

No esteio do vigoroso incremento das emissões de CRI ocorridas nos últimos anos, as negociações com estes títulos sofreram correspondente ascensão. Nos últimos cinco anos, a soma anual dos negócios registrados na BM&FBOVESPA e na CETIP vem crescendo notoriamente, tendo mais que quintuplicado entre os anos de 2010 e 2014.

O montante consolidado total de negócios ocorridos em ambas as câmaras em 2014 assinalou R\$24,88 bilhões. Em 2013, por sua vez,

havia sido registradas transações que somaram R\$19,31 bilhões, de onde se deriva crescimento de 28,9% entre os dois anos. Quanto à distribuição das negociações entre BM&FBOVESPA e CETIP, em 2014 consignou-se a exiguidade dos negócios ocorridos na primeira.

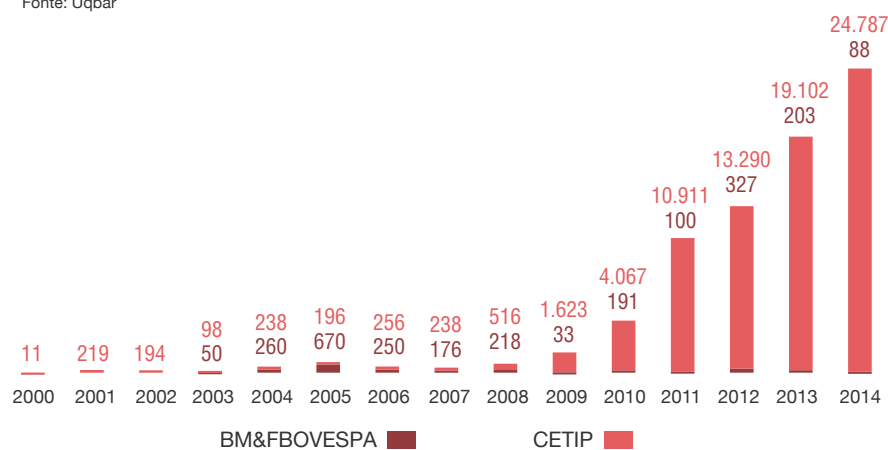
Em 2014 ocorreram na BM&FBOVESPA negócios que somaram apenas R\$88,2 milhões, ainda menos que o registrado em 2013, de R\$203,5 milhões. Desta cifra deriva-se que 99,6% do montante consolidado de negócios no ano tomou lugar na CETIP, sendo que desde 2009 o montante negociado registrado naquela câmara representa mais de 95,0% do total.

A **figura 80** retrata a evolução histórica anual do montante consolidado de CRI negociado, decomposto entre os volumes de negócios que foram registrados na CETIP e aqueles realizados na BM&FBOVESPA.

Negócios de CRI na CETIP e BM&FBOVESPA –  
Evolução Histórica (em R\$ milhões)

FIG. 80

Fonte: Uqbar



Os negócios registrados na CETIP culminaram em montante de R\$24,79 bilhões em 2014, número 29,8% superior à cifra de 2013, que havia sido de R\$19,10 bilhões. Contudo, números totais à parte, é importante que se qualifiquem as negociações de CRI quanto à sua natureza, especialmente quanto a seu prazo.

Tanto mais distantes do momento de suas respectivas emissões, mais as transações dos títulos estão associadas com um mercado secundário genuíno. Isto justifica, assim, para o benefício de uma análise de melhor discernimento, a segmentação, por intervalo de tempo entre emissão e negociação, das transações realizadas de CRI. Ressalvadas as devidas exceções, as negociações de CRI ocorridas com intervalo de tempo entre a emissão do título e sua negociação inferior a 180 dias constituem transações mais relacionadas ao mercado primário. Por outro lado, supõe-se que a maioria das negociações ocorridas com intervalo de tempo, desde a emissão, de mais de 180 dias esteja genuinamente associada ao mercado secundário.

Isto posto, o montante negociado na faixa de prazo superior a 180 dias também apresentou forte crescimento em 2014, em termos absolutos, em relação a 2013. O montante negociado registrado de CRI ocorrido 180 dias após a emissão cresceu para R\$8,10 bilhões em 2014, tendo partido de R\$5,43 bilhões registrados em 2013, incremento de 49,2% na comparação entre os dois anos. Esta escalada ocorre mesmo diante da presença de grandes operações individuais em 2014, em que as emissões excederam R\$500,0 milhões, o que causa efeito potencial de impacto pra cima no montante negociado de CRI na faixa de prazo inferior a 180 dias desde a emissão. O resultado do aumento do volume de negociações ocorridas em prazo superior a 180 dias traduz-se, por sua vez, em uma melhora incremental das negociações registradas de CRI, no sentido de um mercado secundário de perfil mais cristalino.

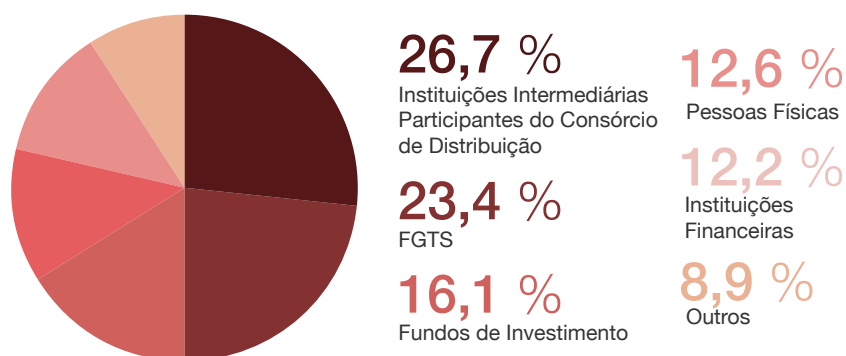
### Investidores

A **figura 81** apresenta a composição por classe de investidor do montante adquirido de CRI nas emissões realizadas em 2014. A distribuição teve como base uma amostra correspondente a 39,9% dos R\$16,89 bilhões emitidos no ano, fatia para a qual a Uqbar obteve acesso aos dados para o mapeamento dos investidores.

Composição do Montante Emitido de CRI em 2014 por Classe de Investidor (% de Montante)

FIG. 81

Fonte: Uqbar



O baixo percentual da amostra frente ao total de títulos emitidos tem relação com a pouca quantidade de ofertas públicas sob a chancela da Instrução CVM nº 400 (ICVM 400). Este regime de distribuição confere nível de transparência superior àquele exigido das ofertas realizadas no âmbito da Instrução CVM nº 476 (ICVM 476), regime sob o qual ocorreu a maioria das distribuições públicas dos CRI emitidos em 2014, principalmente em relação às informações referentes aos investidores dos respectivos títulos distribuídos.

Em 2014, as Instituições intermediárias participantes do consórcio de distribuição foram os principais investidores de CRI. Esta classe de investidor foi responsável pela aquisição de títulos que somaram 26,7% do montante emitido considerado na amostra. A predominância deste tipo de investidor é o epíteto de um universo onde investidores terceiros de mercado ainda não predominam como detentores de títulos emitidos.

O Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), outrora o maior investidor dentre as classes analisadas, adquiriu CRI em montante inferior ao verificado em 2013 (R\$2,04 bilhões), embora muito próximo ao do primeiro lugar. Note-se, entretanto, que a principal distorção resultante do levantamento baseado nesta amostra parcial se refere à participação do FGTS, do qual a amostra considerou perto de 100,0% das operações investidas. Na composição da amostra em 2014 esta classe respondeu por 23,4% do total considerado.

Auferindo fatia relevante, os fundos de investimento ampliaram sua participação na aquisição de CRI em 2014. Cerca de 16,4% do montante emitido foram adquiridos por esta categoria de investidor, que abarca preponderantemente os fundos atualmente regulados pela Instrução CVM nº 409 (a ser revogada e substituída pela Instrução CVM nº 555), mas também os Fundos de Investimento Imobiliários (FII), por exemplo. Pessoas Físicas, categoria relevante pelo seu potencial de pulverização para o mercado secundário de CRI, foi responsável por adquirir 12,6% do montante considerado. Logo atrás, a categoria Instituições financeiras adquiriu CRI que correspondem a 12,2% da amostra. Finalmente, a categoria Outros, amálgama de classes como pessoas (físicas ou jurídicas) ligadas aos participantes do consórcio e ao originador dos créditos, entre outros, além de entidades de previdência, somou participação equivalente a 8,9% do montante de CRI referente à amostra de 2014.

### **COTAS DE FIDC IMOBILIÁRIO**

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) são um tipo de veículo de securitização que usufrui de ampla flexibilidade em relação ao segmento da economia de onde podem ser originados os direitos creditórios que compõem sua carteira. Assim, entre os diversos setores que contam com a atuação de FIDC em seu financiamento no Brasil se encontra o imobiliário. Os chamados FIDC Imobiliários, que investem preponderantemente em crédito imobiliário, todavia, não representam uma parcela substancial de todo o universo deste tipo de fundo. De fato, a fatia do PL consolidado da indústria de FIDC correspondente aos FIDC Imobiliários se equivale a apenas 2,6%. Ainda, no âmbito da securitização imobiliária como um todo, os FIDC

Imobiliários também desempenham apenas um papel complementar frente ao protagonismo representado pelas operações de CRI. Não obstante, no arrazoado dos participantes do mercado de securitização imobiliária, a constituição de um FIDC Imobiliário se mostra uma alternativa não irrelevante, tendo este nicho apresentado crescimento marginal ao longo dos anos.

### Termos e Condições

<u>Descrição</u>	Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) são valores mobiliários que correspondem a frações ideais do patrimônio desses fundos.
<u>Emissor</u>	Cada FIDC, é uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante de seu Patrimônio Líquido (acima de 50,0%) para a aplicação em direitos creditórios. Os FIDC podem ser constituídos sob a forma de condomínio aberto ou fechado e ter prazo de duração determinado ou indeterminado. Adicionalmente, os FIDC podem ser padronizados ou não-padronizados, de acordo com os ativos que forem objeto de investimento.
<u>Ativos</u>	<p>FIDC Padronizados – Direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como em outros ativos representativos de crédito.</p> <p>FIDC Não-padronizados – Os ativos permitidos a FIDC Padronizados (i) que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua aquisição pelo fundo, (ii) que sejam decorrentes de receitas do poder público (inclusive autarquias e fundações), (iii) que resultem de ações judiciais em curso, constituam objeto de litígio ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia, (iv) cuja constituição ou validade jurídica da cessão ao fundo seja considerada um fator preponderante de risco, (v) que sejam originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, além de (vi) quaisquer outros créditos não enquadráveis naqueles permitidos aos FIDC Padronizados.</p>
<u>Garantia</u>	Os direitos creditórios integrantes das carteiras de investimento dos FIDC poderão ter garantias reais ou fidejussórias.
<u>Regime Fiduciário</u>	Não aplicável.
<u>Forma e Registro</u>	Escritural, mantida em conta de depósito em nome dos respectivos titulares, na própria instituição administradora do FIDC ou em instituições financeiras devidamente autorizadas pela CVM a prestar serviços de escrituração de cotas de fundos de investimento que venham a ser contratadas pela instituição administradora do FIDC. As cotas de fundo fechado poderão ser registradas para negociação secundária em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado.
<u>Classe</u>	São admitidas cotas de classe sênior, que possuem preferência para efeitos de amortização e resgate, e cotas de classe subordinada, que se subordinam às cotas sênior para efeito de amortização e resgate.

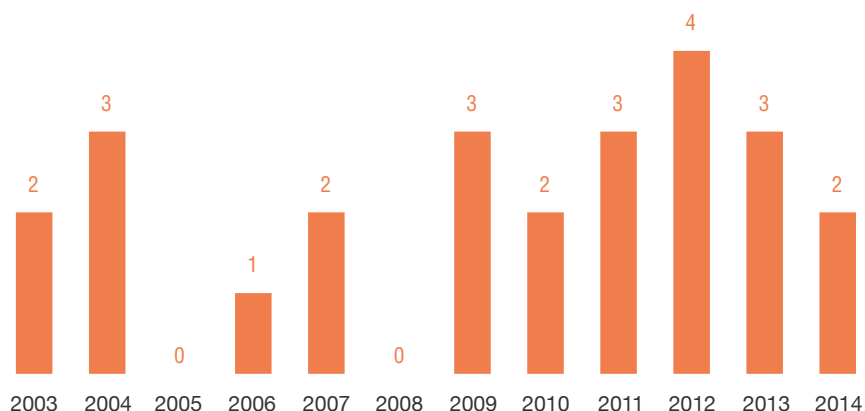
<u>Pagamentos</u>	<p>Fundo aberto – As cotas podem ser resgatadas a qualquer momento, de acordo com os termos e condições especificados no regulamento do fundo.</p> <p>Fundo fechado – As cotas só podem ser resgatadas em situações específicas, tais como: (i) no término do prazo de duração de cada série ou classe das cotas ou do fundo, conforme estabelecido em seu regulamento; ou (ii) em virtude da liquidação antecipada do fundo. Além disso, são amortizadas: (a) em datas preestabelecidas no regulamento do fundo; ou (b) em virtude de decisão da assembleia geral de cotistas.</p>
<u>Rentabilidade Estimada</u>	<p>As cotas sênior podem ter um parâmetro de rentabilidade estimado, que não representa nem pode ser considerado como uma promessa, garantia ou sugestão de que a cota atingirá tal rentabilidade. Representa o limite máximo de remuneração possível para os investidores destas cotas.</p>
<u>Distribuição</u>	<p>Por intermédio de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários autorizadas a exercer esta atividade pelo Banco Central do Brasil. No caso de fundo fechado, ofertas públicas dependem de prévio registro na CVM, exceto se cumprirem com os requisitos previstos nas normas da CVM para dispensa de registro.</p> <p>Somente os Investidores Qualificados podem subscrever ou adquirir cotas de FIDC, conforme instrução específica da CVM que define o termo.</p> <p>Apesar das cotas de FIDC não possuírem um valor unitário mínimo estabelecido, o investimento mínimo para aplicação em cotas de FIDC Padronizados é de R\$25.000,00 e nos casos dos FIDC Não-padronizados é de R\$1.000.000,00.</p>
<u>Transferência</u>	<p>Fundo aberto – as cotas não podem ser objeto de cessão ou transferência, salvo por decisão judicial, excussão de garantia ou sucessão universal.</p> <p>Fundo fechado – as cotas podem ser transferidas mediante termo de cessão e transferência, assinado pelo cedente e pelo cessionário, e registrado em cartório de títulos e documentos, ou através de bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado onde as cotas do fundo sejam admitidas à negociação.</p>
<u>Liquidação Financeira</u>	CETIP ou BM&FBOVESPA.
<u>Ambiente de Negociação</u>	CetipNet, Somafix e BovespaFix.

O número anual de FIDC Imobiliários que foram registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) apresentou, em 2014, o menor valor dos últimos quatro anos. Próximo da média histórica anual de número de novos registros, como denota a **figura 82**, os dois registros de FIDC Imobiliários em 2014 são apenas metade do maior número anual de registros de fundos já assinalado, que ocorreu em 2012.

Número de FIDC Imobiliários Registrados na CVM

FIG. 82

Fonte: Uqbar

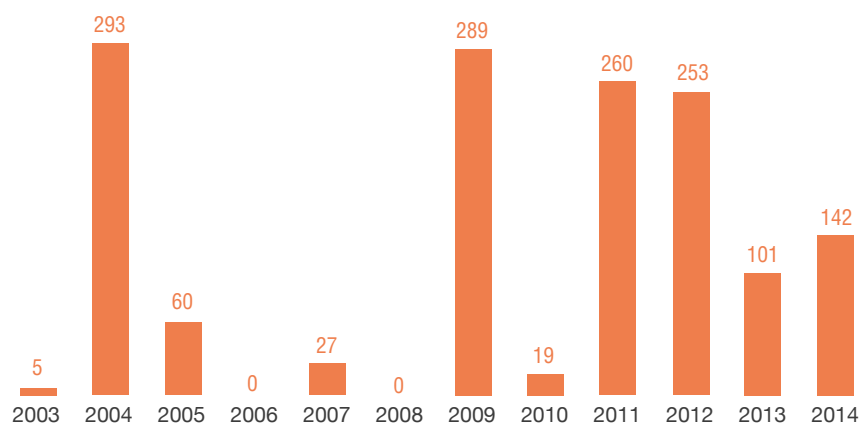


No tocante à trajetória, em base anual, do montante de emissões de cotas de FIDC Imobiliários, em 2014 a cifra se incrementou. As emissões consolidadas destes títulos neste ano somaram R\$142,1 milhões, tendo crescido 40,1% ante a grandeza referente a 2013, de R\$101,4 milhões. Como a **figura 83** torna nítido, este incremento tem por base um montante reduzido, como se infere pela comparação com os melhores desempenhos de anos recentes, como aqueles registrados em 2012 e 2011, por exemplo. Naqueles anos o montante emitido em cotas, em termos anuais, superou os R\$250,0 milhões.

Histórico do Montante de Emissões de Cotas de FIDC Imobiliários (em R\$ milhões)

FIG. 83

Fonte: Uqbar



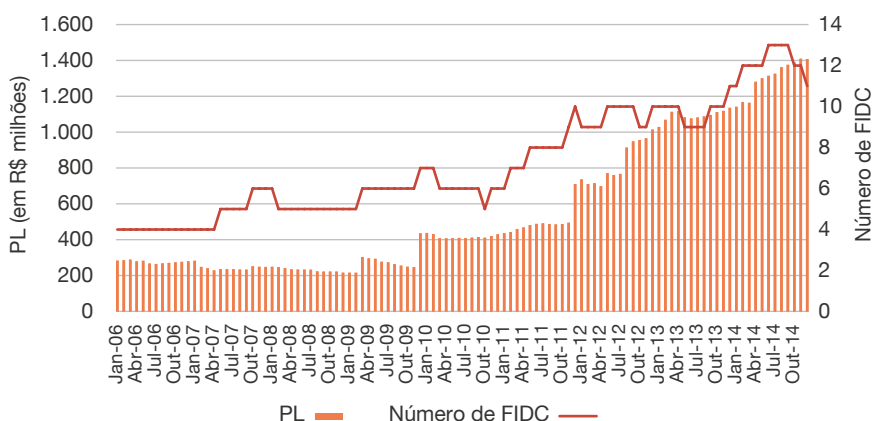
O valor do Patrimônio Líquido (PL) consolidado dos onze FIDC Imobiliários em operação em 31 de dezembro de 2014 alcançou R\$1,41 bilhão. Esta cifra, que é 23,9% superior ao anotado em fins de 2013 (R\$1,14 bilhão), é resultado do efeito cumulativo de novas emissões e de rentabilidade

acruada do conjunto de FIDC Imobiliários, líquido de eventuais amortizações e resgates. Como se vê na **figura 84**, o número de fundos em operação chegou ao recorde de 13 em setembro de 2014, mas se reduziu posteriormente.

Histórico do Patrimônio Líquido de FIDC Imobiliários

FIG. 84

Fonte: Uqbar



Finalmente, a **tabela 10** lista os onze FIDC imobiliários em operação no final de 2014, incluindo alguns de seus dados principais. Dois deles começaram suas operações durante o ano de 2014: o FIDC BRZ Créditos Imobiliários e o FIDC STF. Em paralelo, o FIDC BS Crédito Imobiliário e o FIDC Supera Integral - Desenvolvimento Urbano encerraram suas atividades durante o mesmo ano.

Lista de FIDC Imobiliários

TAB. 10

FIDC	Administrador	Gestor	Custodiante	Auditor	Cedente	PL (R\$)
Ático Imobiliários	SOCOPA	Ático Adm. de Recursos	Banco Paulista	Baker Tilly	Abengoa Brasil	67.308.295
Brisbane	Banco Modal	Modal Adm. de Recursos	Banco Modal	PwC	Diversos	3.820.914
BRZ Créditos Imobiliários	Gradual	BRZ Investimentos	Banco Paulista	Confiance	N.A.	29.946.311
Buriti Imobiliários	Oliveira Trust	Oliveira Trust	Oliveira Trust	Crowe Horwath	Diversos	94.730.505
Caixa RB Capital Habitação	Caixa Econômica Federal	RB Capital Investimentos	Citibank	PwC	Diversos	582.219.993
Empírica Domus Platinum Imobiliário	Gradual	Empírica Investimentos	Banco Santander	Deloitte Touche Tohmatsu	Domus Companhia Hipotecária	6.882.552
FAI Imobiliários	SOCOPA	LFI Investimentos	Banco Paulista	Baker Tilly	Diversos	6.098.224
GP Aetatis II Imobiliários	Oliveira Trust	Prosperitas Investimentos	Oliveira Trust	KPMG	Diversos	110.349.862
Greenville	Intrag	Intrag	Itaú Unibanco	PwC	Hortoville Emp. Imob. e Gobi Emp. Imob.	1.775.795
Polo Multisetorial NP	Santander Securities Services	Polo Capital Gestão de Recursos	Banco Santander	KPMG	Diversos	489.723.349
STF	Dillon	Rio de Janeiro Investimentos	Banco Paulista	ATA	Fator Towers Construção e Incorporação	14.773.457

## CÉDULAS DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO (CCI)

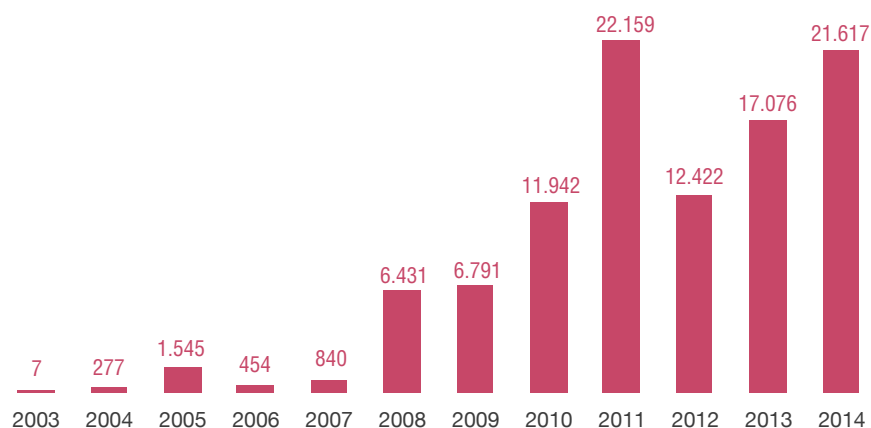
O desempenho do mercado de Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) está intimamente ligado àquele referente ao mercado de CRI. Regulamentada pela Lei nº 10.931 de 2004, a mesma que concebeu as LCI, as CCI representam considerável avanço operacional para o setor de securitização imobiliária. Pela simplificação e dinamização do processo de cessão de créditos que sua utilização significa, as CCI são a principal alternativa escolhida para representar os créditos imobiliários que lastreiam as operações de CRI, de onde se deriva, então, a forte correlação entre os comportamentos dos mercados de ambos os instrumentos. Com efeito, a trajetória recente de forte crescimento dos montantes de depósitos e em estoque de CCI reflete em grande medida o crescimento verificado destes tipos de indicadores nos últimos anos referentes à indústria de CRI.

Desse modo, o mercado de CCI encerrou 2014 registrando depósitos na CETIP em montante de R\$21,62 bilhões, ressaltando crescimento de 26,6% frente à cifra registrada em 2013, de R\$17,08 bilhões. O bom desempenho em 2014, todavia, não foi suficiente para superar a melhor marca histórica deste mercado, em perspectiva ilustrada pela **figura 85**. Em 2011 o montante depositado havia atingido R\$22,16 bilhões, uma marca ainda 2,5% acima do patamar de 2014.

Depósitos de CCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)

FIG. 85

Fonte: CETIP



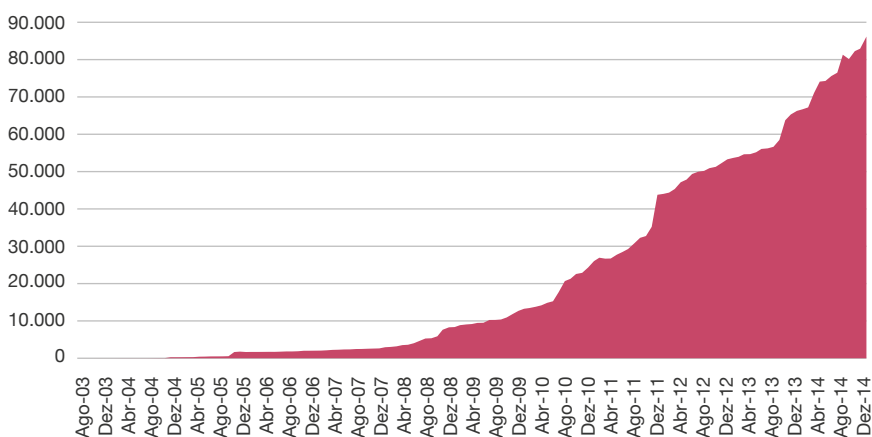
A **figura 86**, ao retratar a evolução do montante em estoque de CCI na CETIP desde agosto de 2003, mostra que este indicador atingiu seu ápice em dezembro de 2014. A marca alcançada nesta data é da ordem de R\$86,17 bilhões, cerca de R\$19,91 bilhões acima do registrado no mesmo mês do ano anterior. A cifra representa montante 30,1% superior aos R\$66,26 bilhões de fins de 2013. Por ser um título de prazo mais longo e por se tratar de um mercado ainda não antigo, a CCI apresenta tendência natural de aumento

de estoque na medida em que haja qualquer volume relevante de depósitos, independentemente de crescimento deste último indicador. O fato de ter ocorrido aumento dos depósitos anuais em 2014 intensificou ainda mais a taxa de crescimento do montante em estoque de CCI.

Estoque de CCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)

FIG. 86

Fonte: CETIP

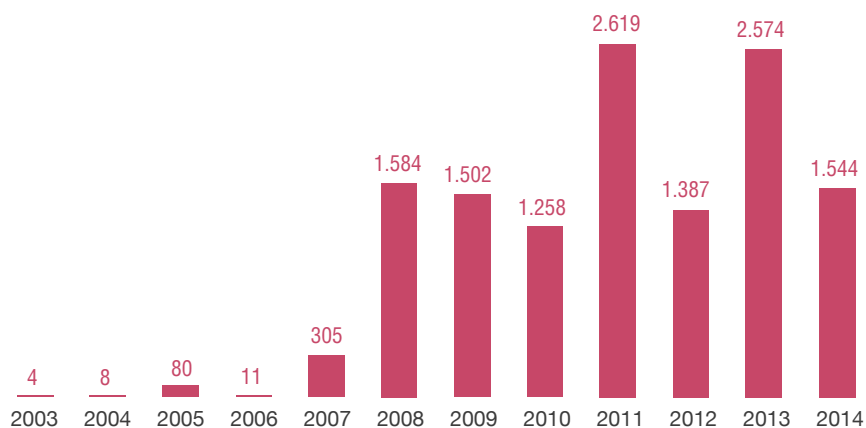


Na tendência oposta dos indicadores citados anteriormente, o montante de negócios com CCI registrados na CETIP apresentou redução em 2014. Neste ano, os negócios com CCI somaram R\$1,54 bilhão, 40,0% inferior à cifra do ano de 2013, período no qual este tipo de montante havia atingido R\$2,57 bilhões. Analisando o desempenho histórico, em relação ao qual a **figura 87** exibe os valores anuais das negociações de CCI registradas na CETIP, nota-se que a trajetória tem sido essencialmente oscilante. Na medida em que não há crescimento consistente deste indicador, não se detecta forte correlação com o comportamento do indicador de depósitos deste ativo naquela câmara.

Negociações de CCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)

FIG. 87

Fonte: CETIP



## Termos e Condições

<u>Descrição</u>	<p>Título representativo de créditos imobiliários. A Cédula de Crédito Imobiliário (CCI) poderá ser integral, quando representar a totalidade do crédito, ou fracionária, quando representar parte dele, não podendo a soma das cédulas fracionárias emitidas em relação a cada crédito exceder o valor total do crédito que elas representam. Cédulas fracionárias poderão ser emitidas de uma só vez, ou ao longo do tempo, desde que o sejam antes do vencimento da obrigação que elas representam.</p> <p>A CCI é um título executivo extrajudicial exigível pelo valor apurado de acordo com as cláusulas e as condições pactuadas no contrato que lhe deu origem.</p>
<u>Emissor</u>	Credor do crédito imobiliário. A emissão e a negociação de CCI independem de autorização do devedor do crédito imobiliário que ela representa.
<u>Lastro</u>	Créditos Imobiliários.
<u>Garantia</u>	Poderá contar com garantia real ou fidejussória. Sendo o crédito imobiliário garantido por garantia real imobiliária, a emissão da cédula deverá ser averbada em registro de imóveis, mencionando-se apenas o número, a série e a instituição custodiante da CCI.
<u>Forma e Registro</u>	Escritural ou cartular. A emissão da cédula sob a forma escritural é feita mediante escritura pública ou instrumento particular, devendo esse instrumento permanecer custodiado em instituição financeira (instituição custodiante) e registrado em sistemas de registro e liquidação financeira de títulos privados autorizados pelo Banco Central do Brasil.
<u>Pagamento</u>	Pagamentos de principal e juros são feitos em parcelas periódicas ou única no vencimento, conforme condições estabelecidas no instrumento que lhe deu origem.
<u>Negociação</u>	Diretamente entre as partes interessadas.
<u>Transferência</u>	<p>Na forma cartular, endosso; na forma escritural, através dos registros das negociações em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil.</p> <p>A cessão do crédito representado por CCI implica automática transmissão das respectivas garantias ao cessionário, sub-rogando-o em todos os direitos representados pela cédula, ficando o cessionário, no caso de contrato de alienação fiduciária, investido na propriedade fiduciária.</p> <p>A cessão de crédito garantido por direito real, quando representado por CCI emitida sob a forma escritural, está dispensada de averbação no registro de imóveis.</p>
<u>Sistema de Registro e Negociação</u>	CETIP e BM&FBOVESPA.
<u>Liquidação Financeira</u>	Por meio do Sistema de Registro ou Negociação, ou conforme as condições estabelecidas no instrumento que formaliza a negociação das CCI.

# 4 *RANKINGS* DE 2014

Este capítulo apresenta uma série de *Rankings* divididos em quatro categorias: Mercado Primário, Mercado Secundário, Entidades Emissoras e Terceiros. Sempre que possível ou apropriado, cada *ranking* é calculado:

- tendo como base montante, em R\$, e número de operações ou de títulos;
- para o ano de 2014 e de forma consolidada;
- mostrando as alterações nas posições comparativamente ao *ranking* do ano anterior.

## MISSÃO E VALORES

Foco, *investor-centered*, independência, dinamismo, inovação, qualidade, eficiência, certificação, *accountability*, proatividade, ética.



Centro Empresarial Barrashopping  
Av. das Américas 4.200, bl. 8 B, sls. 303/304 • Barra da Tijuca • Rio de Janeiro • RJ CEP 22640 102  
Tel. 21 3385.4565 • Fax. 21 3385.4046

[www.pentagonotruster.com.br](http://www.pentagonotruster.com.br)

## INTRODUÇÃO

Elaborados desde 2004 e referência no mercado financeiro, os *Rankings Uqbar* cobrem as emissões e os emissores de títulos de crédito e de cotas de fundos de investimento realizadas nos mercados primários, os negócios registrados com estes instrumentos no mercado secundário e os diversos segmentos de prestadores de serviços para os mercados cobertos pela Uqbar.

Neste Anuário, os mercados abarcados por estes *rankings* são o dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), o dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) dedicados a aquisição de créditos imobiliários, o dos Fundos de Investimento Imobiliário (FII), e, a partir desta edição, o dos Fundos de Investimento em Participações (FIP) que investem em empresas do setor imobiliário.

A edição deste ano traz duas novidades que são resultantes do constante diálogo entre a Uqbar e os participantes do mercado. A primeira, já mencionada brevemente acima, consiste na expansão dos *Rankings Uqbar* para incluir o mercado de FIP. A edição deste ano traz dois *rankings* para este mercado, um na seção Entidades Emissoras, com a classificação dos principais fundos deste segmento, o outro na seção Terceiros, que ordena os administradores por montante de patrimônio líquido dos fundos administrados. A outra novidade é fruto de uma pesquisa realizada ao longo de 2014 junto aos assessores jurídicos atuantes em operações estruturadas. Baseado nesta pesquisa, a Uqbar resolveu alterar o critério de seus *rankings* para estes prestadores de serviços. A partir desta publicação, a Uqbar passa a considerar em seus *rankings* também a assessoria jurídica prestada à instituição que cede seus créditos (Cedentes) às Securitizadoras Imobiliárias. Assim, assessores jurídicos de compradores (Securitizadoras) e vendedores (Cedentes) são igualmente classificados, juntamente com aqueles escritórios que atuam como *deal counsel* ou para o coordenador líder de uma oferta pública de CRI.

Abaixo é apresentada uma análise dos *rankings* resumindo as principais operações e movimentações de posicionamento entre os participantes do mercado em 2014. Os critérios utilizados para ordenação de operações e participantes são apresentados após a apresentação de cada *ranking* ou conjunto deles.

## MERCADO PRIMÁRIO

### CRI

O montante de CRI emitidos em 2014 cresceu 1,5% na comparação com o ano anterior, chegando à marca dos R\$16,89 bilhões, ante os R\$16,64 bilhões de 2013. Em termos de número de operações, o crescimento foi mais significativo, 15,9%. No ano foram realizadas 141 operações, contra 126 em

2013. O total de operações realizadas em 2014 só fica atrás daquele auferido em 2011, quando 149 operações saíram do papel.

Assim como em 2013, o último ano caracterizou-se por grandes emissões individuais. Destacam-se aqui as três maiores ocorridas em 2014, todas com montante emitido superior a R\$1,00 bilhão, que representaram 33,0% do total emitido no ano. Este nível de concentração, apesar de alto, representa uma pequena melhora quando comparado ao do ano anterior, 38,5%. A mesma conclusão é obtida quando a análise é ampliada para as dez maiores emissões do ano: 48,9% em 2014 contra 56,6% de 2013.

As duas maiores emissões de CRI do ano foram realizadas no primeiro trimestre do ano pela Cibrasec e contam com estruturas similares. Ambas são séries únicas, têm datas de vencimento no primeiro trimestre de 2031, saldos corrigidos pela Taxa Referencial (TR), possuem taxa de juros de 9,5% a.a. e têm a Petrobras como devedora dos seus lastros: Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) representativas de Cédulas de Crédito Bancário (CCB) emitidas pela petrolífera em favor do Banco Bradesco. Estes financiamentos, agora transformados em títulos de securitização imobiliária, foram concedidos pelo banco para reembolso de gastos e despesas relacionadas à construção de dois importantes projetos da Petrobras: o complexo petroquímico do Rio de Janeiro, Comperj, em construção no município de Itaboraí-RJ, (R\$2,35 bilhões); e a Refinaria Abreu e Lima, em Ipojuca, na região metropolitana de Recife-PE (R\$1,65 bilhão). Os títulos emitidos pelas securitizadora foram ofertados de acordo às regras da Instrução CVM nº 476 (ICVM 476). A Uqbar não encontrou informações no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre a quantidade ou perfil dos investidores destes títulos, porém, sabe-se que estes devem ser restritos a 20 investidores, de acordo com a norma vigente à época da emissão dos títulos.

O terceiro maior CRI de 2014 foi emitido pela RB Capital Companhia de Securitização, R\$1,58 bilhão. Título de classe sênior com vencimento programado para julho de 2028, paga juros de 6,38% a.a. e tem saldo devedor corrigido pela TR. O título faz parte de uma operação, que conta com um CRI de classe subordinada no valor de R\$210,8 milhões, que tem como lastro uma carteira de contratos de financiamento destinados à aquisição de imóvel residencial, concedidos pela Caixa Econômica Federal (Caixa) com recursos do SBPE. O CRI em questão teve como investidor o FGTS.

A trinca de maiores títulos do ano se destaca também dentro de um contexto histórico que considera todas as emissões de CRI realizadas desde 1999. As emissões da Cibrasec são, respectivamente, a segunda (Comperj) e sexta (Abreu Lima) maiores emissões já realizadas no mercado de CRI. Por sua vez, a operação da RB Capital Companhia de Securitização fica com a sétima posição.

O maior CRI já emitido permanece sendo da Ápice (1ª Emissão/17ª série). Com valor de face na emissão de R\$3,29 bilhões, o CRI em questão é de classe subordinada e faz parte de uma operação lastreada em contratos de financiamento imobiliário concedidos pelo Itaú Unibanco a pessoas físicas. A operação, realizada em 2013, conta também com CRI de classe sênior (1ª/18ª) no valor de R\$1,09 bilhão. Os títulos de classe sênior foram distribuídos publicamente de acordo com a Instrução CVM nº 400, enquanto que o CRI que lidera o *ranking* consolidado de maiores emissões no mercado nacional foi adquirido pelo originador e cedentes dos créditos, o Itaú Unibanco.

Vale ainda destacar que outra emissão realizada em 2014 também figura entre as dez maiores da história deste mercado. Emitido pela Barigui, o quarto maior título do ano é de classe única, tem vencimento em junho de 2029, paga juros de 9,0% a.a. e tem seu saldo corrigido pela TR. O valor de face na emissão, R\$890,8 milhões, faz dele o décimo maior CRI já emitido no país. Seu lastro corresponde a um financiamento concedido pelo Itaú Unibanco à LPP III Empreendimentos e Participações, subsidiária da Global Logistic Properties, para a aquisição de imóveis de propriedade da BR Properties.

### Securizadoras Imobiliárias

O ano de 2014 apresentou mudanças importantes nos *rankings* anuais de Securizadoras Imobiliárias. Para começar, Cibrasec e Barigui, líderes em 2014 por montante emitido e número de operações respectivamente, não estavam entre os três primeiros colocados destes *rankings* no ano anterior.

As grandes emissões registradas no ano foram fundamentais para as três posições de liderança do *ranking* anual por montante emitido. Enquanto que as duas operações que têm a Petrobras como devedora de seus lastros contribuíram fortemente para a Cibrasec ascender a uma posição não alcançada por ela desde 2008, a operação da Barigui contribuiu para catapultá-la da 17ª posição em 2013 para a terceira posição neste *ranking* em 2014. Já a RB Capital, historicamente presente entre as cinco maiores Securizadoras Imobiliárias por montante emitido, com a contribuição da emissão anteriormente citada, subiu duas posições no *ranking*, alcançando a segunda colocação, registrando um aumento de aproximadamente 75,0% no seu montante emitido no ano, de R\$1,76 bilhão em 2013 para R\$3,08 bilhões. As movimentações nas primeiras colocações, no entanto, não alteraram significativamente o nível de concentração de mercado no topo. As três primeiras colocadas (Top 3) foram responsáveis por 66,9% do total realizado em 2014, nível levemente inferior àquele de 2013, 68,0%.

Em termos de números de operações, as mudanças nas primeiras posições foram menores. Ápice e RB Capital, presentes também no Top 3 em 2013, trocaram de posições em 2014 ficando, respectivamente, com a

segunda e terceira posições. A exceção fica para a já citada posição de liderança alcançada pela Barigui, com 23 operações, após ter ficado na décima sétima posição (uma operação) em 2013, ano em que começou suas atividades.

As mudanças de posições e o aumento do número de Securitizadoras Imobiliárias – 21 companhias emitiram CRI em 2014 contra 17 no ano anterior – apontam para um mercado mais competitivo. Duas securitizadoras novas, Ápice e Barigui, que iniciaram atividades em 2013, dividem agora posições de liderança que há anos eram dominadas por Brazilian Securities, Cibrasec, RB Capital e, mais recentemente, Gaia. Esta maior competitividade também se reflete nas participações, tomando como base o montante emitido, dos grupos de maiores emissores. Além da já citada redução da participação do grupo das Top 3, as participações de mercado para os grupos dos cinco e dez maiores emissores, Top 5 e Top 10 respectivamente, apresentaram também pequenas melhoras, de 89,0% em 2013 para 81,0% ano passado, para o Top 5; e de 97,0% em 2013 para 95,0% em 2014, para o Top 10.

O bom desempenho recente de Ápice e Barigui, no entanto, não chega a ameaçar as donas históricas das quatro primeiras posições de liderança nos *rankings* consolidados, aqueles que contabilizam todas as operações de CRI emitidas desde 1999. Enquanto o *ranking* consolidado por montante emitido no final de 2014 mostra que Brazilian Securities, Cibrasec, Gaia e RB Capital trocaram de posições entre elas durante o ano, as posições destas empresas permanecem inalteradas quando o critério é número de operações, conservando-se as mesmas observadas em 2013.

### **Cotas de FIDC Imobiliário**

Os FIDC que compram créditos imobiliários, os ditos FIDC Imobiliários, emitiram cotas em um total de R\$142,1 milhões em 2014. Oito FIDC foram responsáveis por este montante emitido, o qual representou um crescimento de 40,1% em comparação ao ano anterior, quando foram emitidos R\$101,4 milhões por seis fundos. A maior emissão do último ano foi a do FIDC Caixa RB Capital Habitação, R\$100,0 milhões. Do conjunto de fundos que emitiu em 2014, dois realizaram suas primeiras captações no ano: o FIDC BRZ Créditos Imobiliários, que captou R\$22,0 milhões, e o FIDC STF, que captou R\$8,7 milhões. Os três referidos FIDC Imobiliários foram os que mais emitiram no último ano.

Com a emissão de R\$100,0 milhões, o FIDC Caixa RB Capital Habitação manteve sua posição de liderança no *ranking* consolidado de emissões, que considera todas as emissões feitas por estes fundos desde 2001. O FIDC em questão investe em contratos de financiamento concedidos para empresas incorporadoras ou Sociedades de Propósito Específico para a construção de empreendimentos imobiliários residenciais e tem como investidor o FGTS.

Com a emissão realizada em 2014 o fundo encerra seu ciclo de captações, que teve início em dezembro de 2009 (R\$200,0 milhões) e contou ainda com uma capitalização (R\$150,0 milhões) em 2012.

As emissões do FIDC BRZ Créditos Imobiliários e do FIDC STF não são representativas no contexto histórico, ocuparam a décima segunda e décima sétima posições, respectivamente. Porém, o primeiro fundo apresenta uma interessante conexão com outro mercado coberto neste Anuário, o de CRI. O FIDC, que leva o nome de seu gestor na sua denominação, investiu em um CRI emitido pela Gaia.

### **Cotas de FII**

O ano passado configurou-se um ano difícil para novas emissões de FII. Comparativamente a 2013 houve queda de 39,6% no total emitido por toda a indústria de FII e, em relação a apenas as emissões dos fundos listados para negociação na BM&FBOVESPA, o quadro se mostrou ainda mais crítico, com queda de 89,3%. No cômputo geral de todas as emissões de cotas de FII realizadas no ano passado, anota-se a cifra de R\$6,69 bilhões, sendo que somente R\$717,5 milhões foram referentes às emissões dos fundos negociados na bolsa de valores.

A maior emissão de cotas de um fundo listado em 2014 foi a do FII CENESP, no valor de R\$97,4 milhões. O fundo possui 25,0% do empreendimento denominado Centro Empresarial São Paulo (CENESP), localizado na Cidade de São Paulo. Contudo, quando se considera todos os FII, e não somente os listados, esta emissão sequer figura entre as dez maiores ocorridas no último ano.

A maior emissão de 2014, considerando todo o universo dos FII, foi a realizada pelo FII Votorantim Securities no valor de R\$1,01 bilhão, equivalendo a 15,0% do total. Além deste fundo, outros dois realizaram emissões acima de R\$750,0 milhões em 2014: o FII Votorantim Securities II, que, assim como o FII Votorantim Securities, investe predominantemente em uma carteira diversificada de CRI, e o Brisa Renda Imobiliária que investe, direta ou indiretamente, nos empreendimentos imobiliários comerciais listados no regulamento do fundo. O recorde histórico de maior emissão permanece com o FII Porto Maravilha, que em 2011 emitiu cotas em montante equivalente a R\$3,50 bilhões.

### **MERCADO SECUNDÁRIO**

Para os *rankings* de negociações de CRI e de cotas de FIDC com lastro imobiliário, foram considerados tanto os negócios registrados na CETIP como os realizados na BM&FBOVESPA. Embora denominado Mercado Secundário,

vale ressaltar que grande parte dos negócios de CRI registrados na CETIP, por suas características, estão mais vinculados ao mercado primário do que ao secundário. A seu turno, para os *rankings* de cotas FII foram considerados unicamente os negócios realizados na BM&FBOVESPA.

## CRI

As negociações de CRI atingiram, em 2014, seu maior volume anual no registro histórico. Em termos totais, o montante de negócios registrados na CETIP e realizados na BM&FBOVESPA no último ano aproximou-se da marca dos R\$25,00 bilhões, denotando crescimento de quase 30,0% frente ao volume de 2013, quando o montante negociado havia alcançado R\$19,31 bilhões. Em paralelo, o número de negócios fechou 2014 estabelecendo o recorde anual de 4.919, crescimento de 44,4% em relação à cifra de 2013, de 3.406 negócios, embora naquele ano houvesse sido verificado um recuo em relação ao anterior.

Números totais à parte, é importante que se qualifique o caráter “secundário” destas negociações. A maior parte desse montante negociado ocorreu em um período de até 30 dias após a emissão dos títulos, o que significa que estes negócios, provavelmente, estão vinculados ao processo de registro desses títulos na CETIP. Quanto mais distantes do momento de suas respectivas emissões, mais as transações dos títulos estão associadas com um mercado secundário genuíno. Vale lembrar que existem exceções em ambos os casos.

Entre os CRI com maior volume negociado em 2014 estão títulos cujos negócios seguramente não estão ligados ao mercado secundário, pois foram anotados em apenas uma transação que ocorreu em até 30 dias após a emissão. Em ordem, a 232ª e a 234ª séries da segunda emissão da Cibrasec registraram, respectivamente, R\$2,35 bilhões e R\$1,65 bilhão transacionados. Na sequência, a 110ª série da primeira emissão da RB Capital Companhia de Securitização registrou R\$1,53 bilhão e a 3ª série da primeira emissão da Barigui registrou R\$890,8 milhões. O quinto título com maior montante negociado foi a 6ª série da segunda emissão da Gaia, sendo que todo o respectivo volume transacionado deve estar de fato associado a um mercado secundário legítimo, já que foram 361 negócios registrados, todos após 180 dias a partir da data de emissão, somando R\$730,2 milhões.

Em termos de número de negócios, a 6ª série da segunda emissão da Gaia também se destacou. Os 361 negócios registrados em 2014 fizeram este título ocupar a liderança do *ranking*, com participação de 7,3% do total. A 1ª série da terceira emissão da Brazil Realty ocupou a segunda posição, com 192 negócios (3,9%), e a 330ª série da primeira emissão da Brazilian Securities ocupou a terceira posição, com 157 negócios (3,2%). Para efeitos comparativos, nove títulos registraram mais de 100 negócios em 2014, número que se confronta com os apenas três referentes a 2013.

### Cotas de FIDC Imobiliário

No mercado secundário de cotas de FIDC com lastro imobiliário foram realizados apenas 20 negócios em 2014, que somaram R\$5,2 milhões. Desses negócios, 16 foram referentes às cotas de classe mezanino A do FIDC Empírica Domus Platinum Imobiliário e quatro foram referentes às cotas de classe mezanino B do FIDC Empírica Domus Platinum Imobiliário. Dessa forma, estas cotas passaram a ocupar as posições sétima e nona no *ranking* consolidado por montante negociado, respectivamente, e as posições quarta e oitava no *ranking* consolidado por número de negócios.

### Cotas de FII

Dependendo do critério de liquidez utilizado, o desempenho do mercado secundário de cotas de FII ao longo de 2014 caminhou em direções opostas em comparação com o ocorrido em 2013. Ainda no primeiro semestre de 2013, o mercado de FII vinha produzindo números recordes de liquidez. Porém, a partir do segundo semestre daquele ano, a liquidez do mercado secundário, principalmente quando mensurada pelo critério de montante negociado, passou a sentir o impacto crescente da política monetária restritiva em pleno curso então, se reduzindo. Entretanto, este indicador logo se estabilizou em base mensal, mas em patamar bem abaixo do nível exuberante alcançado no primeiro semestre de 2013. Em termos de número de negócios, a liquidez de mercado cedeu muito menos no início do segundo semestre de 2013 e retomou tendência moderada de crescimento ao longo de 2014. Em bases anuais, o montante negociado na BM&FBOVESPA decresceu 34,9% de 2013 para 2014 e o número de negócios cresceu 18,8%.

Revezando-se diariamente ao longo do ano como as cotas mais negociadas do mercado, era patente que as cotas do FII BTG Pactual Corporate Office Fund (BRCR11), do FII BB Progressivo II (BBPO11) e do FII Kinea Renda Imobiliária (KNRI11) ocupariam as primeiras colocações dos *rankings*. Exatamente nesta ordem elas se posicionaram nos dois *rankings* de liquidez de cotas de FII. O BRCR11, fundo que tem uma gestão ativa de sua carteira e objetiva principalmente investimentos em lajes corporativas, movimentou ao longo de 2014 R\$862,3 milhões (16,9%) em 292.795 negócios (30,5%) com suas cotas. Por sua vez, O BBPO11, fundo que possui diversas agências bancárias locadas para o Banco do Brasil em sua carteira, movimentou ao longo de 2014 R\$631,1 milhões (12,4%) em 115.215 negócios (12,0%) com suas cotas. Por fim, o KNRI11, fundo que investe seus recursos preferencialmente em empreendimentos corporativos e centros logísticos, movimentou ao longo de 2014 R\$468,8 milhões (9,2%) em 64.365 negócios (6,7%) com suas cotas.

Passando agora para a análise da rentabilidade das cotas de FII em 2014, é importante clarear os indicadores acompanhados neste Anuário. O

primeiro indicador é Variação de Preço, o qual considera apenas a variação de preço das negociações realizadas no mercado secundário com cada cota de FII, excluindo as que foram amortizadas no período e desconsiderando as distribuições de rendimentos. Na sequência, passa-se para o estudo do *Dividend Yield*, que é a divisão entre o total de rendimentos distribuídos pela cota e o preço da mesma no mercado secundário. Aqui são utilizados dois indicadores: o *Dividend Yield* Realizado, que considera o preço no início do período, e o *Dividend Yield* Esperado, que considera o preço no final do período. O último e mais completo indicador de rentabilidade utilizado é a Taxa Interna de Retorno (TIR), ou Rentabilidade Efetiva. Neste caso, consideram-se os fluxos de distribuição e amortização e a variação de preço da cota no mercado secundário.

De modo geral, o desempenho da rentabilidade das cotas de FII em 2014 sofreu influência principal de três fatores: movimentos na curva de juros da economia, baixo crescimento econômico e elevação do nível de vacância dos imóveis comerciais.

Em 2014, os preços das cotas de FII negociadas na BM&FBOVESPA encerraram o ano com queda média de 11,1%. Das 68 cotas consideradas para o cálculo da variação anual de preços, de acordo com o critério do *ranking*, 13 apresentaram valorização no período e 55 se desvalorizaram. No *ranking* por variação de preço de 2014, no qual são apresentadas as dez maiores valorizações do ano, vale notar que nove das cotas deste conjunto haviam tido desvalorização de mais de 10,0% em 2013. O outro fundo, a seu turno, não havia marcado presença no *ranking* de 2013 pois, efetivamente, só começou a ser negociado em meados daquele ano. O BB Renda de Papéis Imobiliários (RNDP11) foi o que mais rendeu pelo critério da variação de preço. A cota do fundo valorizou-se 12,7% no ano, ante a desvalorização de 13,1% que havia ocorrido em 2013. A cota do fundo subiu de preço fortemente no primeiro trimestre, mais especificamente no mês de fevereiro, quando se valorizou 6,5%. Este fundo investe preponderantemente em CRI e apresenta liquidez relativamente baixa de seus títulos no mercado secundário. A valorização do RNDP11 destoa dos demais fundos, uma vez que a segunda maior valorização foi a da cota do FII Shopping Pátio Higienópolis (SHPH11), fundo que é proprietário de 25,0% do Shopping Pátio Higienópolis, localizado na Cidade de São Paulo, que alcançou 6,9%.

O mesmo RNDP11 foi considerado também o fundo mais rentável (12,6%) ao se observar o indicador de *Dividend Yield* Realizado. Como tal indicador considera o preço no início do período, ou seja, final de 2013, o resultado pode ter sido alcançado em função de um baixo valor de preço da cota, uma vez que esta havia sofrido grande perda ao longo de 2013, fechando aquele ano com seu preço no mercado secundário equivalendo a 81,9% de

seu valor patrimonial. A média de *dividend yield* realizado dos 72 fundos deste *ranking* foi de 9,3% em 2014. Para efeitos comparativos, a taxa DI rendeu 10,8% no mesmo período, ou 9,2% ao se descontar 15,0% de imposto de renda.

Mudando o foco para o indicador *Dividend Yield* Estimado, o qual considera o preço da cota no final do período, computa-se a média de 10,7% de rentabilidade indicada no final de 2014 para os 76 fundos do *ranking*. Número que, em função da queda verificada dos preços ao longo do último ano, é naturalmente superior à média do *dividend yield* realizado. Os primeiros colocados deste *ranking* são fundos que notadamente passaram por problemas ao longo do ano e, conseqüentemente, sofreram queda de seu valor no mercado secundário. Apenas para citar alguns exemplos, o FII CEO Cyrela Commercial Properties (CEOC11B) e o FII Presidente Vargas (PRSV11), com variações negativas de seus títulos em 2014 de 45,5% e de 40,5%, respectivamente, passaram esses 12 meses enfrentando a falta de locatários em seus imóveis. Conseqüentemente, as cotas destes dois fundos foram as que indicavam os maiores *dividend yield* estimados no final de 2014: 20,8% para o CEOC11B e 16,5% para o PRSV11.

A carteira do CEOC11B é composta por andares do empreendimento Edifício Corporate Executive Offices (CEO), no Rio de Janeiro. Além disso, o fundo conta com uma Renda Mínima Garantida (RMG), desde o período de obras até junho de 2015, de 9,0% a.a. sobre o valor da oferta (R\$100,00). Porém, mesmo após o encerramento das obras, o fundo ainda busca locatários para os espaços, apresentando vacância atual de 100,0%. Por sua vez, o PRSV11, que investe em dois imóveis comerciais no Centro do Rio de Janeiro, sofre com a saída parcial de um dos inquilinos e a iminente saída de outro.

A rentabilidade efetiva média de cotas de FII negociadas na BM&FBOVESPA não alcançou o terreno positivo em 2014. A média para os 73 FII que atenderam os critérios do *ranking* foi de 1,8% negativo. Foram 33 rentabilidades efetivas individuais positivas e 40 negativas. Já o índice setorial do mercado secundário de cotas de FII negociadas no âmbito da BM&FBOVESPA, o IFIX, perdeu 2,8% do seu valor ao longo de 2014, tendo iniciado o ano valendo 1.375 e terminando o mesmo em 1.337.

O líder do *ranking* de rentabilidade efetiva em 2014, cuja cota rendeu 26,9%, foi o RNDP11, assim como em outros *rankings* discutidos anteriormente. Os segundo e terceiro colocados foram os títulos sênior, que vêm sendo amortizados e possuem rentabilidade-alvo, do FII RB Capital Prime Realty II (RBPD11) e do RB Capital Prime Realty I (RBPR11), respectivamente, fundos de empreendimentos imobiliários residenciais e, como o RNDP11, de liquidez reduzida, que obtiveram retorno de 19,0% e 16,9%.

Sem contar com novas captações em 2014 e apesar da desvalorização de 21,0% de suas cotas, o BRCR11 se manteve como o maior FII pelo critério da capitalização de mercado. Vale salientar que este *ranking* não considera os fundos com baixa liquidez. O BRCR11 fechou 2014 com capitalização de mercado de R\$2,02 bilhões, equivalente a 9,9% do valor de mercado de todo o segmento. No final de 2013, cinco fundos haviam registrado capitalização de mercado acima de R\$1,00 bilhão, porém, este número reduziu-se para três ao final de 2014. BBPO11 e KNRI11, com capitalizações de R\$1,61 bilhão (7,9%) e R\$1,44 bilhão (7,1%), respectivamente, são os fundos que permaneceram neste conjunto. Por outro lado, o FII Opportunity (FTCE11B) e o FII CSHG Real Estate (HGRE11), fundos que investem preponderantemente em um conjunto variado de escritórios, saíram da lista. No caso do FTCE11B, sua baixa liquidez (nenhuma transação realizada com suas cotas no segundo semestre de 2014) foi o fator que o excluiu do *ranking*; e, no caso do HGRE11, sua desvalorização de 14,9% em 2014 fez com que sua capitalização fechasse o último ano em R\$886,8 milhões.

No *ranking* de *float*, a primeira colocação ficou com a cota do FII Brasil Plural Absoluto Fundo de Fundos (BPFF11), e a segunda colocação com a cota do FII XP Gaia Lote I (XPGA11). O BPFF11, que registrou *float* de 81,4% em 2014, aloca a maioria de seu patrimônio para investimentos diversificados em cotas de outros FII. Já o XPGA11, que registrou *float* de 73,4% em 2014, aplica seus recursos predominantemente na aquisição de CRI lastreados por financiamentos de loteamentos.

O indicador de capitalização de mercado sobre patrimônio líquido do mercado de FII, ou em outras palavras, valor de mercado sobre valor patrimonial, encerrou dezembro de 2014 com média de 82,8% para as 83 cotas de FII presentes no *ranking*. Destas, 15 cotas possuem valor de mercado superior ao valor patrimonial e 68 cotas possuem o valor de mercado inferior ao valor patrimonial. Neste *ranking*, as três primeiras colocadas foram a cota sênior do FII RB Capital Prime Realty I (145,0%), seguida pelas cotas do FII GWI Renda Imobiliária (134,2%) e do FII Edifício Almirante Barroso (111,1%). O FII GWI Renda Imobiliária investe em empreendimentos imobiliários comerciais e o FII Edifício Almirante Barroso possui 100,0% de um imóvel localizado no Rio de Janeiro, que abriga escritórios administrativos da Caixa, além de duas agências bancárias.

## ENTIDADES EMISSORAS

### Securizadoras Imobiliárias

De acordo com o levantamento feito pela Uqbar junto às securitizadoras e aos agentes fiduciários, o saldo consolidado devedor a vencer dos CRI cresceu R\$11,29 bilhões entre 2013 e 2014, número que se compara com os R\$16,89 bilhões de CRI emitidos em 2014. Tal incremento no valor do saldo devedor a vencer, que representa uma variação positiva anual de 24,3%, fez com que este montante em estoque de CRI alcançasse o recorde histórico de fechamento de ano de R\$57,69 bilhões em dezembro de 2014.

No *ranking* das Securizadoras Imobiliárias por saldo devedor a vencer dos CRI houve somente uma mudança de posição no último ano entre os cinco primeiros colocados. A Gaia, outrora terceira colocada, perdeu o posto para a Cibrasec. Destaque para a Barigui que foi a companhia que mais ganhou posições nesse *ranking*, passando da 22ª colocação em 2013 para a sexta em 2014. Dessa forma, a classificação das securitizadoras ao final de 2014 ficou da seguinte forma: RB Capital em primeiro com saldo devedor de R\$13,57 bilhões, ou 23,5% do total; Brazilian Securities em segundo com saldo devedor de R\$10,09 bilhões, ou 17,5%; Cibrasec em terceiro com saldo devedor de R\$9,93 bilhões, ou 17,2 %; Gaia em quarto com saldo devedor de R\$6,83 bilhões, ou 11,8%; Ápice em quinto com saldo devedor de R\$5,74 bilhões, ou 9,9%; e Barigui em sexto com saldo devedor de R\$3,04 bilhões, ou 5,3%.

No *ranking* de número de operações a vencer não houve alteração entre as cinco líderes: Brazilian Securities com 167 operações, ou 25,3% do total, Cibrasec com 116 operações, ou 17,5%, RB Capital com 97 operações, ou 14,7%, Gaia com 77 operações, ou 11,6%, e Ápice com 34 operações, ou 5,1%. Assim como no *ranking* de montante de CRI a vencer, a Barigui também passou a ocupar a sexta posição, com 24 operações, ou 3,6%.

### FIDC Imobiliário

O FIDC Caixa RB Capital Habitação segue sendo o maior FIDC Imobiliário pelo critério do Patrimônio Líquido (PL). O fundo, que possuía PL de R\$436,5 milhões no final de 2013, cresceu para R\$582,2 milhões (41,4% do total) em 2014. Na sequência aparecem o FIDC Polo Multisetorial NP, que também teve incremento em seu PL passando de R\$276,4 milhões em 2013 para R\$489,7 milhões em 2014 (34,8%), e o FIDC GP Aetatis II Imobiliários, que viu expandido o seu PL de R\$103,7 milhões para R\$110,3 milhões (7,8%) no mesmo período. O FIDC Greenville, que em 2013 havia ocupado a terceira posição, com PL de R\$117,6 milhões, teve suas cotas sênior totalmente amortizadas, de forma que ao fim de 2014 possuía apenas cotas subordinadas em circulação, que possuíam PL de R\$1,8 milhão (0,1%).

## FIP Imobiliário

Como já mencionado neste Anuário, a partir desta edição a Uqbar passa a cobrir, de forma ainda bastante introdutória, o mercado de Fundos de Investimento em Participações que investem majoritariamente em empresas do setor imobiliário. O PL consolidado dos FIP Imobiliários encerrou 2014 em R\$19,41 bilhões, dividido entre 121 fundos, sendo que destes, quatro superaram o limiar de R\$1,00 bilhão. Dentre estes fundos bilionários, três só não possuem a mesma grafia pois há uma designação numérica em dois deles. Os FIP LPP Investimentos, FIP LPP Investimentos II e FIP LPP Investimentos III são administrados pela Votorantim Asset Management DTVM e possuem, cada um, acima de 95,0% de seu PL alocado em ações de empresas homônimas ao fundo. O outro fundo, administrado pela Caixa, é o FIP OAS Empreendimentos, que tem 99,9%<sup>1</sup> de seu PL representado por ações ordinárias da empresa homônima.

Ao final de 2014, o maior desses fundos era o FIP LPP Investimentos III, com PL de R\$1,52 bilhão, ou 7,8%, seguido pelo FIP OAS Empreendimento, com PL de R\$1,45 bilhão, ou 7,5%, o FIP LPP Investimentos II, com PL de R\$1,29 bilhão, ou 6,6% e o FIP LPP Investimentos, com PL de R\$1,13 bilhão, ou 5,8%.

## TERCEIROS

### Administradores

No mercado de administradores de FII, a BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM segue na liderança dos quatro *rankings* elaborados para este tipo de prestador de serviço. Ao final de 2014, a BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM administrava 23 fundos (27,7%) negociados na BM&FBOVESPA, os quais totalizavam capitalização de mercado de R\$6,55 bilhões (32,2%). Ao olhar para toda a indústria, suas participações diminuem um pouco quando comparadas com as auferidas dentre os fundos listados: 20,5% (51) da quantidade de fundos em operação e 31,3% do PL (R\$17,64 bilhões).

Os quatro *rankings* de administradores de FII foram marcados por alterações mínimas nas posições dos dez maiores participantes, com duas exceções que merecem nota. A Rio Bravo Investimentos DTVM galgou três posições, entre 2013 e 2014, no *ranking* pelo critério de montante de capitalização de mercado, passando de R\$1,68 bilhão (6,9%) no primeiro ano para R\$2,27 bilhões (11,1%) no ano seguinte. A explicação para o salto de

<sup>1</sup> Informação referente a junho de 2014, pois até a data de publicação deste Anuário o Demonstrativo de Composição e Diversificação das Aplicações referente ao mês de dezembro de 2014 encontrava-se, por solicitação do administrador do fundo, omitida ao público em geral.

posições se encontra na contabilização dos R\$618,9 milhões referentes ao PL do FII Grand Plaza Shopping, fundo que não fora considerado em 2013 por não ter atendido critérios de liquidez mínima. A BRL Trust DTVM, por sua vez, galgou seis colocações, terminando 2014, ao se considerar toda a indústria, em segundo lugar no *ranking* por número de fundos em operação. No fim de 2013 a companhia administrava nove (4,1%) fundos, mas fechou o último ano com 27 (10,8%) FII sob sua administração. Este incremento de 18 fundos no período de 12 meses é referente a novos fundos que entraram em operação.

No mercado de administradores de FIP dedicados a investimentos em empresas do setor imobiliário, em termos de montante de PL, a Votorantim Asset Management DTVM possui participação de 21,1%, liderando o *ranking* com PL de R\$4,10 bilhões no final de 2014, divididos entre oito fundos (6,6%). Esta liderança ocorreu em função de a Votorantim Asset Management DTVM ser, ao final do último ano, a administradora de três dos quatro maiores FIP Imobiliários em funcionamento, os quais equivalem a 96,1% de todo o PL deste tipo de fundo sob a administração da companhia. Ainda neste *ranking*, outros dois administradores possuíam PL acima de R\$2,00 bilhões e participação acima de 10,0%. A Pátria Investimentos terminou 2014 administrando cinco fundos (4,1%) que detinham PL de R\$2,44 bilhões (12,6%), e a Santander Securities Services Brasil DTVM, a seu turno, com oito fundos (6,6%) sob sua administração e R\$2,15 bilhões (11,1%) de PL consolidado.

Em termos da quantidade de FIP Imobiliários, a BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM administrava quase um quarto dos fundos em operação em dezembro de 2014. Vinte e nove dos 121 fundos eram administrados pela empresa e totalizavam PL de R\$546,2 milhões (2,8%). Para efeitos comparativos, o segundo colocado deste *ranking*, a BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM, possuía apenas nove fundos (7,4%).

### Advogados

Devido à mudança de critério realizada para esta edição do Anuário, os *rankings* de advogados de operações de CRI apresentados a seguir não contam com a tradicional comparação de posições em relação ao ano anterior. Apesar disso, neste texto são mencionados alguns dados históricos deste segmento do mercado.

O ano de 2013 ficou marcado por um fato inédito: pela primeira vez desde 2007 a liderança de um *ranking* de advogados de CRI não ficou com o PMKA Advogados. Naquele ano o escritório Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados ficou com o posto de número 1 no *ranking* por montante emitido de CRI pela ínfima diferença de 0,1%. Entretanto, em 2014 o PMKA Advogados retomou a habitual supremacia. As lideranças por montante emitido e número de operações foram conquistadas sem emoção ou ameaça.

No último ano, o escritório PMKA Advogados assessorou 33 operações, o equivalente a uma participação de mercado de 30,0%, que somaram R\$8,47 bilhões, equivalente à fatia de 59,7% do mercado. Para efeitos comparativos, a participação do segundo colocado em ambos os *rankings* girou em torno dos 10,0%.

Apesar da mudança de critério nos *rankings* de advogados de operações de CRI, a participação do PMKA Advogados não é motivada por essa circunstância. Muito pelo contrário, das 33 operações assessoradas pelo escritório, apenas uma foi prestada ao cedente da operação. As demais já seriam consideradas se a Uqbar mantivesse o critério utilizado até a edição passada deste compêndio.

Ao assegurar a segunda posição nos dois *rankings* de advogados de operações de CRI, o escritório Pinheiro Guimarães Advogados obteve seu melhor desempenho, superando, assim, o ano de 2012, quando o escritório havia alcançado os segundo e terceiro lugares. No total, dez operações (9,1%), somando R\$1,66 bilhão (11,7%), contaram com os serviços de cunho jurídico do Pinheiro Guimarães Advogados. Destas, em apenas uma o escritório assessorou o cedente da operação.

Ainda em relação ao mercado de CRI, três escritórios de advogados se permutaram da terceira a quinta posições entre os *rankings* por montante emitido e número de operações. O Machado, Meyer, Sendacz e Ópice Advogados prestou assessoria para sete operações (6,4%) em volume total de R\$811,5 milhões (5,7%). Por sua vez, o escritório Souza, Cescon, Barriue & Flesch Advogados assessorou oito operações (7,3%) que somaram R\$653,5 milhões (4,6%). Finalmente, o Negrão, Ferrari & Bumlai Chodraui Advogados foi mandatado em oito operações (7,3%) que totalizaram R\$398,4 milhões (2,8%).

Historicamente marcado pela elevada concorrência, o mercado de assessores jurídicos para operações de CRI voltou a provar que é, senão o mais, um dos mais concorridos. Apesar dos destoantes números conquistados pelo líder em relação aos demais participantes, a quantidade de prestadores de serviços cresce ano após ano: 14 participantes em 2012; vinte em 2013; e 26 em 2014. Mesmo com a alteração realizada no critério, a comparação é válida, pois nenhum dos 26 escritórios de advogados atuou unicamente para a cedente dos créditos.

Entre os assessores jurídicos que prestaram serviços para os FII listados que emitiram cotas em 2014, o Felsberg Advogados ficou na liderança pelo critério do montante emitido em função da assessoria prestada ao FII CENESP, o fundo listado que mais captou em 2014 (R\$97,4 milhões ou 25,6% de participação no *ranking*). Já o PMKA Advogados Associados conservou mais uma vez a liderança no *ranking* por número de operações com um terço de participação de mercado (quatro operações).

## Agências de Classificação de Risco

A Fitch, agência que tem sido a líder histórica em número de classificações de CRI, deteve a mesma posição nos *rankings* de atribuições destes títulos em 2014. Sua liderança se mantém tanto para o *ranking* cujo critério é o número de títulos quanto para aquele em termos do montante classificado, sejam eles anuais ou consolidados (classificações feitas desde 1999). No último ano, a agência atribuiu classificações para 17 CRI que perfizeram montante de R\$2,42 bilhões. Com efeito, em relação ao total classificado no ano, a Fitch auferiu participação de 35,4% e 67,5% nos respectivos *rankings*.

No entanto, vale ressaltar que, comparativamente ao resultado obtido em 2013, apesar de ter aumentado sua participação no *ranking* por montante classificado, de 57,9% em 2013 para 67,5% em 2014, a agência perdeu participação de mercado no *ranking* por número de títulos classificados, passando de 40,3% para 35,4%. Esta redução na participação ocorreu em consequência do aumento das participações das agências Liberum (29,2%) e LF (18,8%).

A Liberum ocupou a segunda posição nos dois *rankings* anuais. Seu melhor desempenho foi no *ranking* por número de títulos classificados, no qual se aproximou bastante da liderança. Foram 14 atribuições realizadas que totalizaram R\$438,6 milhões, ou seja, participações de 29,2% e 12,2% respectivamente.

Além de Fitch e Liberum, outras cinco agências classificaram CRI em 2014: S&P, R\$312,0 milhões (8,7%) e quatro títulos (8,3%); LF, R\$248,3 milhões (6,9%) e nove títulos (18,8%); Moody's, R\$144,9 milhões (4,0%) e um título (2,1%); SR, R\$15,0 milhões (0,4%) e dois títulos (4,2%); e Austin, R\$9,0 milhões (0,3%) e um título (2,1%).

No total acumulado desde 1999 a dominância de mercado da Fitch se manteve. A agência já realizou atribuição de classificação de risco para 162 CRI (44,4%), o que equivale a um montante de R\$14,63 bilhões (60,4%).

## Agentes Fiduciários

Com a função de zelar pela proteção dos direitos e interesses dos investidores, através do acompanhamento da administração da carteira de ativos securitizados e monitoramento das atividades de terceiros atuantes na operação, o agente fiduciário tem papel de grande relevância no desenrolar da vida de um CRI.

O ano de 2014 marcou a volta das corretoras SLW e Planner ao mercado, companhias que não haviam sido contratadas para prestar serviço em nenhuma emissão realizada em 2013. A SLW Corretora foi mandatada em cinco operações nas quais foram captados R\$320,5 milhões em CRI, ocupando, assim, a quinta posição nos *rankings* anuais por montante emitido

e número de operações, com participações de 1,9% e 3,5%, respectivamente. Por sua vez, a Planner Corretora assumiu a função fiduciária em duas (1,4%) das novas operações de 2014 que perfizeram a quantia de R\$224,5 milhões (1,3%). As referidas companhias superaram somente a BRL Trust DTVM, que, no último ano, foi contratada por uma operação (0,7%) no valor de R\$27,0 milhões (0,2%).

Mesmo com um aumento do número de agentes fiduciários participantes das operações de CRI realizadas ao longo de 2014, os dois líderes deste segmento vêm mantendo forte preponderância em participação de mercado. A liderança foi preservada pela Pentágono DTVM, porém, depois de consecutivos aumentos anuais de sua participação de mercado, a mesma viu a Oliveira Trust DTVM recuperar terreno em 2014. No *ranking* por montante emitido de 2013 a Pentágono DTVM havia capturado 83,1% (R\$13,83 bilhões) de fatia de mercado, tendo passado para 58,7% (R\$9,92 bilhões) em 2014. Por outro lado, a Oliveira Trust DTVM, que havia conseguido participação de 12,2% (R\$2,04 bilhões) em 2013, conquistou a fidúcia de 31,3% (R\$5,29 bilhões) das emissões de CRI. Oscilações da mesma ordem de grandeza são observadas no *ranking* por número de operações.

Com participações substancialmente menores, GDC Partners DTVM e Simplific Pavarini DTVM se alternaram nas terceira e quarta posições dos *rankings* anuais por montante emitido e por número de operações. GDC Partners DTVM atuou em cinco operações (3,5%) que somaram R\$722,5 milhões (4,3%) emitidos em CRI em 2014, e, a seu turno, a Simplific Pavarini DTVM foi contratada para nove operações (6,4%) que somaram R\$392,7 milhões (2,3%) emitidos em CRI no último ano.

Quando os critérios dos *rankings* são o saldo devedor e o número de CRI vencidos no final de 2014, o quadro muda um pouco, pois Pentágono DTVM não é a líder por número de CRI a vencer, posto que é ocupado pela Oliveira Trust DTVM. Outro ponto que difere estes *rankings* daqueles de emissões anuais é o fato de que nenhum agente fiduciário teve oscilação maior que 2,5 pontos percentuais no número referente à sua respectiva participação de mercado entre os últimos dois anos. Os números dos primeiros colocados são R\$35,19 bilhões de saldo devedor a vencer de CRI, ou 61,0%, para a Pentágono DTVM e 297 operações de CRI vencidos, ou 44,9%, para Oliveira Trust DTVM.

### Auditores

Em 2012 e 2013, Deloitte Touche Tohmatsu (Deloitte), PricewaterhouseCoopers (PwC) e EY haviam ocupado, com larga margem, as primeiras colocações dos *rankings* de auditores das Securitizadoras Imobiliárias. Contudo, em 2014 a Grant Thornton Auditores Independentes

(Grant Thornton), que anteriormente nem figurava nos *rankings*, inseriu-se entre as líderes. A companhia foi contratada em abril de 2014 para ser auditora da RB Capital Securitizadora.

A Deloitte se mantém na liderança dos dois *rankings*, por saldo devedor dos CRI e por quantidade de operações de CRI a vencer, desde 2011, quando desbancou a PwC. O saldo devedor dos CRI das companhias auditadas pela Deloitte somou R\$28,2 bilhões (48,9%) ao final de 2014, divididos em 274 operações (41,5%). Entre as Securitizadoras Imobiliárias auditadas pela Deloitte estão as maiores: em ordem alfabética, Barigui, Cibrasec, Gaia e RB Capital Companhia de Securitização. Com saldo devedor de R\$10,5 bilhões (18,2%) e 178 operações (26,9%) de CRI a vencer, a PwC ocupou a segunda posição de ambos os *rankings* no último ano, ultrapassando a EY, que em 2013 havia ocupado este lugar no *ranking* por saldo devedor. Entre os serviços de auditoria prestados pela PwC, destaque para os contratados pela Brazilian Securities. A EY, por sua vez, ocupou a terceira posição no *ranking* por saldo devedor, com R\$6,11 bilhões (10,6%), e a quarta posição no *ranking* por número de operações, com 47 operações (7,1%) de CRI a vencer. Os CRI da Ápice representam 93,9% do montante creditado à EY no *ranking*. A Grant Thornton ocupou a quarta posição no *ranking* por saldo devedor, com R\$6,10 bilhões (10,6%), e a terceira posição no *ranking* por número de operações, com 50 operações (7,6%) de CRI a vencer. Estes quatro auditores representaram, ao final de 2014, respectivamente, 88,3% e 83,1% da participação de mercado, por saldo devedor e por número de operações.

A PwC, que em 2013 já havia começado a ver os concorrentes bem de perto em alguns dos *rankings*, por mais um ano registrou queda de participação em todos os quatro *rankings* elaborados para o mercado de auditores de FII. Contudo, desta vez a vantagem que tinha para os demais participantes não foi suficiente para manter-se na liderança no *ranking* por montante de PL em 2014.

Nos *rankings* que levam em consideração somente os FII listados, a PwC auferiu a liderança mesmo com quedas de 11,7 e 14,5% de participação nos *rankings* por capitalização de mercados e por número de fundos respectivamente. A PwC figurou nos *rankings* com capitalização de mercado de R\$7,06 bilhões (34,7%) e 32 fundos (38,6%). Bem mais próximas da líder do que nos anos anteriores, EY e KPMG aparecem, nesta ordem, em ambos os *rankings*. No fim de 2014 a capitalização de mercado consolidada de todos os 20 FII (24,1%) auditados pela EY era de R\$5,33 bilhões (26,2%), e a referente a KPMG era de R\$4,34 bilhões (21,3%), distribuídos em 18 fundos (21,7%).

Por outro lado, a PwC não foi capaz de manter a liderança no *ranking* por montante de PL em 2014. Com R\$18,95 bilhões de PL e participação de 34,2%, a EY assumiu a dianteira. A PwC ficou em segundo, com PL de

R\$17,75 bilhões (32,0%), e a KPMG em terceiro, com PL de R\$9,60 bilhões (17,3%). Por número de operações, a PwC manteve a liderança com 75 fundos (32,9%), pode até se dizer que de maneira confortável, sem grande ameaça dos concorrentes. A KPMG ficou em segundo com 42 operações (18,4%) e a EY em terceiro com 41 operações (18,0%).

### Estruturadores

Ao se levar em consideração o universo dos FII negociados na BM&FBOVESPA, nenhuma empresa estruturou mais de um dos fundos que realizaram emissão em 2014. Assim, a classificação do *ranking* por número de operações seguiu à do por montante emitido. BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM, estruturadora do FII CENESP, em primeiro com R\$97,4 milhões (22,6%), Oliveira Trust DTVM, estruturadora do FII Vida Nova, em segundo com R\$94,1 milhões (21,8%), e Rio Bravo Investimentos DTVM, estruturadora do FII Via Parque Shopping, em terceiro com R\$81,9 milhões (19,0%).

### Líderes

Depois de 26 instituições terem participado da distribuição dos CRI emitidos em 2013, no último ano esse número recuou para 24 agentes colocadores de títulos. Ao se analisar este segmento do mercado, vários indicadores apontam para o aumento da concentração entre os participantes de 2013 para 2014. Por exemplo, a participação dos dez maiores agentes distribuidores aumentou tanto por montante emitido quanto por número de operações. No primeiro caso, o aumento foi de 3,7%, passando de 90,3% em 2013 para 94,0% em 2014. Já no segundo, o incremento foi ainda maior, saltando de 75,8% em 2013 para 84,7% em 2014, ou seja, 8,9 pontos percentuais a mais. Outro indicador que corrobora a afirmativa de que houve maior concentração no segmento é a participação, por quantidade de operações, dos dois maiores líderes de distribuição de CRI em 2014. Aquela do que mais distribuiu aumentou 14,9 pontos percentuais e aquela do outro aumentou 9,7 pontos percentuais.

O primeiro colocado do *ranking* por número de operações, o Banco Itaú BBA, distribuiu CRI que estavam vinculados a 37 operações (27,0%) em montante de R\$5,30 bilhões (31,5%). A cifra colocada pelo Banco Itaú BBA o fez conquistar a segunda colocação no *ranking* por montante emitido, atrás apenas do Banco Bradesco BBI. Este, por sua vez, além da liderança por montante emitido, ficou em segundo no *ranking* por número de operações. Foram 21 operações (15,3%) e R\$6,33 bilhões (37,6%) em CRI colocados no último ano. Dentre eles estão os CRI da Cibrasec, apresentados anteriormente na seção Mercado Primário deste capítulo, cujo devedor é a Petrobras. A segunda colocação alcançada pelo Banco Bradesco BBI no *ranking* por

número de operações representou um salto de cinco posições em relação a 2013, uma vez que a companhia havia ocupado a sétima posição naquele ano, tendo então liderado a distribuição de CRI de apenas sete operações.

Ainda vale mencionar aqui a Votorantim, que em 2014 distribuiu R\$776,5 milhões (4,6%) divididos em dez operações (7,3%), ocupando, respectivamente, a quarta e terceira colocações. Por fim, nota para a Caixa, responsável unicamente pela colocação dos CRI da operação –também já mencionada na seção Mercado Primário– que envolveu a cessão de seus próprios créditos e a compra dos CRI de classe Sênior pelo FGTS, que, assim, se posicionou em terceiro por montante emitido (R\$1,79 bilhão e 10,6%).

No *ranking* de líderes de distribuição de cotas de FII por número de títulos colocados, as três primeiras posições ficaram com companhias que realizaram a colocação de duas diferentes cotas de FII, tendo então o desempate sido feito pelo montante total colocado. Assim, a ordenação foi a seguinte: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM em primeiro com duas cotas distribuídas, que somaram R\$120,9 milhões (18,8%); BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM em segundo com duas cotas distribuídas, que somaram R\$113,8 milhões (17,7%); e Planner Corretora em terceiro com duas cotas distribuídas, que somaram R\$14,5 milhões (2,3%). Todos os demais agentes de colocação lideraram, cada um, apenas uma distribuição de cotas de FII.

Quando ordenados por montante, BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM e BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM mantiveram as mesmas posições conquistadas pelo critério de número de títulos colocados: primeira e segunda colocações, respectivamente. Entretanto, neste caso, o terceiro posto ficou a cargo da Oliveira Trust DTVM com R\$94,1 milhões (14,7%).

A tabela a seguir lista a ordem em que os *rankings* estão dispostos neste capítulo.

## LISTA DE RANKINGS

### Mercado Primário

*Ranking* de Emissões de CRI por Montante Emitido em 2014

*Ranking* de Emissões de CRI por Montante Emitido – Consolidado

*Ranking* de Emissores de CRI por Montante Emitido em 2014

*Ranking* de Emissores de CRI por Número de Operações em 2014

*Ranking* de Emissores de CRI por Montante Emitido – Consolidado

*Ranking* de Emissores de CRI por Número de Operações – Consolidado

*Ranking* de Emissões de Cotas de FIDC Imobiliários por Montante Emitido – Consolidado

*Ranking* de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido em 2014

*Ranking* de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido – Consolidado

### Mercado Secundário

*Ranking* de Negociações de CRI por Montante em 2014

*Ranking* de Negociações de CRI por Número de Negócios em 2014

*Ranking* de Negociações de Cotas de FIDC Imobiliários por Montante - Consolidado

*Ranking* de Negociações de Cotas de FIDC Imobiliários por Número de Negócios - Consolidado

*Ranking* de Negociações de Cotas de FII por Montante em 2014

*Ranking* de Negociações de Cotas de FII por Número de Negócios em 2014

*Ranking* de Variação de Preço de Cotas de FII em 2014

*Ranking* de *Dividend Yield* Estimado de Cotas de FII em 2014

*Ranking* de *Dividend Yield* Realizado de Cotas de FII em 2014

*Ranking* de Rentabilidade Efetiva de Cotas de FII em 2014

*Ranking* de Capitalização de Mercado de FII

*Ranking* de *Float* de Cotas de FII em 2014

*Ranking* de Capitalização de Mercado sobre Patrimônio Líquido das Cotas de FII

### Entidades Emissoras

*Ranking* das Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI

*Ranking* das Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI

*Ranking* de FIDC Imobiliários por Montante de PL

*Ranking* de FIP Imobiliários por Montante de PL

## Terceiros

*Ranking dos Administradores de FII por Capitalização de Mercado*

*Ranking dos Administradores de FII por Número de Fundos Negociados*

*Ranking dos Administradores de FII por Patrimônio Líquido*

*Ranking dos Administradores de FII por Número de Fundos*

*Ranking dos Administradores de FIP Imobiliário por Patrimônio Líquido*

*Ranking dos Administradores de FIP Imobiliário por Número de Fundos*

*Ranking dos Advogados por Montante Emitido de CRI em 2014*

*Ranking dos Advogados por Número de Operações de CRI em 2014*

*Ranking dos Advogados por Montante Emitido de Cotas de FII em 2014*

*Ranking dos Advogados por Número de Operações de Cotas de FII em 2014*

*Ranking das Agências de Classificação de Risco por Montante de CRI Classificado em 2014*

*Ranking das Agências de Classificação de Risco por Número de Títulos de CRI Classificado em 2014*

*Ranking das Agências de Classificação de Risco por Montante de CRI Classificado – Consolidado*

*Ranking das Agências de Classificação de Risco por Número de Títulos de CRI Classificado – Consolidado*

*Ranking dos Agentes Fiduciários por Montante Emitido de CRI em 2014*

*Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI em 2014*

*Ranking dos Agentes Fiduciários por Preço Unitário dos CRI*

*Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI*

*Ranking dos Auditores de Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI*

*Ranking dos Auditores de Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI*

*Ranking dos Auditores de FII por Capitalização de Mercado*

*Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos Negociados*

*Ranking dos Auditores de FII por Patrimônio Líquido*

*Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos*

*Ranking dos Estruturadores de FII por Montante Emitido em 2014*

*Ranking dos Estruturadores de FII por Número de Operações em 2014*

*Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Montante Emitido em 2014*

*Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Número de Operações em 2014*

*Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Montante Emitido em 2014*

*Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Número Operações em 2014*

# MERCADO PRIMÁRIO

## Securitização de Direitos Creditórios da Indústria Imobiliária, por meio de emissão de Certificado de Recebíveis Imobiliário (CRI)

- ▶ Carteiras de Recebíveis Imobiliários
  - Compra e venda (Unidades residenciais, comerciais e Loteamentos)
  - Sale – Lease Back
  - Built to Suit
- ▶ Contratos de aluguéis de unidades imobiliárias
- ▶ Contratos de arrendamento de direito de uso de superfície

### Independência

A HabitaSec é uma Securitizadora autônoma, sem vínculo ou compromisso de exclusividade com qualquer instituição, o que lhe permite um alinhamento total ao propósito e interesse do cliente.

### Criatividade

Explorando unicamente o negócio de emissão de CRI, a HabitaSec concentra todo o seu conhecimento na capacidade de estruturação de transações que atendam o propósito do cliente interessado em levantar capital, e ao mesmo tempo atraíam o investidor final.

### Flexibilidade

Combinando segurança, rentabilidade e diversidade na formatação das transações, a HabitaSec explora o regramento do CRI por meio de ampla modelação, com vista a construir modalidades inovadoras de financiamento imobiliário via mercado de capitais.

### Reputação

Fundada e operada por sócios com sólida reputação no mercado financeiro, a HabitaSec oferece tranquilidade a clientes tomadores de capital e a investidores, para os quais oferece a segurança de uma firma de capital aberto, dotada de auditoria externa, à busca contínua das melhores práticas de mercado.

**CRI**

*Ranking de Emissões de CRI por Montante Emitido em 2014*

TAB. 11

Título			1/1/2014 - 31/12/2014	
Emissor	Emissão/Série	Classe	Montante (R\$)	Participação (%)
Cibrasec	2ª/232ª	Única	2.349.721.484	13,9
Cibrasec	2ª/234ª	Única	1.649.721.485	9,8
RB Capital Companhia de Securitização	1ª/110ª	Sênior	1.579.612.096	9,4
Barigui	1ª/3ª	Única	890.824.396	5,3
Barigui	1ª/2ª	Única	380.000.000	2,2
Barigui	1ª/5ª	Única	321.148.583	1,9
Ápice	1ª/33ª	Única	275.000.000	1,6
Ápice	1ª/42ª	Única	274.000.000	1,6
Cibrasec	2ª/241ª	Única	272.000.000	1,6
RB Capital Companhia de Securitização	1ª/116ª	Única	262.400.000	1,6
<b>Dez Maiores</b>			<b>8.254.428.044</b>	<b>48,9</b>
<b>Total</b>			<b>16.890.520.314</b>	<b>100,0</b>

*Ranking de Emissões de CRI por Montante Emitido – Consolidado*

TAB. 12

Título			1/1/1999 - 31/12/2014	
Emissor	Emissão/Série	Classe	Montante (R\$)	Participação (%)
Ápice	1ª/17ª	Subordinada	3.290.716.805	4,1
Cibrasec	2ª/232ª	Única	2.349.721.484	2,9
RB Capital Companhia de Securitização	1ª/75ª	Sênior	2.190.918.221	2,7
Gaia	4ª/43ª	Sênior	2.036.908.705	2,6
Gaia	4ª/31ª	Sênior	1.862.056.928	2,3
Cibrasec	2ª/234ª	Única	1.649.721.485	2,1
RB Capital Companhia de Securitização	1ª/110ª	Sênior	1.579.612.096	2,0
Brazilian Securities	1ª/174ª	Única	1.217.815.305	1,5
Ápice	1ª/18ª	Sênior	1.085.714.114	1,4
Barigui	1ª/3ª	Única	890.824.396	1,1
<b>Dez Maiores</b>			<b>18.154.009.539</b>	<b>22,8</b>
<b>Total</b>			<b>79.729.136.558</b>	<b>100,0</b>

**Critério:** Ordenam os CRI por montante emitido durante o ano de 2014, e desde 1999.

## SECURITIZADORAS IMOBILIÁRIAS

Ranking de Emissores de CRI por Montante Emitido em 2014

TAB. 13

Emissor	1/1/2014 – 31/12/2014			1/1/2013 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Cibrasec	5.236.029.239	1	31,0	5	10,4	20,6
RB Capital	3.078.352.488	2	18,2	4	10,6	7,7
Barigui	2.989.507.046	3	17,7	17	0,2	17,5
Ápice	1.501.610.003	4	8,9	1	32,4	-23,5
Brazilian Securities	904.545.354	5	5,4	3	17,7	-12,4
Gaia	823.005.010	6	4,9	2	17,9	-13,1
Nova Securitização	537.502.440	7	3,2	10	1,0	2,2
SCCI	430.180.824	8	2,5	-	-	2,5
TRX	347.205.274	9	2,1	-	-	2,1
PDG	262.500.000	10	1,6	7	2,3	-0,8
<b>Dez Maiores</b>	<b>16.110.437.678</b>		<b>95,4</b>	<b>16.128.088.416</b>	<b>96,9</b>	<b>-1,5</b>
<b>Total</b>	<b>16.890.520.314</b>		<b>100,0</b>	<b>16.643.162.060</b>	<b>100,0</b>	

Ranking de Emissores de CRI por Número de Operações em 2014

TAB. 14

Emissor	1/1/2014 – 31/12/2014			1/1/2013 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)
	Nº de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Barigui	23	1	16,3	17	0,8	15,5
Ápice	20	2	14,2	3	11,1	3,1
RB Capital	14	3	9,9	2	15,1	-5,2
Cibrasec	13	4	9,2	5	11,1	-1,9
Brazilian Securities	13	5	9,2	1	25,4	-16,2
Gaia	12	6	8,5	4	11,1	-2,6
Nova Securitização	9	7	6,4	9	1,6	4,8
SCCI	7	8	5,0	-	-	5,0
TRX	6	9	4,3	-	-	4,3
Habitasec	5	10	3,5	6	7,1	-3,6
<b>Dez Maiores</b>	<b>122</b>		<b>86,5</b>	<b>119</b>	<b>94,4</b>	<b>-7,9</b>
<b>Total</b>	<b>141</b>		<b>100,0</b>	<b>126</b>	<b>100,0</b>	

Ranking de Emissores de CRI por Montante Emitido – Consolidado

TAB. 15

Emissor	1/1/1999 – 31/12/2014			1/1/1999 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
RB Capital	16.551.503.285	1	20,8	2	21,4	-0,7
Cibrasec	15.763.411.361	2	19,8	3	16,8	3,0
Brazilian Securities	14.837.823.404	3	18,6	1	22,2	-3,6
Gaia	9.855.573.989	4	12,4	4	14,4	-2,0
Ápice	6.900.051.876	5	8,7	5	8,6	0,1
Barigui	3.022.180.937	6	3,8	32	0,1	3,7
PDG	2.999.101.907	7	3,8	6	4,4	-0,6
Nova Securitização	1.407.478.216	8	1,8	8	1,4	0,4
BRC	1.262.764.963	9	1,6	7	1,9	-0,3
Habitasec	872.117.462	10	1,1	9	1,2	-0,1
<b>Dez Maiores</b>	<b>73.472.007.400</b>		<b>92,2</b>	<b>58.639.966.325</b>	<b>93,3</b>	<b>-1,2</b>
<b>Total</b>	<b>79.729.136.561</b>		<b>100,0</b>	<b>62.838.616.246</b>	<b>100,0</b>	

Ranking de Emissores de CRI por Número de Operações – Consolidado

TAB. 16

Emissor	1/1/1999 – 31/12/2014			1/1/1999 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)
	Nº de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Brazilian Securities	236	1	23,5	1	25,8	-2,3
RB Capital	200	2	19,9	2	21,5	-1,6
Cibrasec	192	3	19,1	3	20,7	-1,6
Gaia	91	4	9,1	4	9,1	-0,1
Ápice	34	5	3,4	8	1,6	1,8
PDG	25	6	2,5	5	2,7	-0,2
Barigui	24	7	2,4	35	0,1	2,3
Habitasec	23	8	2,3	7	2,1	0,2
BRC	22	9	2,2	6	2,4	-0,2
Nova Securitização	17	10	1,7	12	0,9	0,8
<b>Dez Maiores</b>	<b>864</b>		<b>86,0</b>	<b>770</b>	<b>89,1</b>	<b>-3,2</b>
<b>Total</b>	<b>1.005</b>		<b>100,0</b>	<b>864</b>	<b>100,0</b>	

**Crítério:** Ordenam as Securitizadoras Imobiliárias com base no montante total emitido e no número de operações efetivamente realizadas, durante o ano de 2014, e calculados de forma consolidada desde 1999. As securitizadoras que não divulgaram informações sobre suas emissões, mesmo tendo ofertas registradas, não são consideradas para o Ranking. O Ranking referente a 2014 considera apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, naquele ano.

## COTAS DE FIDC IMOBILIÁRIO

Ranking de Emissões de Cotas de FIDC Imobiliários por Montante Emitido – Consolidado

TAB. 17

Emissor	Classe	Série	1/1/2001 - 31/12/2014	
			Montante (R\$)	Participação (%)
Caixa RB Capital Habitação	Única	1	450.000.000	31,1
Polo Multisetorial NP	Única	Única	164.142.085	11,3
Greenville	Sênior	1	143.401.000	9,9
GP Aetatis II Imobiliários	Única	Única	125.758.454	8,7
Buriti Imobiliários	Única	Única	103.743.348	7,2
PIPS Caixa Brasil Construir Residencial São Paulo	Única	Única	94.500.000	6,5
Gafisa Crédito Imobiliário	Sênior	1	70.000.000	4,8
RB High Income Institucional	Única	Única	46.250.000	3,2
Ático Imobiliários	Única	1	45.017.947	3,1
Bancoop I	Sênior	1	39.720.561	2,7
<b>Dez Maiores</b>			<b>1.282.533.395</b>	<b>88,5</b>
<b>Total</b>			<b>1.449.264.675</b>	<b>100,0</b>

**Critério:** Ordena as cotas de FIDC lastreados em créditos imobiliários por montante emitido de forma consolidada desde 2001.

## COTAS DE FII

Ranking de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido em 2014

TAB. 18

Emissor	1/1/2014 - 31/12/2014	
	Montante (R\$)	Participação (%)
Votorantim Securities	1.006.257.000	15,0
Votorantim Securities II	785.991.000	11,7
Brisa Renda Imobiliaria	780.833.000	11,7
FL 3.500 I	436.312.000	6,5
5R RB Capital Shopping Centers 2	411.174.000	6,1
RB Capital Petros	385.236.000	5,8
Sapucaí Rio	236.000.000	3,5
Railway Mall I	230.699.760	3,4
Votorantim LCI Banks	203.896.000	3,0
CTBH	187.470.000	2,8
<b>Dez Maiores</b>	<b>4.663.868.760</b>	<b>69,7</b>
<b>Total</b>	<b>6.694.728.106</b>	<b>100,0</b>

Ranking de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido – Consolidado

TAB. 19

Emissor	1/1/1995 - 31/12/2014	
	Montante (R\$)	Participação (%)
Porto Maravilha	3.500.000.000	7,3
Votorantim Securities II	2.279.462.879	4,8
Votorantim Securities	2.210.699.042	4,6
BTG Pactual Corporate Office Fund	1.987.268.698	4,2
Kinea Renda Imobiliária	1.865.671.667	3,9
BB Progressivo II	1.591.969.000	3,3
Votorantim Securities III	1.496.662.000	3,1
Arena	1.124.174.098	2,4
Opportunity	1.118.517.707	2,3
CSHG Real Estate	1.043.075.282	2,2
<b>Dez Maiores</b>	<b>18.217.500.373</b>	<b>38,2</b>
<b>Total</b>	<b>47.699.790.689</b>	<b>100,0</b>

**Critério:** Ordenam as cotas de FII por montante emitido durante o ano de 2014, e de forma consolidada desde 1995.

# MERCADO SECUNDÁRIO



REAG significa “*Real Estate Administração e Gestão*” e somos uma gestora de recursos, especializada em fundos imobiliários (FII) e fundos de participações (FIP).

Notória por sua independência, decisões tecnicamente fundamentadas e análises baseadas nos mais atuais conceitos de gestão econômica, possuímos equipe própria de administração e gestão e contamos com diversos correspondentes de negócios em todo Brasil.

A *REAG Investimentos* em 2012, ocupou a 16ª posição no ranking de estruturadores / gestores de fundos imobiliários, divulgado pela UQBAR, através do site TLON ([www.tlon.com.br](http://www.tlon.com.br)).

Em 2013, já saltou para a 1ª posição no ranking, em conjunto com outras instituições e pelo volume já praticado em 2014, deverá permanecer como líder neste segmento.

A *REAG Investimentos* é atualmente a principal empresa de gestão independente de fundos de investimentos imobiliário.

## CRI

### Negociações

Ranking de Negociações de CRI por Montante em 2014

TAB. 20

Emissor	Título		1/1/2014 - 31/12/2014	
	Emissão/Série	Classe	Montante (R\$)	Participação (%)
Cibrasec	2ª / 232ª	Única	2.349.721.484	9,4
Cibrasec	2ª / 234ª	Única	1.649.721.485	6,6
RB Capital Companhia de Securitização	1ª / 110ª	Sênior	1.527.076.906	6,1
Barigui	1ª / 3ª	Única	890.824.396	3,6
Gaia	2ª / 6ª	Sênior	730.208.976	2,9
Brazil Realty	2ª / 1ª	Única	431.670.962	1,7
Barigui	1ª / 2ª	Única	380.000.000	1,5
Barigui	1ª / 5ª	Única	321.148.583	1,3
Brazilian Securities	1ª / 249ª	Única	291.560.087	1,2
Brazilian Securities	1ª / 229ª	Única	286.330.105	1,1
<b>Dez Maiores</b>			<b>8.858.262.984</b>	<b>35,6</b>
<b>Total</b>			<b>24.912.295.114</b>	<b>100,0</b>

Ranking de Negociações de CRI por Número de Negócios em 2014

TAB. 21

Emissor	Título		1/1/2014 - 31/12/2014	
	Emissão/Série	Classe	Número de Negócios	Participação (%)
Gaia	2ª / 6ª	Sênior	361	7,3
Brazil Realty	3ª / 1ª	Única	192	3,9
Brazilian Securities	1ª / 330ª	Única	157	3,2
RB Capital Companhia de Securitização	1ª / 77ª	Única	144	2,9
RB Capital Companhia de Securitização	1ª / 70ª	Única	141	2,9
Gaia	4ª / 20ª	Única	127	2,6
Brazil Realty	1ª / 1ª	Única	108	2,2
PDG	3ª / 7ª	Única	106	2,2
Ápice	1ª / 28ª	Única	100	2,0
Brazilian Securities	1ª / 316ª	Única	97	2,0
<b>Dez Maiores</b>			<b>1.533</b>	<b>31,2</b>
<b>Total</b>			<b>4.919</b>	<b>100,0</b>

**Critério:** Ordenam os CRI por montante negociado e número de negócios realizados na BM&FBOVESPA e registrados na CETIP durante o ano de 2014.

## COTAS DE FIDC IMOBILIÁRIO

### Negociações

Ranking de Cotas de FIDC Imobiliários por Montante – Consolidado							TAB. 22
Título	1/1/2002 – 31/12/2014			1/1/2002 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Greenville Sênior 1	86.516.350	1	43,7	1	44,9	-1,2	
Gafisa Crédito Imobiliário Sênior 1	46.702.810	2	23,6	2	24,2	-0,6	
Bancoop I Sênior 1	35.282.089	3	17,8	3	18,3	-0,5	
MPD KC Imobiliários Sênior 1	10.179.059	4	5,1	4	5,3	-0,1	
Buriti Imobiliários Única	6.631.696	5	3,4	5	3,4	-0,1	
GP Aetatis II Imobiliários Única	5.608.818	6	2,8	6	2,9	-0,1	
Empírica Domus Platinum Imobiliário Mezanino 1	3.673.608	7	1,9	-	-	1,9	
RB High Income Institucional Única	1.777.858	8	0,9	7	0,9	0,0	
Empírica Domus Platinum Imobiliário Mezanino 2	1.500.523	9	0,8	-	-	0,8	
Supera Integral - Desenvolvimento Urbano Sênior 1	33.182	10	0,0	8	0,0	0,0	
<b>Total</b>	<b>197.905.993</b>		<b>100,0</b>	<b>192.731.862</b>	<b>100,0</b>		

Ranking de Negociações de Cotas de FIDC Imobiliários por Número de Negócios – Consolidado							TAB. 23
Título	1/1/2002 – 31/12/2014			1/1/2002 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Número de Negócios	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Greenville Sênior 1	24	1	23,8	1	29,6	-5,9	
GP Aetatis II Imobiliários Única	21	2	20,8	2	25,9	-5,1	
Bancoop I Sênior 1	16	3	15,8	3	19,8	-3,9	
Empírica Domus Platinum Imobiliário Mezanino 1	16	4	15,8	-	-	15,8	
MPD KC Imobiliários Sênior 1	8	5	7,9	4	9,9	-2,0	
Gafisa Crédito Imobiliário Sênior 1	4	6	4,0	5	4,9	-1,0	
RB High Income Institucional Única	4	7	4,0	6	4,9	-1,0	
Empírica Domus Platinum Imobiliário Mezanino 2	4	8	4,0	-	-	4,0	
Buriti Imobiliários Única	2	9	2,0	7	2,5	-0,5	
Supera Integral - Desenvolvimento Urbano Sênior 1	2	10	2,0	8	2,5	-0,5	
<b>Total</b>	<b>101</b>		<b>100,0</b>	<b>81</b>	<b>100,0</b>		

**Critério:** Ordenam as cotas de FIDC lastreados em créditos imobiliários por montante negociado e número de negócios realizados na BM&FBOVESPA e registrados na CETIP de forma consolidada desde 2002.

## COTAS DE FII

### Negociações

Ranking de Negociações de Cotas de FII por Montante em 2014							TAB. 24
Título	1/1/2014 – 31/12/2014			1/1/2013 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
BTG Pactual Corporate Office Fund	862.290.884	1	16,9	1	16,6	0,3	
BB Progressivo II	631.118.723	2	12,4	2	15,6	-3,2	
Kinea Renda Imobiliária	468.844.284	3	9,2	3	8,5	0,7	
CSHG Real Estate	239.821.460	4	4,7	5	3,6	1,1	
Kinea Rendimentos Imobiliários	230.985.848	5	4,5	13	1,5	3,0	
CSHG Brasil Shopping	157.257.086	6	3,1	7	2,9	0,2	
Santander Agências	151.974.647	7	3,0	4	6,5	-3,5	
CSHG Logística	127.471.819	8	2,5	19	1,1	1,4	
TB Office	121.740.041	9	2,4	17	1,2	1,2	
Brasil Plural Absoluto Fundo de Fundos	115.625.278	10	2,3	37	0,5	1,8	
<b>Dez Maiores</b>	<b>3.107.130.069</b>		<b>61,0</b>	<b>4.967.580.787</b>	<b>63,5</b>	<b>-2,5</b>	
<b>Total</b>	<b>5.095.231.010</b>		<b>100,0</b>	<b>7.827.934.426</b>	<b>100,0</b>		

Ranking de Negociações de Cotas de FII por Número de Negócios em 2014							TAB. 25
Título	1/1/2014 – 31/12/2014			1/1/2013 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Número de Negócios	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
BTG Pactual Corporate Office Fund	292.795	1	30,5	1	21,8	8,7	
BB Progressivo II	115.215	2	12,0	2	11,9	0,1	
Kinea Renda Imobiliária	64.365	3	6,7	7	3,7	3,0	
Santander Agências	36.232	4	3,8	3	7,9	-4,1	
XP Corporate Macaé	24.737	5	2,6	4	6,1	-3,5	
Maxi Renda	22.983	6	2,4	5	4,7	-2,3	
Kinea Rendimentos Imobiliários	21.787	7	2,3	28	0,6	1,7	
Rio Negro	21.177	8	2,2	6	3,9	-1,7	
TB Office	21.111	9	2,2	11	2,1	0,1	
Rio Bravo Renda Corporativa	20.850	10	2,2	17	1,2	1,0	
<b>Dez Maiores</b>	<b>641.252</b>		<b>66,8</b>	<b>553.034</b>	<b>68,4</b>	<b>-1,6</b>	
<b>Total</b>	<b>959.962</b>		<b>100,0</b>	<b>808.097</b>	<b>100,0</b>		

**Critério:** Ordenam as cotas de FII por montante negociado e por número de negócios realizados na BM&FBOVESPA durante o ano de 2014.

## RENTABILIDADE

Ranking de Variação de Preço de Cotas de FII em 2014

TAB. 26

Título	Ticker*	2014		2013	
		Variação (% a.a.)	Posição	Variação (% a.a.)	Posição
BB Renda de Papéis Imobiliários	RNDP11	12,7	1	-13,1	26
Shopping Pátio Higienópolis	SHPH11	6,9	2	-10,2	18
BB Renda Corporativa	BBRC11	6,7	3	-31,2	58
Max Retail	MAXR11B	4,8	4	-11,0	21
Europar	EURO11	4,8	5	-31,7	59
Kínea II Real Estate Equity	KNRE11	2,7	6	-	-
Agências Caixa	AGCX11	2,1	7	-18,9	36
Floripa Shopping	FLRP11B	1,8	8	-41,6	61
Hospital Nossa Senhora de Lourdes	NSLU11B	1,5	9	-13,4	29
Rio Bravo Renda Corporativa	FFCI11	1,0	10	-20,9	42

\* Código de Negociação

**Critério:** Ordena as cotas de FII pela variação de preço no ano de 2014. A variação de preço de cota dos fundos é calculada usando-se os preços médios da cota de cada fundo nos meses de dezembro de 2013 e 2014, ponderados pelos montantes negociados nestes meses em ambientes de bolsa ou balcão organizado da BM&FBOVESPA. As cotas são excluídas do *Ranking* se houver alguma amortização entre dezembro de 2013 (exclusive) e dezembro de 2014 (inclusive). A cota também é excluída do *Ranking* se em dezembro de 2013 ou dezembro de 2014 o montante negociado for menor que R\$ 100,0 mil ou o número de negócios for menor que 10.

Ranking de Dividend Yield Estimado de Cotas de FII em 2014

TAB. 27

Título	Ticker*	2014		2013	
		Divd. Yd. (%)	Posição	Divd. Yd. (%)	Posição
CEO Cyrela Commercial Properties	CEOC11B	20,8	1	11,3	8
Presidente Vargas	PRSV11	16,5	2	9,8	21
Cyrela Thera Corporate	THRA11B	16,1	3	11,5	7
RB Capital General Shopping Sulacap	RBGS11	15,6	4	7,8	58
JHSF Rio Bravo Fazenda Boa Vista Capital Protegido	RBBV11	15,3	5	-	-
BB Progressivo	BBF11B	14,4	6	9,5	25
XP Gaia Lote I	XPGA11	14,3	7	10,8	14
SP Downtown	SPTW11	13,4	8	8,3	52
General Shopping Ativo e Renda	FIGS11	13,4	9	4,4	71
VBI FL 4440	FVBI11B	12,9	10	11,1	10

\* Código de Negociação

Ranking de Dividend Yield Realizado de Cotas de FII em 2014

TAB. 28

Título	Ticker*	2014		2013	
		Divd. Yd. (%)	Posição	Divd. Yd. (%)	Posição
BB Renda de Papéis Imobiliários	RNDP11	12,6	1	7,9	32
Mais Shopping Largo 13	MSHP11	11,8	2	7,0	53
Fator Verità	VRTA11	11,8	3	10,2	3
CSHG Logística	HGLG11	11,7	4	7,9	34
Cyrela Thera Corporate	THRA11B	11,5	5	8,4	19
CEO Cyrela Commercial Properties	CEOC11B	11,3	6	8,8	11
SP Downtown	SPTW11	11,3	7	-	-
Hospital Nossa Senhora de Lourdes	NSLU11B	11,1	8	8,9	10
XP Gaia Lote I	XPGA11	10,9	9	10,5	2
Rio Negro	RNGO11	10,9	10	9,5	4

\* Código de Negociação

**Critério:** Ordenam as cotas FII pelos *dividend yield* indicados em dezembro de 2014. O *dividend yield* estimado é calculado somando-se os rendimentos distribuídos pelos fundos ao longo dos últimos doze meses dividido pelo valor da cota em dezembro de 2014. O *dividend yield* realizado é calculado somando-se os rendimentos distribuídos pelos fundos ao longo dos últimos doze meses dividido pelo valor da cota em dezembro de 2013. O valor da cota é o preço médio de negociação no mês, ponderado pelo montante negociado na BM&FBOVESPA. As cotas são excluídas do *Ranking* se houver alguma amortização entre dezembro de 2013 (exclusive) e dezembro de 2014 (inclusive). A cota também é excluída do *Ranking Dividend Yield Realizado* [estimado] se em dezembro de 2013 [2014] o montante negociado for menor que R\$100,0 mil ou o número de negócios for menor que 10.

Ranking de Rentabilidade Efetiva de Cotas de FII em 2014

TAB. 29

Título	Ticker*	2014		2013	
		Rent. TIR (% a.a.)	Posição	Rent. TIR (% a.a.)	Posição
BB Renda de Papéis Imobiliários	RNDP11	26,9	1	-5,4	33
RB Capital Prime Realty II Sênior	RBPD11	19,0	2	11,5	2
RB Capital Prime Realty I Sênior	RBPR11	16,9	3	12,1	1
Max Retail	MAXR11B	16,2	4	-2,8	22
Shopping Pátio Higienópolis	SHPH11	14,2	5	-4,5	27
Hospital Nossa Senhora de Lourdes	NSLU11B	13,3	6	-4,7	29
Europar	EURO11	11,8	7	-26,6	63
Agências Caixa	AGCX11	11,7	8	-12,9	43
Edifício Galeria	EDGA11B	11,5	9	-21,5	60
Rio Bravo Renda Corporativa	FFCI11	11,3	10	-14,2	46

\* Código de Negociação

**Critério:** Ordena as cotas de FII pela rentabilidade efetiva no ano de 2014. A rentabilidade efetiva é calculada usando-se a Taxa Interna de Retorno, levando-se em conta as amortizações e os rendimentos distribuídos pelos fundos ao longo do ano e a variação de preço de cota destes. Por sua vez, a variação de preço de cota dos fundos é calculada usando-se os preços médios da cota de cada fundo nos meses de dezembro de 2013 e 2014, ponderados pelos montantes negociados nestes meses em ambientes de bolsa ou balcão organizado da BM&FBOVESPA. A cota é excluída do *Ranking* se em dezembro de 2013 ou dezembro de 2014 o montante negociado for menor que R\$100,0 mil ou o número de negócios for menor que 10.

## CAPITALIZAÇÃO

Ranking de Capitalização de Mercado de FII

TAB. 30

Título	Ticker*	31/12/2014			31/12/2013		Mudança na participação (%)
		Cap. Mercado (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
BTG Pactual Corporate Office Fund	BRCR11	2.021.648.439	1	9,9	1	10,5	-0,6
BB Progressivo II	BBPO11	1.612.227.210	2	7,9	4	7,0	1,0
Kinea Renda Imobiliária	KNRI11	1.438.767.255	3	7,1	3	7,2	-0,1
CSHG Real Estate	HGRE11	886.768.696	4	4,4	5	4,3	0,1
CSHG Brasil Shopping	HGBS11	796.376.624	5	3,9	6	3,6	0,3
Kinea Rendimentos Imobiliários	KNCR11	720.303.481	6	3,5	8	3,0	0,5
Torre Norte	TRNT11B	674.028.887	7	3,3	7	3,2	0,1
Grand Plaza Shopping	ABCP11	618.871.556	8	3,0	-	-	3,0
TB Office	TBOF11	582.400.345	9	2,9	9	2,8	0,0
JS Real Estate Multigestão	JSRE11	558.207.856	10	2,7	15	1,5	1,2
<b>Dez Maiores</b>		<b>9.909.600.349</b>		<b>48,6</b>	<b>12.969.840.448</b>	<b>53,3</b>	<b>-4,7</b>
<b>Total</b>		<b>20.383.995.712</b>		<b>100,0</b>	<b>24.311.611.120</b>	<b>100,0</b>	

\* Código de Negociação

**Critério:** Ordena as cotas dos FII pela capitalização de mercado em dezembro de 2014. A capitalização de mercado das cotas é calculada multiplicando-se o valor da cota em dezembro de 2014 e o número de cotas emitidas e integralizadas até o final deste mês (quantidade). O valor da cota é o preço médio de negociação no mês, ponderado pelo montante negociado naquele mês em ambientes de bolsa ou balcão organizado da BM&FBOVESPA. Caso não haja valor da cota em dezembro de 2014 é utilizado o último valor de cota de até 6 meses anteriores, desde que neste intervalo de meses, entre dezembro de 2014 e o último mês (exclusive) em que a cota foi negociada, não tenha ocorrido alguma amortização. Se não for possível atribuir um valor para a cota, ela fica excluída do *Ranking*. A cota também é excluída do *Ranking* se em dezembro de 2014, ou no mês do último negócio, o montante negociado for menor que R\$100,0 mil ou o número de negócios for menor que 10.

## INDICADORES

Ranking de Float de Cotas de FII em 2014

TAB. 31

Título	Ticker*	1/1/2014 – 31/12/2014		1/1/2013 – 31/12/2013	
		Float (%)	Posição	Float (%)	Posição
Brasil Plural Absoluto Fundo de Fundos	BFFF11	81,4	1	24,3	40
XP Gaia Lote I	XPGA11	73,4	2	76,1	9
CEO Cyrela Commercial Properties	CEOC11B	61,8	3	47,8	17
Maxi Renda	MXRF11	60,9	4	86,5	7
Capitânia Securities II	CPTS11B	49,6	5	-	-
XP Corporate Macaé	XPCM11	46,4	6	108,1	4
TRX Edifícios Corporativos	XTED11	43,6	7	113,7	3
BTG Pactual Corporate Office Fund	BRCR11	42,7	8	50,7	16
Hotel Maxinvest	HTMX11B	42,2	9	40,9	20
Rio Bravo Crédito Imobiliário II	RBVO11	40,4	10	35,0	23

\*Código de Negociação

**Critério:** Ordena as cotas de FII negociadas na BM&FBOVESPA por *float* no ano de 2014. O *float* de 2014 é calculado pela divisão entre (i) o montante negociado na BM&FBOVESPA em 2014, e (ii) a capitalização de mercado do mês de dezembro de 2014, calculada conforme o critério da **tabela 30**, no entanto, para este *Ranking* não é utilizado o critério de exclusão das cotas que tiveram montante negociado menor que R\$100,0 mil ou o número de negócios menor que 10.

**Ranking de Capitalização de Mercado sobre Patrimônio Líquido das Cotas de FII**

TAB. 32

Título	Ticker*	31/12/2014		31/12/2013	
		Cap./PL (%)	Posição	Cap./PL (%)	Posição
RB Capital Prime Realty I Sênior	RBPR11	145,0	1	98,8	20
GWI Renda Imobiliária	GWIR11	134,2	2	-	-
Edifício Almirante Barroso	FAMB11B	111,1	3	91,7	37
Kinea II Real Estate Equity	KNRE11	110,9	4	103,4	12
Edifício Ourinvest	EDFO11B	108,3	5	124,9	1
RB Capital Desenvolvimento Residencial II	RBDS11	108,0	6	-	-
BB Progressivo II	BBPO11	106,0	7	102,5	14
Polo Recebíveis Imobiliários II	PORD11	103,7	8	104,7	10
Kinea Rendimentos Imobiliários	KNCR11	103,1	9	107,0	8
Fator Verità	VRTA11	103,0	10	108,8	7

\* Código de Negociação

**Critério:** Ordena as cotas de FII negociadas na BM&FBOVESPA pelo indicador capitalização de mercado sobre patrimônio líquido (valor de mercado sobre valor patrimonial). O indicador é calculado pela divisão entre (i) a capitalização de mercado em dezembro de 2014 e (ii) o patrimônio líquido em dezembro de 2014. A capitalização de mercado é calculada multiplicando-se o valor da cota em dezembro de 2014 e o número de cotas emitidas e integralizadas até o final deste mês (quantidade). O valor da cota em dezembro de 2014 é o preço médio de negociação no mês, ponderado pelo montante negociado naquele mês em ambientes de bolsa ou balcão organizado da BM&FBOVESPA. Se não for possível atribuir um valor para a cota, ela fica excluída do *Ranking*. A cota também é excluída do *Ranking* se em dezembro de 2014 o montante negociado for menor que R\$100,0 mil ou o número de negócios for menor que 10.

# ENTIDADES EMISSORAS

# Pioneirismo e Liderança em Soluções Financeiras para Projetos Imobiliários e de Infraestrutura via Mercado de Capitais.



Infraestrutura



Shopping Centers



Imóveis Logísticos



Residencial

**A RB Capital é uma companhia especializada em operações de Crédito Estruturado e Securitização, Investimentos Imobiliários e Gestão de Fundos, que faz uso de instrumentos de mercados de capitais para canalizar recursos de investidores para a economia real, com foco nos setores imobiliário e de infraestrutura.**

R\$ 2,9 bilhões em Fundos sob Gestão<sup>1</sup>

R\$ 16,6 bilhões em Ativos de Crédito Estruturado

# RB CAPITAL

<sup>1</sup>Patrimônio Líquido

## SECURITIZADORA IMOBILIÁRIA

Ranking das Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI

TAB. 33

Securitizadora Imobiliária	31/12/2014			31/12/2013		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
RB Capital	13.570.836.157	1	23,5	1	24,5	-1,0
Brazilian Securities	10.089.811.199	2	17,5	2	23,6	-6,1
Cibrasec	9.929.173.247	3	17,2	4	13,5	3,8
Gaia	6.826.437.703	4	11,8	3	13,5	-1,7
Ápice	5.738.650.403	5	9,9	5	11,2	-1,3
Barigui	3.044.584.032	6	5,3	22	0,1	5,2
PDG	2.239.415.628	7	3,9	6	4,2	-0,3
Nova Securitização	1.009.870.077	8	1,8	9	1,4	0,4
Habitasec	826.109.037	9	1,4	7	1,6	-0,1
Brazil Realty	709.634.970	10	1,2	8	1,5	-0,3
<b>Dez Maiores</b>	<b>53.984.522.455</b>		<b>93,6</b>	<b>44.561.727.631</b>	<b>96,0</b>	<b>-2,5</b>
<b>Total</b>	<b>57.689.724.586</b>		<b>100,0</b>	<b>46.400.901.231</b>	<b>100,0</b>	

Ranking Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI

TAB. 34

Securitizadora Imobiliária	31/12/2014			31/12/2013		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Brazilian Securities	167	1	25,3	1	29,0	-3,8
Cibrasec	116	2	17,5	2	20,9	-3,3
RB Capital	97	3	14,7	3	16,5	-1,8
Gaia	77	4	11,6	4	11,1	0,6
Ápice	34	5	5,1	6	2,5	2,6
Barigui	24	6	3,6	23	0,2	3,4
Habitasec	22	7	3,3	5	3,1	0,2
PDG	19	8	2,9	7	2,4	0,5
Polo Capital	13	9	2,0	9	1,8	0,2
Nova Securitização	12	10	1,8	12	1,1	0,7
<b>Dez Maiores</b>	<b>581</b>		<b>87,9</b>	<b>501</b>	<b>90,9</b>	<b>-3,0</b>
<b>Total</b>	<b>661</b>		<b>100,0</b>	<b>551</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam as Securitizadoras Imobiliárias com base no montante total e no número de operações de CRI a vencer (PU) no último dia útil de 2014. As emissões que não tiveram informações divulgadas pelas Securitizadoras Imobiliárias não são consideradas para o Ranking.

## FIDC IMOBILIÁRIO

Ranking de FIDC Imobiliários por Montante de PL							TAB. 35
Fundo	1/1/2001 – 31/12/2014			1/1/2001 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Caixa RB Capital Habitação	582.219.993	1	41,4	1	38,4	2,9	
Polo Multisetorial NP	489.723.349	2	34,8	2	24,3	10,5	
GP Aetatis II Imobiliários	110.349.862	3	7,8	4	9,1	-1,3	
Buriti Imobiliários	94.730.505	4	6,7	5	6,8	-0,1	
Ático Imobiliários	67.308.295	5	4,8	6	6,0	-1,2	
BRZ Créditos Imobiliários	29.946.311	6	2,1	-	-	2,1	
STF	14.773.457	7	1,0	-	-	1,0	
Empírica Domus Platinum Imobiliário	6.882.552	8	0,5	9	0,8	-0,3	
FAI Imobiliários	6.098.224	9	0,4	11	0,2	0,3	
Brisbane	3.820.914	10	0,3	8	0,8	-0,6	
<b>Dez Maiores</b>	<b>1.405.853.462</b>		<b>99,9</b>	<b>1.134.156.350</b>	<b>99,8</b>	<b>0,1</b>	
<b>Total</b>	<b>1.407.629.256</b>		<b>100,0</b>	<b>1.136.005.921</b>	<b>100,0</b>		

**Critério:** Ordena os FIDC com lastro em recebíveis imobiliários pelo patrimônio líquido (PL) do último dia útil do ano de 2014.

## FIP IMOBILIÁRIO

Ranking de FIP Imobiliários por Montante de PL				TAB. 36
Fundo	1/1/2003 – 31/12/2014			
	Montante (R\$ milhões)	Posição	Participação (%)	
LPP Investimentos III	1.522	1	7,8	
OAS Empreendimentos	1.448	2	7,5	
LPP Investimentos II	1.284	3	6,6	
LPP Investimentos	1.134	4	5,8	
BRE/Alpha	910	5	4,7	
Global Equity Properties	878	6	4,5	
SCPL Brazil Real Estate I	854	7	4,4	
Prosperitas III	785	8	4,0	
HSI IV	745	9	3,8	
Pátria Special Opportunities I	610	10	3,1	
<b>Dez Maiores</b>	<b>10.168</b>		<b>52,4</b>	
<b>Total</b>	<b>19.406</b>		<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordena os FIP que investem preponderantemente em empresas do setor imobiliário pelo patrimônio líquido (PL) do último dia útil do ano de 2014.

# TERCEIROS

## ADMINISTRADORES

### FII

Ranking dos Administradores de FII por Capitalização de Mercado							TAB. 37
Administrador	1/1/1995 – 31/12/2014			1/1/1995 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	6.554.140.988	1	32,2	1	32,6	-0,4	
Credit Suisse Hedging Griffo CV	2.395.442.925	2	11,8	2	10,6	1,1	
Rio Bravo Investimentos DTVM	2.269.154.175	3	11,1	6	6,9	4,2	
Intrag DTVM	2.252.931.923	4	11,1	3	10,6	0,4	
Votorantim Asset Management DTVM	2.115.371.856	5	10,4	5	9,1	1,3	
Citibank DTVM	1.258.621.788	6	6,2	7	5,7	0,5	
Caixa Econômica Federal	829.069.884	7	4,1	8	2,8	1,3	
Banco J. Safra	558.207.856	8	2,7	9	2,7	0,0	
Oliveira Trust DTVM	539.749.477	9	2,6	10	2,4	0,3	
Coinvalores	495.693.306	10	2,4	11	2,3	0,2	
<b>Dez Maiores</b>	<b>19.268.384.179</b>		<b>94,5</b>	<b>22.584.171.268</b>	<b>92,9</b>	<b>1,6</b>	
<b>Total</b>	<b>20.383.995.712</b>		<b>100,0</b>	<b>24.311.611.120</b>	<b>100,0</b>		

Ranking dos Administradores de FII por Número de Fundos Negociados							TAB. 38
Administrador	1/1/1995 – 31/12/2014			1/1/1995 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	23	1	27,7	1	29,6	-1,9	
Citibank DTVM	12	2	14,5	2	14,8	-0,4	
Rio Bravo Investimentos DTVM	8	3	9,6	3	8,6	1,0	
Credit Suisse Hedging Griffo CV	6	4	7,2	5	6,2	1,1	
Caixa Econômica Federal	6	5	7,2	8	3,7	3,5	
Votorantim Asset Management DTVM	5	6	6,0	6	6,2	-0,1	
Oliveira Trust DTVM	5	7	6,0	4	7,4	-1,4	
Intrag DTVM	3	8	3,6	7	3,7	-0,1	
Coinvalores	3	9	3,6	10	3,7	-0,1	
Geração Futuro	2	10	2,4	11	2,5	-0,1	
<b>Dez Maiores</b>	<b>73</b>		<b>88,0</b>	<b>71</b>	<b>87,7</b>	<b>0,3</b>	
<b>Total</b>	<b>83</b>		<b>100,0</b>	<b>81</b>	<b>100,0</b>		

**Critério:** Ordenam os administradores de FII com base no número de fundos no último dia útil do ano de 2014, e no montante agregado de Capitalização de Mercado dos fundos. A capitalização de mercado dos fundos é calculada conforme o critério da **tabela 30**.

Ranking dos Administradores de FII por Patrimônio Líquido

TAB. 39

Administrador	1/1/1995 – 31/12/2014			1/1/1995 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	17.635.992.145	1	31,3	1	32,0	-0,8
Caixa Econômica Federal	6.377.493.197	2	11,3	2	11,2	0,1
Rio Bravo Investimentos DTVM	4.709.369.583	3	8,4	3	8,7	-0,4
Votorantim Asset Management DTVM	4.704.524.213	4	8,3	4	7,9	0,5
Credit Suisse Hedging Griffo CV	3.771.826.022	5	6,7	5	6,9	-0,2
Intrag DTVM	3.147.950.734	6	5,6	7	5,6	0,0
BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM	2.792.805.784	7	5,0	6	5,7	-0,7
Citibank DTVM	1.786.733.941	8	3,2	8	4,0	-0,8
Oliveira Trust DTVM	1.669.762.291	9	3,0	11	2,0	0,9
BRL Trust DTVM	1.449.924.843	10	2,6	9	2,4	0,2
<b>Dez Maiores</b>	<b>48.046.382.753</b>		<b>85,2</b>	<b>46.392.925.945</b>	<b>86,7</b>	<b>-1,5</b>
<b>Total</b>	<b>56.392.690.829</b>		<b>100,0</b>	<b>53.509.304.964</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos Administradores de FII por Número de Fundos

TAB. 40

Administrador	1/1/1995 – 31/12/2014			1/1/1995 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	51	1	20,5	1	22,6	-2,1
BRL Trust DTVM	27	2	10,8	8	4,1	6,8
Rio Bravo Investimentos DTVM	22	3	8,8	2	10,0	-1,1
Oliveira Trust DTVM	20	4	8,0	4	6,8	1,2
Citibank DTVM	15	5	6,0	3	8,6	-2,6
Caixa Econômica Federal	12	6	4,8	5	5,0	-0,2
Credit Suisse Hedging Griffo CV	12	7	4,8	6	5,0	-0,2
Votorantim Asset Management DTVM	11	8	4,4	7	4,1	0,3
Planner Corretora	11	9	4,4	11	3,2	1,3
BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM	8	10	3,2	9	3,6	-0,4
<b>Dez Maiores</b>	<b>189</b>		<b>75,9</b>	<b>162</b>	<b>73,3</b>	<b>2,6</b>
<b>Total</b>	<b>249</b>		<b>100,0</b>	<b>221</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os administradores de FII por número de fundos e por montante agregado de PL dos fundos no último dia do ano de 2014. O fundo cujo valor do PL não tenha sido divulgado para o dia em questão não é considerado para os *Rankings*.

## FIP IMOBILIÁRIO

*Ranking dos Administradores de FIP Imobiliário por Patrimônio Líquido*

TAB. 41

Administrador	1/1/2003 – 31/12/2014		
	Montante (R\$ milhões)	Posição	Participação (%)
Votorantim Asset Management DTVM	4.099	1	21,1
Pátria Investimentos	2.444	2	12,6
Santander Securities Services Brasil DTVM	2.146	3	11,1
HSI - Hemisfério Sul Investimentos	1.926	4	9,9
Caixa Econômica Federal	1.562	5	8,0
Planner Corretora	1.317	6	6,8
Oliveira Trust Servicer	847	7	4,4
BEM DTVM	705	8	3,6
BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	675	9	3,5
BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM	546	10	2,8
<b>Dez Maiores</b>	<b>16.266</b>		<b>83,8</b>
<b>Total</b>	<b>19.406</b>		<b>100,0</b>

*Ranking dos Administradores de FIP Imobiliário por Número de Fundos*

TAB. 42

Administrador	1/1/2003 – 31/12/2014		
	Número de Operações	Posição	Participação
BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM	29	1	24,0
BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	9	2	7,4
Votorantim Asset Management DTVM	8	3	6,6
Santander Securities Services Brasil DTVM	8	4	6,6
Oliveira Trust Servicer	6	5	5,0
Pátria Investimentos	5	6	4,1
HSI - Hemisfério Sul Investimentos	5	7	4,1
BEM DTVM	5	8	4,1
BRL Trust	5	9	4,1
Planner Corretora	4	10	3,3
<b>Dez Maiores</b>	<b>84</b>		<b>69,4</b>
<b>Total</b>	<b>121</b>		<b>100,0</b>

**Critério:** Ordenam os administradores de FIP que investem preponderantemente em empresas do setor imobiliário por número de fundos e por montante agregado de PL dos fundos no último dia do ano de 2014. O fundo cujo valor do PL não tenha sido divulgado para o dia em questão não é considerado para os *Rankings*

## ADVOGADOS

### CRI

*Ranking dos Advogados por Montante Emitido de CRI em 2014*

TAB. 43

Escritório de Advogados	1/1/2014 – 31/12/2014		
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)
PMKA Advogados Associados	8.469.132.347	1	59,7
Pinheiro Guimarães Advogados	1.659.050.142	2	11,7
Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados	811.483.665	3	5,7
Souza, Cescon, Barrieu & Flesch Advogados	653.476.066	4	4,6
Negrão, Ferrari & Bumlai Chodraui Advogados	398.384.783	5	2,8
Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados	312.400.000	6	2,2
Tozzini, Freire, Teixeira e Silva Advogados	307.052.000	7	2,2
Cascione, Pulino, Boulos & Santos Advogados	231.899.964	8	1,6
FreitasLeite Advogados	194.366.000	9	1,4
Stocche, Forbes, Padis, Filizzola e Clapis Advogados	180.139.259	10	1,3
<b>Dez Maiores</b>	<b>13.217.384.226</b>		<b>93,2</b>
<b>Total</b>	<b>14.178.729.378</b>		<b>100,0</b>

*Ranking dos Advogados por Número de Operações de CRI em 2014*

TAB. 44

Escritório de Advogados	1/1/2014 – 31/12/2014		
	Número de Operações	Posição	Participação (%)
PMKA Advogados Associados	33	1	30,0
Pinheiro Guimarães Advogados	10	2	9,1
Souza, Cescon, Barrieu & Flesch Advogados	8	3	7,3
Negrão, Ferrari & Bumlai Chodraui Advogados	8	4	7,3
Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados	7	5	6,4
Cascione, Pulino, Boulos & Santos Advogados	4	6	3,6
Stocche, Forbes, Padis, Filizzola e Clapis Advogados	4	7	3,6
Bicalho e Mollica Advogados	4	8	3,6
Tozzini, Freire, Teixeira e Silva Advogados	3	9	2,7
FreitasLeite Advogados	3	10	2,7
<b>Dez Maiores</b>	<b>84</b>		<b>76,4</b>
<b>Total</b>	<b>110</b>		<b>100,0</b>

**Critério:** Ordenam os assessores legais com base no montante emitido e no número de operações de CRI realizadas pelas Securitizadoras Imobiliárias durante o ano de 2014. A assessoria considerada neste *Ranking* é aquela prestada pelo participante às Securitizadoras Imobiliárias, aos Coordenadores Líder, às Cedentes, ou quando este atua como *deal counsel* no processo de estruturação da operação. Quando dois ou mais escritórios de advogados assessoram conjuntamente uma mesma operação, o crédito é atribuído integralmente a todos os participantes. O *Ranking* considera apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, no ano de 2014.

## FII

Ranking dos Advogados por Montante Emitido de Cotas de FII em 2014							TAB. 45
Escritório de Advogados	1/1/2014 – 31/12/2014			1/1/2013 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Felsberg Advogados	97.417.194	1	25,6	-	-	25,6	
Motta, Fernandes Rocha Advogados	94.126.300	2	24,7	-	-	24,7	
Campos Mello Advogados	81.855.732	3	21,5	-	-	21,5	
PMKA Advogados Associados	70.848.510	4	18,6	1	22,2	-3,6	
FreitasLeite Advogados	14.369.000	5	3,8	5	9,2	-5,4	
Bocater, Camargo, Costa e Silva Sociedade de Advogados	11.801.000	6	3,1	-	-	3,1	
Stocche, Forbes, Padis, Filizzola e Clapis Advogados	7.467.705	7	2,0	9	2,3	-0,4	
Souza, Cescon, Barrieu e Flesch Advogados	2.900.000	8	0,8	7	5,4	-4,7	
Lefosse Advogados	389.000	9	0,1	4	13,2	-13,1	
<b>Total</b>	<b>381.174.441</b>		<b>100,0</b>	<b>7.640.530.759</b>	<b>100,0</b>		

Ranking dos Advogados por Número de Operações de Cotas de FII em 2014							TAB. 46
Escritório de Advogados	1/1/2014 – 31/12/2014			1/1/2013 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Número de Operações	Posição	Participação	Posição	Participação		
PMKA Advogados Associados	4	1	33,3	1	29,6	3,7	
Felsberg Advogados	1	2	8,3	-	-	8,3	
Motta, Fernandes Rocha Advogados	1	3	8,3	-	-	8,3	
Campos Mello Advogados	1	4	8,3	-	-	8,3	
FreitasLeite Advogados	1	5	8,3	2	18,5	-10,2	
Bocater, Camargo, Costa e Silva Sociedade de Advogados	1	6	8,3	-	-	8,3	
Stocche Forbes Padis Filizzola e Clapis Advogados	1	7	8,3	7	7,4	0,9	
Souza, Cescon, Barrieu e Flesch Advogados	1	8	8,3	5	7,4	0,9	
Lefosse Advogados	1	9	8,3	8	3,7	4,6	
<b>Total</b>	<b>12</b>		<b>100,0</b>	<b>27</b>	<b>100,0</b>		

**Critério:** Ordenam os assessores legais de FII com base no montante emitido e no número de operações realizadas durante o ano de 2014. Quando duas ou mais instituições assessoram conjuntamente um mesmo FII, o crédito é atribuído integralmente a todas as instituições. O *Ranking* considera apenas os fundos que têm suas cotas negociadas na BM&FBOVESPA.

## AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

### CRI

<i>Ranking das Agências de Classificação de Risco por Montante de CRI Classificado em 2014</i>							TAB. 47
Agência de Classificação	1/1/2014 – 31/12/2014			1/1/2013 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Fitch	2.421.909.064	1	67,5	1	57,9	9,6	
Liberum	438.615.135	2	12,2	3	10,1	2,1	
S&P	312.000.000	3	8,7	2	23,8	-15,1	
LF	248.313.435	4	6,9	5	0,5	6,4	
Moody's	144.900.000	5	4,0	4	7,6	-3,6	
SR	15.000.000	6	0,4	7	0,0	0,4	
Austin	9.000.000	7	0,3	6	0,1	0,2	
<b>Total</b>	<b>3.589.737.634</b>		<b>100,0</b>	<b>6.033.464.409</b>	<b>100,0</b>		

<i>Ranking das Agências de Classificação de Risco por Número de Títulos de CRI Classificado em 2014</i>							TAB. 48
Agência de Classificação	1/1/2014 – 31/12/2014			1/1/2013 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Número de Títulos	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Fitch	17	1	35,4	1	40,3	-4,9	
Liberum	14	2	29,2	3	19,4	9,8	
LF	9	3	18,8	6	1,5	17,3	
S&P	4	4	8,3	2	28,4	-20,0	
SR	2	5	4,2	7	1,5	2,7	
Moody's	1	6	2,1	4	6,0	-3,9	
Austin	1	7	2,1	5	3,0	-0,9	
<b>Total</b>	<b>48</b>		<b>100,0</b>	<b>67</b>	<b>100,0</b>		

*Ranking das Agências de Classificação de Risco por Montante de CRI Classificado – Consolidado*

TAB. 49

Agência de Classificação	1/1/1999 – 31/12/2014			1/1/1999 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Fitch	14.633.701.713	1	60,4	1	59,2	1,2
Moody's	2.892.882.985	2	11,9	2	13,3	-1,4
S&P	2.475.211.925	3	10,2	3	10,5	-0,3
Austin	1.319.383.287	4	5,4	4	6,4	-1,0
SR	1.227.591.325	5	5,1	5	5,9	-0,8
Liberum	1.046.848.319	6	4,3	6	3,0	1,3
LF	639.570.237	7	2,6	7	1,9	0,7
<b>Total</b>	<b>24.235.189.791</b>		<b>100,0</b>	<b>20.645.452.157</b>	<b>100,0</b>	

*Ranking das Agências de Classificação de Risco por Número de Títulos de CRI Classificado – Consolidado*

TAB. 50

Agência de Classificação	1/1/1999 – 31/12/2014			1/1/1999 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)
	Número de Títulos	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Fitch	162	1	44,4	1	45,7	-1,3
Austin	65	2	17,8	2	20,2	-2,4
S&P	34	3	9,3	3	9,5	-0,2
LF	33	4	9,0	4	7,6	1,4
Liberum	27	5	7,4	7	4,1	3,3
Moody's	23	6	6,3	5	6,9	-0,6
SR	21	7	5,8	6	6,0	-0,2
<b>Total</b>	<b>365</b>		<b>100,0</b>	<b>317</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam as agências de classificação de risco com base no montante e no número de atribuições de classificações de risco emitidas por cada uma delas aos CRI. O valor considerado no *Ranking* das agências de classificação de risco é o montante total de títulos aos quais foi atribuída uma classificação e não o valor de toda a operação. Os *Rankings* consideram atribuições feitas durante o período sob análise para operações novas (registradas ou em processo de registro) ou antigas (realizadas em períodos anteriores, mas classificadas pelas agências em questão pela primeira vez durante o ano). As atividades de monitoramento das agências não são contabilizadas para suas posições no *Ranking*. Uma classificação, seja ela preliminar ou não, é contabilizada uma única vez. Contudo, somente são consideradas classificações nas quais os montantes dos títulos classificados são informados nos relatórios ou em comunicados formais das próprias agências de classificação de risco. Quando um título recebe classificações de duas ou mais agências, o montante objeto da classificação é atribuído a ambas as agências. Os *Rankings* são calculados de forma consolidada e para o ano de 2014.

## AGENTES FIDUCIÁRIOS

### CRI

Ranking dos Agentes Fiduciários por Montante Emitido de CRI em 2014							TAB. 51
Agente Fiduciário	1/1/2014 – 31/12/2014			1/1/2013 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Pentágono DTVM	9.916.280.759	1	58,7	1	83,1	-24,4	
Oliveira Trust DTVM	5.286.997.715	2	31,3	2	12,2	19,1	
GDC Partners DTVM	722.549.666	3	4,3	3	3,5	0,8	
Simplific Pavarini DTVM	392.672.149	4	2,3	4	0,7	1,6	
SLW Corretora	320.500.000	5	1,9	-	-	1,9	
Planner Corretora	224.520.025	6	1,3	-	-	1,3	
BRL Trust DTVM	27.000.000	7	0,2	5	0,5	-0,3	
<b>Total</b>	<b>16.890.520.314</b>		<b>100,0</b>	<b>16.643.162.058</b>	<b>100,0</b>		

Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI em 2014							TAB. 52
Agente Fiduciário	1/1/2014 – 31/12/2014			1/1/2013 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Pentágono DTVM	63	1	44,7	1	68,3	-23,6	
Oliveira Trust DTVM	56	2	39,7	2	24,6	15,1	
Simplific Pavarini DTVM	9	3	6,4	4	1,6	4,8	
GDC Partners DTVM	5	4	3,5	3	4,0	-0,4	
SLW Corretora	5	5	3,5	-	-	3,5	
Planner Corretora	2	6	1,4	-	-	1,4	
BRL Trust DTVM	1	7	0,7	5	1,6	-0,9	
<b>Total</b>	<b>141</b>		<b>100,0</b>	<b>126</b>	<b>100,0</b>		

**Critério:** Ordenam os agentes fiduciários com base no montante emitido e no número total de operações realizadas durante o ano de 2014. O *Ranking* considera apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, no ano de 2014.

Ranking dos Agentes Fiduciários por Preço Unitário dos CRI

TAB. 53

Agente Fiduciário	31/12/2014			31/12/2013		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Pentágono DTVM	35.186.764.538	1	61,0	1	63,4	-2,4
Oliveira Trust DTVM	15.822.030.750	2	27,4	2	26,9	0,5
Simplific Pavarini DTVM	2.211.737.096	3	3,8	3	4,5	-0,7
Planner Corretora	1.718.506.785	4	3,0	5	1,5	1,4
GDC Partners DTVM	1.435.849.013	5	2,5	4	2,2	0,3
SLW Corretora	879.169.198	6	1,5	7	0,7	0,8
BRL Trust DTVM	435.667.206	7	0,8	6	0,8	0,0
<b>Total</b>	<b>57.689.724.586</b>		<b>100,0</b>	<b>46.400.901.231</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI

TAB. 54

Agente Fiduciário	31/12/2014			31/12/2013		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Oliveira Trust DTVM	297	1	44,9	1	47,4	-2,4
Pentágono DTVM	268	2	40,5	2	41,2	-0,7
Planner Corretora	33	3	5,0	3	3,8	1,2
Simplific Pavarini DTVM	23	4	3,5	4	3,6	-0,2
GDC Partners DTVM	23	5	3,5	5	2,2	1,3
SLW Corretora	12	6	1,8	6	1,1	0,7
BRL Trust DTVM	5	7	0,8	7	0,7	0,0
<b>Total</b>	<b>661</b>		<b>100,0</b>	<b>551</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os Agentes Fiduciários com base no montante total e no número de operações de CRI a vencer (PU) no último dia útil de 2014. As emissões que não tiveram informações divulgadas pelos Agentes Fiduciários não são consideradas para o *Ranking*.

## AUDITORES

### Securizadora Imobiliária

Ranking dos Auditores de Securizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI							TAB. 55
Auditor	31/12/2014			31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Deloitte Touche Tohmatsu	28.191.385.585	1	48,9	1	39,8	9,0	
PricewaterhouseCoopers	10.523.099.328	2	18,2	3	23,7	-5,5	
EY	6.109.451.206	3	10,6	2	27,2	-16,6	
Grant Thornton Auditores Independentes	6.095.685.045	4	10,6	-	-	10,6	
KPMG Auditores Independentes	2.498.589.137	5	4,3	4	5,1	-0,8	
BDO RCS Auditores Independentes	1.047.438.796	6	1,8	8	0,4	1,5	
Itikawa	1.009.870.077	7	1,8	6	1,4	0,4	
Moore Stephens Lima Lucchesi	826.109.037	8	1,4	5	1,6	-0,1	
Pemom Auditores Independentes	456.075.732	9	0,8	-	-	0,8	
LCC Auditores Independentes	251.327.713	10	0,4	7	0,4	0,1	
<b>Dez Maiores</b>	<b>57.009.031.656</b>		<b>98,8</b>	<b>46.340.717.442</b>	<b>99,9</b>	<b>-1,1</b>	
<b>Total</b>	<b>57.689.724.586</b>		<b>100,0</b>	<b>46.400.901.231</b>	<b>100,0</b>		

Ranking dos Auditores de Securizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI							TAB. 56
Auditor	31/12/2014			31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Deloitte Touche Tohmatsu	274	1	41,5	1	39,2	2,3	
PricewaterhouseCoopers	178	2	26,9	2	29,8	-2,8	
Grant Thornton Auditores Independentes	50	3	7,6	-	-	7,6	
EY	47	4	7,1	3	18,9	-11,8	
KPMG Auditores Independentes	32	5	4,8	4	4,7	0,1	
Moore Stephens Lima Lucchesi	22	6	3,3	5	3,1	0,2	
BDO RCS Auditores Independentes	21	7	3,2	6	1,6	1,5	
Itikawa	12	8	1,8	7	1,1	0,7	
Pemom Auditores Independentes	6	9	0,9	-	-	0,9	
Crowe Horwath	5	10	0,8	-	-	0,8	
<b>Dez Maiores</b>	<b>647</b>		<b>97,9</b>	<b>549</b>	<b>99,6</b>	<b>-1,8</b>	
<b>Total</b>	<b>661</b>		<b>100,0</b>	<b>551</b>	<b>100,0</b>		

**Critério:** Ordenam os auditores de Securizadoras Imobiliárias com base no montante total e no número de operações de CRI a vencer (PU) no último dia útil de 2014. As emissões que não tiveram informações divulgadas pelos participantes da operação não são consideradas para o Ranking.

FII

Ranking dos Auditores de FII por Capitalização de Mercado							TAB. 57
Auditor	1/1/1995 – 31/12/2014			1/1/1995 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
PricewaterhouseCoopers	7.063.489.653	1	34,7	1	46,4	-11,7	
EY	5.333.351.440	2	26,2	2	16,7	9,5	
KPMG	4.338.309.215	3	21,3	3	13,1	8,2	
Deloitte Touche Tohmatsu	2.391.503.697	4	11,7	5	8,4	3,3	
Performance	348.171.126	5	1,7	4	11,6	-9,9	
BDO RCS Auditores Independentes	250.636.791	6	1,2	6	1,1	0,1	
Baker Tilly Brasil	240.221.672	7	1,2	-	-	1,2	
Moore Stephens Lima Lucchesi	198.597.318	8	1,0	8	0,9	0,1	
Grant Thornton Auditores Independentes	193.692.989	9	1,0	7	1,0	0,0	
RSM Fontes Auditores Independentes	26.021.811	10	0,1	-	-	0,1	
<b>Total</b>	<b>20.383.995.712</b>		<b>100,0</b>	<b>24.311.611.120</b>	<b>100,0</b>		

Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos Negociados							TAB. 58
Auditor	1/1/1995 – 31/12/2014			1/1/1995 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
PricewaterhouseCoopers	32	1	38,6	1	53,1	-14,5	
EY	20	2	24,1	3	14,8	9,3	
KPMG	18	3	21,7	2	18,5	3,2	
Deloitte Touche Tohmatsu	5	4	6,0	4	6,2	-0,2	
BDO RCS Auditores Independentes	2	5	2,4	6	1,2	1,2	
Baker Tilly Brasil	2	6	2,4	-	-	2,4	
Performance	1	7	1,2	5	2,5	-1,3	
Moore Stephens Lima Lucchesi	1	8	1,2	8	1,2	0,0	
Grant Thornton Auditores Independentes	1	9	1,2	7	1,2	0,0	
RSM Fontes Auditores Independentes	1	10	1,2	-	-	1,2	
<b>Total</b>	<b>83</b>		<b>100,0</b>	<b>81</b>	<b>100,0</b>		

**Critério:** Ordenam os auditores de FII com base no número de fundos no último dia útil do ano de 2014, e no montante agregado de Capitalização de Mercado dos fundos. A capitalização de mercado dos fundos é calculada conforme o critério da **tabela 30**.

Ranking dos Auditores de FII por Patrimônio Líquido

TAB. 59

Auditor	1/1/1995 – 31/12/2014			1/1/1995 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
EY	18.951.468.270	1	34,2	2	23,9	10,3
PricewaterhouseCoopers	17.749.297.267	2	32,0	1	44,4	-12,4
KPMG	9.599.378.978	3	17,3	3	11,3	6,0
Deloitte Touche Tohmatsu	3.931.366.736	4	7,1	4	7,0	0,1
PHD Partners Auditores Independentes	737.860.629	5	1,3	10	0,8	0,5
BDO RCS Auditores Independentes	674.244.748	6	1,2	12	0,7	0,5
Baker Tilly Brasil	600.900.719	7	1,1	16	0,2	0,9
Performance	564.687.908	8	1,0	5	6,0	-5,0
Confidor Auditores Associados	456.299.203	9	0,8	7	0,8	0,0
Cassuli Auditores Independentes	428.749.495	10	0,8	8	0,8	0,0
<b>Dez Maiores</b>	<b>53.694.253.953</b>		<b>96,8</b>	<b>50.878.007.306</b>	<b>97,0</b>	<b>-0,2</b>
<b>Total</b>	<b>55.473.391.803</b>		<b>100,0</b>	<b>52.433.935.108</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos dos Auditores de FII por Número de Fundos

TAB. 60

Auditor	1/1/1995 – 31/12/2014			1/1/1995 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
PricewaterhouseCoopers	75	1	32,9	1	41,6	-8,7
KPMG	42	2	18,4	2	18,3	0,1
EY	41	3	18,0	3	17,3	0,7
PHD Partners Auditores Independentes	13	4	5,7	8	2,0	3,7
Deloitte Touche Tohmatsu	11	5	4,8	4	5,6	-0,8
BDO RCS Auditores Independentes	8	6	3,5	6	2,5	1,0
Baker Tilly Brasil	7	7	3,1	12	1,0	2,1
Pemom Auditores Independentes	7	8	3,1	-	-	3,1
Grant Thornton Auditores Independentes	5	9	2,2	9	1,5	0,7
Crowe Horwath	5	10	2,2	5	2,5	-0,3
<b>Dez Maiores</b>	<b>214</b>		<b>93,9</b>	<b>186</b>	<b>94,4</b>	<b>-0,5</b>
<b>Total</b>	<b>228</b>		<b>100,0</b>	<b>197</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os auditores de FII por número de fundos e por montante agregado de PL dos fundos no último dia do ano de 2014. O fundo cujo valor do PL não tenha sido divulgado para o dia em questão não é considerado para os *Rankings*.

## ESTRUTURADORES

### FII

Ranking dos Estruturadores de FII por Montante Emitido em 2014							TAB. 61
Estruturador	1/1/2014 – 31/12/2014			1/1/2013 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	97.417.194	1	22,6	10	3,8	18,8	
Oliveira Trust DTVM	94.126.300	2	21,8	-	-	21,8	
Rio Bravo Investimentos DTVM	81.855.732	3	19,0	-	-	19,0	
Capitânia	50.000.000	4	11,6	-	-	11,6	
XP Investimentos CCTVM	39.532.900	5	9,2	9	4,2	5,0	
Riviera Gestora de Recursos	24.000.000	6	5,6	-	-	5,6	
Credit Suisse Hedging Griffo CV	14.369.000	7	3,3	5	6,4	-3,1	
Queluz Gestão de Ativos	11.801.000	8	2,7	-	-	2,7	
Coinvalores CCVM	7.467.705	9	1,7	-	-	1,7	
Itaú Unibanco	4.415.610	10	1,0	2	9,4	-8,3	
<b>Dez Maiores</b>	<b>424.985.441</b>		<b>98,6</b>	<b>5.243.414.379</b>	<b>90,2</b>	<b>8,3</b>	
<b>Total</b>	<b>431.174.441</b>		<b>100,0</b>	<b>5.811.514.879</b>	<b>100,0</b>		

Ranking dos Estruturadores de FII por Número de Operações em 2014							TAB. 62
Estruturador	1/1/2014 – 31/12/2014			1/1/2013 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	1	1	7,7	10	5,0	2,7	
Oliveira Trust DTVM	1	2	7,7	-	-	7,7	
Rio Bravo Investimentos DTVM	1	3	7,7	-	-	7,7	
Capitânia	1	4	7,7	-	-	7,7	
XP Investimentos CCTVM	1	5	7,7	9	5,0	2,7	
Riviera Gestora de Recursos	1	6	7,7	-	-	7,7	
Credit Suisse Hedging Griffo CV	1	7	7,7	1	20,0	-12,3	
Queluz Gestão de Ativos	1	8	7,7	-	-	7,7	
Coinvalores CCVM	1	9	7,7	-	-	7,7	
Itaú Unibanco	1	10	7,7	3	10,0	-2,3	
<b>Dez Maiores</b>	<b>10</b>		<b>76,9</b>	<b>16</b>	<b>80,0</b>	<b>-3,1</b>	
<b>Total</b>	<b>13</b>		<b>100,0</b>	<b>20</b>	<b>100,0</b>		

**Critério:** Ordenam os estruturadores de FII com base no montante emitido e no número de operações realizadas durante o ano de 2014. Quando duas ou mais instituições estruturaram conjuntamente um mesmo FII, o crédito é atribuído integralmente a todas as instituições. O *Ranking* considera apenas os fundos que têm suas cotas negociadas na BM&FBOVESPA.

## LÍDERES

### CRI

Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Montante Emitido em 2014							TAB. 63
Líder de Distribuição	1/1/2014 – 31/12/2014			1/1/2013 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Banco Bradesco BBI	6.331.100.915	1	37,6	3	10,0	27,6	
Banco Itaú BBA	5.301.813.630	2	31,5	1	42,5	-11,0	
Caixa Econômica Federal	1.790.437.495	3	10,6	2	13,5	-2,8	
Votorantim	776.500.002	4	4,6	5	4,2	0,4	
Banco J. Safra	360.000.000	5	2,1	8	2,3	-0,1	
SLW Corretora	333.223.083	6	2,0	15	1,0	1,0	
PETRA Personal Trader CTVM	258.065.313	7	1,5	10	2,0	-0,5	
RB Capital DTVM	252.764.993	8	1,5	4	6,3	-4,8	
BRL Trust DTVM	214.576.141	9	1,3	-	-	1,3	
Banco BTG Pactual	194.400.000	10	1,2	6	4,0	-2,8	
<b>Dez Maiores</b>	<b>15.812.881.572</b>		<b>94,0</b>	<b>14.982.372.841</b>	<b>90,3</b>	<b>3,7</b>	
<b>Total</b>	<b>16.820.191.928</b>		<b>100,0</b>	<b>16.600.249.985</b>	<b>100,0</b>		

Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Montante Emitido em 2014							TAB. 64
Líder de Distribuição	1/1/2014 – 31/12/2014			1/1/2013 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)	
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Banco Itaú BBA	37	1	27,0	2	12,1	14,9	
Banco Bradesco BBI	21	2	15,3	7	5,6	9,7	
Votorantim	10	3	7,3	3	11,3	-4,0	
SLW Corretora	8	4	5,8	12	3,2	2,6	
RB Capital DTVM	8	5	5,8	1	13,7	-7,9	
PETRA Personal Trader CTVM	7	6	5,1	5	7,3	-2,1	
BRL Trust DTVM	7	7	5,1	-	-	5,1	
SOCOPA	7	8	5,1	4	7,3	-2,1	
Banco J. Safra	6	9	4,4	10	3,2	1,2	
Gradual CTVM	5	10	3,6	6	6,5	-2,8	
<b>Dez Maiores</b>	<b>116</b>		<b>84,7</b>	<b>94</b>	<b>75,8</b>	<b>8,9</b>	
<b>Total</b>	<b>137</b>		<b>100,0</b>	<b>124</b>	<b>100,0</b>		

**Critério:** Ordenam os líderes de distribuição de CRI com base no montante emitido e no número de operações distribuídas durante o ano de 2014. O *Ranking* considera apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, no ano de 2014.

FII

Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Montante Emitido em 2014

TAB. 65

Líder de Distribuição	1/1/2014 – 31/12/2014			1/1/2013 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM	120.920.000	1	18,8	18	0,8	18,1
BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	113.849.194	2	17,7	9	3,8	13,9
Oliveira Trust DTVM	94.126.300	3	14,7	13	1,6	13,1
Rio Bravo Investimentos DTVM	81.855.732	4	12,8	11	2,3	10,5
BRB DTVM	80.000.000	5	12,5	-	-	12,5
XP Investimentos CCTVM	39.532.900	6	6,2	8	3,9	2,3
Intrader DTVM	24.744.500	7	3,9	-	-	3,9
SOCOPA	24.000.000	8	3,7	-	-	3,7
Foco DTVM	16.426.192	9	2,6	21	0,3	2,3
Planner Corretora	14.531.000	10	2,3	20	0,5	1,8
<b>Dez Maiores</b>	<b>609.985.818</b>		<b>95,1</b>	<b>5.479.892.698</b>	<b>87,9</b>	<b>7,2</b>
<b>Total</b>	<b>641.527.133</b>		<b>100,0</b>	<b>6.235.638.715</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Número Operações em 2014

TAB. 66

Líder de Distribuição	1/1/2014 – 31/12/2014			1/1/2013 – 31/12/2013		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM	2	1	10,5	19	2,9	7,6
BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	2	2	10,5	3	8,8	1,7
Planner Corretora	2	3	10,5	9	5,9	4,6
Oliveira Trust DTVM	1	4	5,3	14	2,9	2,3
Rio Bravo Investimentos DTVM	1	5	5,3	8	5,9	-0,6
BRB DTVM	1	6	5,3	-	-	5,3
XP Investimentos CCTVM	1	7	5,3	11	2,9	2,3
Intrader DTVM	1	8	5,3	-	-	5,3
SOCOPA	1	9	5,3	-	-	5,3
Foco DTVM	1	10	5,3	21	2,9	2,3
<b>Dez Maiores</b>	<b>13</b>		<b>68,4</b>	<b>23</b>	<b>67,6</b>	<b>0,8</b>
<b>Total</b>	<b>19</b>		<b>100,0</b>	<b>34</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os líderes de distribuição das cotas de FII com base no montante emitido e no número de operações distribuídas durante o ano de 2014. O *Ranking* considera apenas os fundos que têm suas cotas negociadas na BM&FBOVESPA.

# 5

# LEGISLAÇÃO E REGULAMENTAÇÃO

**A REGULAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO IMOBILIÁRIO  
E SEUS DESAFIOS PARA 2015**

Por Alexandre Assolini Mota e Luis Peyser  
do escritório PMKA Advogados

UM PROJETO AMBICIOSO,  
UMA ESTRATÉGIA INOVADORA,  
UMA NEGOCIAÇÃO COMPLICADA,  
UM CRONOGRAMA APERTADO,  
PEDEM UM ESCRITÓRIO DIFERENTE.

MUITO PRAZER, NÓS SOMOS O  
**PMKA ADVOGADOS**, REFERÊNCIA  
NO MERCADO IMOBILIÁRIO.

Desenvolver operações desafiadoras e complexas  
é o nosso principal negócio. Nosso diferencial?  
Profundidade técnica aliada a visão de negócios,  
postura proativa e a busca incessante por  
soluções inovadoras, mas acima de tudo viáveis.

**É assim que trabalhamos.**

**É assim que fazemos acontecer.**



**PMKA ADVOGADOS | THE FIRST CHOICE FOR COMPLEX MATTERS.**

**SÃO PAULO**

Avenida das Nações Unidas, nº 4.777,  
13º andar, Alto de Pinheiros, São Paulo - SP  
Tel.: 55 (11) 3133-2500 | Fax: 55 (11) 3133-2505

**RIO DE JANEIRO**

Praça Floriano, nº 19,  
9º andar, Rio de Janeiro - RJ  
Tel./Fax: 55 (21) 2277-1350

[www.pmka.com.br](http://www.pmka.com.br)

**PMKA**  
ADVOGADOS

O mercado imobiliário é considerado uma das grandes locomotivas da economia de qualquer país e não poderia ser diferente no caso brasileiro. Quais são os desafios para que o mercado possa continuar se desenvolvendo, levando em consideração as formas de financiamento existentes e quais seriam novas formas que poderiam auxiliar nesse crescimento?

## INTRODUÇÃO

Durante o ano de 2014, mesmo com tantos acontecimentos como Copa do Mundo e eleições para presidente, bem como acontecimentos negativos como protestos nas capitais de diversos estados, o mercado e as autoridades competentes não deixaram de manter suas discussões acerca de como fomentar e melhorar o financiamento do setor imobiliário brasileiro. Assim, neste artigo o leitor terá acesso a informações sobre duas novidades regulatórias aplicáveis ao mercado financeiro imobiliário, bem como aos principais questionamentos acerca de tais mecanismos de financiamento.

A primeira novidade é um novo título que poderá ser emitido por instituições financeiras e chamado de Letra Imobiliária Garantida (o *Covered Bond* brasileiro). A seguir o leitor encontrará uma análise independente sobre os assuntos que ainda precisam de certos esclarecimentos pelos órgãos reguladores bem como pontos de atenção relevantes para o acompanhamento pelos agentes do mercado sobre as emissões a serem realizadas.

A segunda novidade é referente a algumas alterações que estão sendo propostas na regulamentação de Fundos de Investimento Imobiliários. Nossa análise abordará alguns pontos da audiência pública que a Comissão de Valores Mobiliários realizou solicitando que o mercado se manifestasse sobre o aperfeiçoamento da Instrução nº 472/08, sobretudo acerca de itens relativos à governança dos fundos imobiliários, com aprimoramento de regras relacionadas à convocação, participação de cotistas e tomada de decisões em assembleias, entre outros.

## LETRA IMOBILIÁRIA GARANTIDA

As Letras Imobiliárias Garantidas (LIG) foram instituídas legalmente no Brasil por meio da Medida Provisória nº 656 de 7 de outubro de 2014. Durante a tramitação da referida medida provisória, o setor produtivo da construção civil, o setor financeiro e outros setores relacionados ao mercado puderam fazer suas sugestões por meio de emendas ao seu texto, sendo que o texto final que regerá a emissão e existência das LIG foi promulgado na Lei nº 13.097 de 19 de janeiro de 2015. De acordo com a Lei nº 13.097, as regras referentes às Letras Imobiliárias Garantidas possuem similaridades aos *Covered Bonds* existentes no restante do mundo.

### Características principais

As Letras Imobiliárias Garantidas são títulos de crédito nominativos de emissão exclusiva de instituições financeiras, que representam promessa de pagamento em dinheiro e somente podem ser emitidas sob a forma escritural e registradas em depositário central autorizado pelo Banco Central do Brasil.

A instituição emissora deverá identificar no momento de emissão das letras diversos itens relativos aos valores, juros, correções monetárias aplicáveis mas, sobretudo, deverá determinar a carteira de ativos (conhecida como *covered pool* nas emissões de *Covered Bonds*) que será segregada do patrimônio da instituição financeira para ser utilizada como garantia exclusivamente aos detentores das LIG.

A Lei nº 13.097 prevê que além das próprias Letras Imobiliárias Garantidas, os ativos que compõe a Carteira de Ativos deverão ser depositados em entidade autorizada a exercer a atividade de depósito centralizado ou registrados em entidades autorizadas a exercer a atividade de registro de ativos financeiros e de valores mobiliários. Tal provisão é de grande relevância para a definição dos tipos de ativos que podem compor a carteira de ativos, já que nem todos os ativos referentes a créditos imobiliários existentes estão, ou podem facilmente ser depositados, nos termos da legislação. Assim, os potenciais emissores precisarão fazer ajustes em seus procedimentos atuais de formalização das operações de crédito de forma a buscar possuir documentos suficientes e necessários para o referido depósito.

Estabelece ainda a Lei nº 13.097 que a carteira de ativos poderá ser composta por:

- (i) créditos imobiliários, conforme vier a ser definido pelo Conselho Monetário Nacional e desde que garantidos por alienação fiduciária de bem imóvel ou garantia hipotecária, ou ainda se for referente a incorporação imobiliária desde que esta esteja submetida ao regime afetação;
- (ii) títulos de emissão do Tesouro Nacional;
- (iii) instrumentos derivativos contratados por meio de contraparte central garantidora;
- (iv) outros ativos que venham a ser autorizados pelo Conselho Monetário Nacional.

A carteira de ativos deverá ainda ser composta por, no mínimo, 50,0% de créditos imobiliários, sendo que a carteira de ativos deverá exceder, no mínimo, em 5,0% o volume total da emissão das Letras Imobiliárias Garantidas.

Para que a carteira de ativos seja efetivamente segregada do patrimônio da instituição financeira emissora, será necessária a instituição de regime fiduciário próprio estabelecido na própria Lei nº 13.097, sendo que o mesmo

será instituído mediante registro em entidade qualificada com depositário central de ativos.

Outra característica relevante das LIG é a necessidade de contratação de um agente fiduciário, que não poderá ser ligado à instituição administradora, e deverá ser instituição autorizada a prestar tal serviço pelo Banco Central do Brasil e terá suas responsabilidades, remuneração e regras de atuação dispostas no instrumento de instituição do regime fiduciário sob a carteira de ativos.

A administração da carteira de ativos compete à entidade emissora da Letra Imobiliária Garantida durante todo o período de sua vigência, salvo nas hipóteses de decretação de sua intervenção, liquidação extrajudicial ou falência, casos em que o agente fiduciário passará a ser investido de poderes para administrar a carteira de ativos.

Os rendimentos e ganhos de capital das LIG serão isentos de impostos sobre a renda quando o beneficiário for pessoa física residente no Brasil ou residente ou domiciliado no exterior, com exceção aos casos de residência ou domicílio em paraíso fiscal, para os quais a tributação será aplicada à alíquota de 15,0%.

### **Itens ainda a serem regulamentados**

De acordo com o Art. 90 da Lei nº 13.097 (abaixo parcialmente transcrito), o Conselho Monetário Nacional deverá regular diversos pontos sobre a emissão das Letras Imobiliárias Garantidas, entre eles estão:

*“Art. 90 –(...):*

- (i) condições de emissão da LIG;*
- (ii) tipos de instituição financeira autorizada a emitir LIG, inclusive podendo estabelecer requisitos específicos para a emissão;*
- (iii) limites de emissão da LIG, inclusive o de emissão de LIG com cláusula de correção pela variação cambial, observado o disposto no parágrafo único;*
- (iv) utilização de índices, taxas ou metodologias de remuneração da LIG;*
- (v) prazo de vencimento da LIG;*
- (vi) prazo médio ponderado da LIG, não podendo ser inferior a vinte e quatro meses;*
- (vii) condições de resgate e de vencimento antecipado da LIG;*
- (viii) forma e condições para o registro e depósito da LIG e dos ativos que integram a Carteira de Ativos;*
- (ix) requisitos de elegibilidade, composição, suficiência, prazo e liquidez da Carteira de Ativos, inclusive quanto às metodologias de apuração;*

- (x) condições de substituição e reforço dos ativos que integram a Carteira de Ativos;
- (xi) requisitos para atuação como agente fiduciário e as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição;
- (xii) atribuições do agente fiduciário;
- (xiii) condições de administração da Carteira de Ativos; e
- (xiv) condições de utilização de instrumentos derivativos. (...)"

Ademais, a Comissão de Valores Mobiliários regulará a distribuição e oferta pública das Letras Imobiliárias Garantidas.

Assim, nota-se que apesar da Lei nº 13.097 ter sido promulgada, ainda existem diversos pontos extremamente relevantes que precisam de regulação para que as instituições financeiras possam lançar mão desse novo instrumento de captação. A possibilidade de o Conselho Monetário Nacional definir tantos pontos relevantes da regulação das LIG foi visto pelo mercado de duas formas diametralmente opostas: (i) o setor produtivo buscava uma adequação maior do instrumento de captação para a necessidade de novo *fundings* para o crescimento do setor imobiliário e para isso seria melhor que certos pontos já estivessem determinados na legislação; (ii) o setor financeiro demonstrou que seria mais prudente que houvesse uma flexibilidade maior do ponto de vista regulatório para que as respostas “legais” aos fatos e acontecimentos da economia e do mercado fossem mais rápidos do que depender de alterações legislativas.

### Pontos de Atenção

Tendo em vista as características principais acima expostas, bem como os itens que ainda deverão ser regulados pelo Conselho Monetário Nacional e pela Comissão de Valores Mobiliários, o mercado e os reguladores ainda terão que se empenhar em pontos relevantes para que os detentores de LIG e os outros credores das instituições financeiras emissoras tenham segurança jurídica adequada. Nesse artigo detalhamos dois desses pontos, conforme abaixo.

#### Riscos Demais Investidores, Credores e FGC

Um dos fatores preponderantes com relação à segurança jurídica de investidores de Letras Imobiliárias Garantidas e os demais investidores das instituições emissoras é o referente à clareza das informações e fácil acesso aos ativos da carteira de ativos.

A Lei nº 13.097 prevê que a instituição emissora: (i) poderá substituir os ativos da carteira de ativos; (ii) deve manter controles contábeis que permitam sua identificação e (iii) deve evidenciar em suas demonstrações financeiras

informações referentes à carteira de ativos. Com a finalidade de evitar casos de fraude, falta de informações, ou mesmo informações imprecisas, o que poderá afetar não só os reais e os potenciais investidores das LIG como os demais investidores da instituição emissora, seria mais prudente que o Conselho Monetário Nacional estabelecesse normas mais rígidas sobre a substituição dos ativos, bem como sobre a necessidade de segregação efetiva nas demonstrações financeiras das instituições emissoras.

Esse assunto é de extrema relevância porque a falha em referida segregação poderá trazer impactos não apenas para os investidores de uma determinada Letra Imobiliária Garantida, mas também para os demais investidores e potenciais credores da instituição financeira emissora. Vejamos um exemplo para elucidar a questão:

*A instituição emissora A já possui três emissões de LIG, com valores de R\$1,00 bilhão por emissão. Como consequência das diversas substituições de ativos (praticamente substituições mensais), as carteiras de ativos, apesar de teoricamente segregadas do patrimônio da instituição financeira, não estão exatamente e facilmente determinadas para cada emissão, de forma que podem se confundir entre si e ainda podem se confundir entre os demais ativos da instituição emissora. Assim, caso a instituição emissora se torne insolvente, o Agente Fiduciário terá no mínimo a dificuldade de assumir a administração das carteiras (especialmente considerando que podemos ter três diferentes agentes fiduciários envolvidos nas emissões). Além da dificuldade da administração da carteira, caso a própria carteira tenha suas insolvências, o Agente Fiduciário pode não ter acesso aos documentos necessários para providenciar a cobrança direta dos devedores dos créditos da carteira.*

O exemplo acima apresenta um risco apenas aos investidores das Letras Imobiliárias Garantidas, mas se pensado globalmente, podemos expandir e verificar que quaisquer outros investidores da instituição emissora estarão com mais problemas em razão da falta de informações ou informações imprecisas sobre a carteira de ativos. Os demais investidores da instituição emissora e também quaisquer credores no caso de falência (o que pode incluir os empregados, o fisco, etc.) terão acesso a um volume menor de ativos ou, no mínimo, menos precisos para buscar o pagamento de seus créditos.

Caso esse efetivamente seja o evento, potencialmente existirão mais clientes investidores da instituição emissora que precisarão ser ressarcidos pelo Fundo Garantidor de Créditos, o que impacta dizer que a emissão de LIG, se não for feita com rigidez sobre os ativos integrantes de sua carteira e tiverem seus controles contábeis rigidamente feitos e verificados, poderá trazer um ônus maior inclusive para o FGC.

#### Letras Imobiliárias Garantidas com Ativos Diferentes

A possibilidade de se emitir Letras Imobiliárias Garantidas com carteira de ativos com diversas opções de ativos imobiliários (ativos comerciais, residenciais, etc.) bem como com a possibilidade de se emitir com apenas 50,0% da carteira de ativos sendo efetivamente de ativos imobiliários, abrirá oportunidade para instituições emissoras se utilizarem de uma emissão e misturarem riscos e inclusive ativos totalmente diferentes entre si. Tal flexibilidade é excelente para o mercado, desde que seja utilizada com responsabilidade e desde que os investidores tenham total transparência e clareza com relação à carteira que está sendo usada para “lastrear” a emissão da referida letra.

Assim, inclusive em razão desse aspecto, torna-se de extrema relevância que os órgãos reguladores determinem que as emissões tenham o máximo de transparência e clareza possíveis para os investidores (tanto do ponto de vista jurídico como contábil, das emissões e das instituições financeiras emissoras).

Tal determinação ajudará não apenas os órgãos reguladores a supervisionarem o mercado, mas também os investidores a analisarem as possibilidades de investimentos e compararem os ativos existentes.

#### **FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM 07/14**

O Edital de Audiência Pública SDM nº 07/14, cujo objeto foi o aperfeiçoamento dos aspectos da Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, trouxe a oportunidade ao mercado de buscar a resolução para diversos pontos relevantes que já eram pauta de discussão com a Comissão de Valores Mobiliários nos casos práticos.

Um dos itens relevantes tratados na audiência pública é referente aos votos nas assembleias de fundos. A CVM sugeriu uma alteração na instrução para deixar mais claro que os votos devem ser exercidos no interesse do fundo. Ainda em relação a questões relacionadas a votos, existem outros itens para tratar de hipóteses de conflito de interesses ou mesmo definir necessidade de critérios de materialidade para configuração de conflito de interesses.

Outro ponto de análise é a taxa de administração. Para alinhar as regras às expectativas do mercado, estão em discussões regras mais abertas para a definição no regulamento com relação a taxas de administração, havendo sugestões de ter possibilidade de mantê-las fixas ou mesmo com valores mínimos.

O terceiro item que merece destaque é com relação ao quórum de decisão de determinados assuntos. Tendo em vista que a Comissão de Valores Mobiliários entende que o quórum previsto na referida instrução é taxativo, a audiência pública buscou definir melhor o quórum para determinados assuntos.

Além dos pontos acima, um item de extrema relevância tratado foi o de melhorar a qualidade das informações para o investidor. Este tema vem ao encontro do interesse de prover o cotista do fundo com a melhor e mais completa informação para que o mesmo possa tomar uma decisão de investimentos mais informada. Também é de relevância tal aspecto para que o mercado em si possa ter mais informações sobre os fundos, inclusive para base de possível comparação dos mesmos.

Por fim, mas não menos relevante, é a discussão atual entre o mercado e a Comissão de Valores Mobiliários acerca de possível regulamentação das ofertas públicas de aquisição de controle de fundos de investimento imobiliário para sua liquidação/“fechamento de capital”. Com o mercado cada vez mais consolidado e experiente e, em razão da economia e taxas de juros, as cotas dos fundos sendo negociadas a valores menores do que o valor dos ativos detidos pelo fundo, existem cada vez mais interessados em adquirirem o controle dos fundos para depois liquidarem o mesmo. Tendo em vista que as regras aplicáveis a companhias abertas não se aplicam aos Fundos de Investimento Imobiliário neste quesito, é provável que em 2015 tenhamos nova regulação editada pelo regulador para dispor sobre os parâmetros e limites de atuação e procedimentos para aquisição de controles de fundos em bolsa.

## **CONCLUSÃO**

Não há como negar que a evolução jurídica nos últimos 10 anos de mercado “mobiliário imobiliário” foi bastante grande e que isso contribuiu muito para o crescimento do financiamento do setor.

Assim, é ótimo notar que, em ambos os casos acima, os legisladores e os órgãos reguladores estão envolvidos na criação e aperfeiçoamento das normas para tornar nosso mercado imobiliário financeiro mais pujante do que nunca e que, provavelmente em 5 anos, teremos o mercado mais seguro, mais robusto e mais dinâmico do que o atual, sendo que parte desse sucesso será devido à mencionada determinação na regulamentação e supervisão do setor.

# academias uqbar

3 dias de treinamento intensivo: teórico, prático e divertido



## 10<sup>a</sup> academia uqbar de securitização

13 a 16 de maio de 2015

Angra dos Reis

para se inscrever [clique aqui](#)

## 5<sup>a</sup> academia uqbar imobiliária

30 de setembro a 03 de outubro de 2015

Búzios

para se inscrever [clique aqui](#)

apoio:

[acionista.com.br](http://acionista.com.br)



**CAPITAL  
VBERTO**  
O Mercado de Capitais em Movimento



[anfide](http://anfide.com.br)

**Brasil  
Econômico**

Para conhecer os instrutores, saber nossa política de descontos e ter mais informações sobre as **academias** visite: [www.uqbar.com.br](http://www.uqbar.com.br)





A Uqbar é a empresa de referência para os mercados nacional e internacional quando o assunto é finanças estruturadas no Brasil.

Através de suas publicações e plataformas especializadas, o Portal TLON e o sistema Orbis, a Uqbar oferece aos diversos participantes do mercado dados, análises e ferramentas analíticas exclusivas e fundamentais para o acompanhamento do mercado e a tomada de decisões.

Na área de educação, a Uqbar idealiza e implementa treinamentos únicos e de alto valor agregado para vários setores do mercado financeiro. Com mais de 2 mil profissionais treinados, seu portfólio inclui cursos *on-line*, workshops abertos e *in-house* e Academias.

Visite [www.uqbar.com.br](http://www.uqbar.com.br) e [www.tlon.com.br](http://www.tlon.com.br)

Rua Visconde de Pirajá, 430/601, Ipanema  
Rio de Janeiro | RJ | 22410-002  
(55) 21 2529 2925 | 2512 7947

Siga-nos   

PATROCÍNIO PREMIUM



PATROCÍNIO STANDARD

