

2012

# **ANUÁRIO**

Securitização  
e Financiamento  
Imobiliário

---

**2012**



Empresa de Conhecimento Financeiro

## Caro leitor,

É com muito entusiasmo que lançamos o Anuário Uqbar 2012 – Securitização e Financiamento Imobiliário, a quinta edição desta publicação. O momento atual pode ser dito como o mais profuso de nossa recente história em oportunidades que vão surgindo ao redor do mercado de títulos de securitização imobiliária e de segmentos correlatos. Dando sustentação a este ambiente construtivo, cresce com vigor o setor imobiliário no Brasil e, de forma paralela, quase todas as suas fontes de financiamento que possibilitam esta expansão. A intenção deste Anuário, como sempre, é a de ilustrar, de forma abrangente e detalhada, onde estamos e como chegamos até aqui, além de apontar alguns sinais de direção futura.

Uma variável crucial que tem permeado boa parte das discussões sobre as alternativas de fontes de financiamento imobiliário no país diz respeito ao papel esperado para a caderneta de poupança como principal provedor dos recursos necessários sendo demandados. Na Introdução do Anuário desenvolvemos uma leitura analítica focada nesta questão e apresentamos dados reveladores de como o mercado bancário e de capitais começa a responder no sentido de suprir o financiamento imobiliário adicional resultante de uma demanda por crédito acima da capacidade de nossas fontes tradicionais. São apresentados também alguns números principais relativos ao desempenho de crescimento destas fontes de financiamento.

Do capítulo Um ao capítulo Três produzimos uma larga gama de dados e informações sobre as fontes de financiamento imobiliário governamentais, do mercado bancário e do mercado de capitais, nesta ordem. A tese apresentada na Introdução é, em grande medida, corroborada pelos dados quantitativos mais completos destes capítulos. Cada seção de cada capítulo traz uma introdução descritiva destacando os principais pontos. No capítulo das fontes do mercado de capitais, as partes referentes aos mercados de cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) são bastante extensas, refletindo a importância ascendente destes títulos como opção de investimento e de ferramenta de captação de recursos para o setor imobiliário.

O capítulo Quatro é o dedicado aos já conhecidos *Rankings* da Uqbar. Precedidos por uma análise introdutória das movimentações principais de posicionamento que aconteceram em 2011, estes 53 *rankings* buscam representar, no seu devido contexto, uma classificação por desempenho e tamanho dos participantes e dos veículos dos mercados, majoritariamente, de CRI e FII.

O último capítulo cobre os aspectos de regulamentação e legislação. Escrito por Alexandre Assolini Mota e Luis Peyser, do escritório PMKA Advogados, o texto contempla uma visão panorâmica do comportamento do mercado de créditos imobiliários em 2011 e tendências para o ano que se adentra, de certa forma em linhas paralelas ao conteúdo exposto na Introdução. São apontadas as recentes mudanças regulatórias que já surtem efeito palpável no setor e as discussões prioritárias que podem vir a impactar em breve o mercado de títulos de lastro imobiliário.

O mercado de securitização e financiamento imobiliário segue expandindo de maneira destacada no cenário nacional. A Uqbar, cada vez mais motivada, continua acompanhando, analisando e divulgando a evolução deste mercado e, como de costume, ressalta a importância de progredirmos no sentido de maior transparência e governança, visando sempre o crescimento saudável e sustentável do mesmo. As nossas publicações, como este Anuário, representam uma tentativa de contribuição para a melhoria de qualidade informacional neste segmento do mercado de capitais.

Como sempre, encorajamos críticas e elogios como parte deste processo. Esperamos que o leitor faça um bom proveito deste Anuário.

Boa leitura!

**Equipe Uqbar**



A BRAZILIAN SECURITIES foi criada em 2000 para desenvolver o mercado brasileiro de títulos imobiliários. Foi a primeira empresa no Brasil a receber a classificação AA1.BR da Moody's Investors Service, referente sua emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs). As emissões da Brazilian Securities totalizaram R\$ 9,8 bilhões em dezembro de 2011, o que representava 27,8% do mercado brasileiro.

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



Focada na prestação de Serviços Fiduciários para CRIs, Debentures, Notas Promissórias e Letras Financeiras, além de registro de CCIs, 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.pentagontrustee.com.br](http://www.pentagontrustee.com.br)



Pioneira na securitização imobiliária, a CIBRASEC é uma das maiores securitizadoras do país com R\$ 8,4 bilhões de CRI emitidos e participação de mercado de 22%. Com sólido grupo de acionistas composto pelos principais bancos brasileiros além de organismos multilaterais estrangeiros, a CIBRASEC possui Rating A+(bra) Fitch Ratings.

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



Somos um dos principais Bancos de investimentos da América Latina, com foco em *Investment Banking*, *Asset Management* e *Wealth Management*. Trabalhamos com excelência, preservando o patrimônio, honrando a confiança e a alinhando objetivos aos interesses dos nossos clientes. Nossa missão é ser o catalisador do setor produtivo e compartilhar nosso conhecimento, nossa agilidade e auxiliar na solidez de seu crescimento.

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



A RB CAPITAL é uma empresa independente, especializada em operações de crédito estruturado e gestão de investimentos imobiliários, que se diferencia pela sua capacidade de desenvolver e entregar soluções inovadoras e eficientes aos seus Clientes e Investidores e, ao mesmo tempo, comprometer o capital necessário para o desenvolvimento dos negócios.

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



O BANCO FATOR é especializado na estruturação e distribuição de valores mobiliários lastreados em direitos creditórios, com equipe dedicada a operações de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), Recebíveis do Agronegócio e Fundo de Investimento Imobiliário (FII), unindo empresas e investidores por meio do mercado de capitais.

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



O PMKA combina qualidade técnica, vasta experiência em negócios imobiliários e profundo conhecimento da dinâmica empresarial do setor, que contribuem para uma melhor performance na identificação, avaliação, discussão e proposição de soluções eficazes.

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



TAUIL & CHEQUER ADVOGADOS é reconhecido internacionalmente por sua atuação nas áreas do direito empresarial, oferecendo serviço personalizado e excelência no atendimento aos clientes. Oferecemos uma prática *full service* e assessoria jurídica a clientes nacionais e internacionais, instituições financeiras e órgãos governamentais.

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

**ÍNDICE DE CONTEÚDO**

<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>10</b>
<b>CAPÍTULO UM – GOVERNO</b>	<b>19</b>
<b>Introdução</b>	<b>20</b>
<b>Fundo de Garantia do Tempo do Serviço (FGTS)</b>	<b>21</b>
<b>Repasses do Governo</b>	<b>24</b>
<b>CAPÍTULO DOIS – MERCADO BANCÁRIO</b>	<b>26</b>
<b>Introdução</b>	<b>28</b>
<b>Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE)</b>	<b>29</b>
<b>Letras</b>	<b>33</b>
Letras de Crédito Imobiliário (LCI)	34
Termos e Condições	34
Letras Hipotecárias (LH)	37
Termos e Condições	38
<b>CAPÍTULO TRÊS – MERCADO DE CAPITALIS</b>	<b>41</b>
<b>Introdução</b>	<b>43</b>
<b>Renda Fixa</b>	<b>44</b>
Debêntures de Empresas do Setor Imobiliário	45
<b>Renda Variável</b>	<b>48</b>
Ações de Empresas do Setor Imobiliário	50
Cotas de FII	53
Termos e Condições	54
Classificação dos Fundos	54
Mercado Secundário	57
Investidores	60
<b>Securitização</b>	<b>62</b>
Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI)	66
Termos e Condições	66
Classificação das Operações	69
Emissores	70
Cedentes	80
Mercado Secundário	81
Investidores	82
Cotas de FIDC Imobiliário	83
Termos e Condições	84
Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI)	87
Termos e Condições	88

<b>CAPÍTULO QUATRO – RANKINGS DE 2011</b>	<b>91</b>
<b>Introdução</b>	<b>93</b>
<b>Mercado Primário</b>	<b>99</b>
CRI	100
Securitizadora Imobiliária	101
Cotas de FIDC Imobiliário	103
Cotas de FII	103
<b>Mercado Secundário</b>	<b>105</b>
CRI	106
Negociações	106
Cotas de FIDC Imobiliário	107
Negociações	107
Cotas de FII	108
Negociações	108
Rentabilidade	109
Capitalização	111
<i>Float</i>	112
Pregões	112
<b>Entidades Emissoras</b>	<b>113</b>
Securitizadora Imobiliária	115
FIDC Imobiliário	116
<b>Terceiros</b>	<b>117</b>
Administradores	119
FII	119
Advogados	121
CRI	121
FII	122
Agências de Classificação de Risco	123
CRI	123
Agentes Fiduciários	124
CRI	124
Auditores	126
Securitizadora Imobiliária	126
FII	127
Estruturadores	128
FII	128
Líderes	129
CRI	129
Cotas de FII	130

<b>CAPÍTULO CINCO – REGULAMENTAÇÃO E LEGISLAÇÃO</b>	<b>132</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 2011. Para acompanhamento contínuo de dados e notícias sobre este mercado, utilize o [Orbis](#).

FIGURA 1	Varição do Saldo de Poupança x Financiamentos via SBPE (em R\$ milhões)	14
FIGURA 2	Varição Anual do Estoque de LCI e LH (em R\$ milhões)	15
FIGURA 3	Emissões de Securitização Lastreadas em Crédito Imobiliário (em R\$ milhões)	16
FIGURA 4	Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do FGTS	22
FIGURA 5	Financiamento Médio por Unidade (em R\$)	23
FIGURA 6	Saldo de Repasses do Governo (em R\$ milhões)	25
FIGURA 7	Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE	31
FIGURA 8	Financiamento Médio por Unidade (em R\$)	31
FIGURA 9	Varição Acumulada da Caderneta de Poupança (%)	32
FIGURA 10	Depósitos de LCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	36
FIGURA 11	Estoque de LCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	36
FIGURA 12	Estoque de LCI na CETIP – Composição por Indexador (% de Montante)	37
FIGURA 13	Negociações de LCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	37
FIGURA 14	Depósitos de LH na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	39
FIGURA 15	Estoque de LH na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	40
FIGURA 16	Negociações de LH na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	40
FIGURA 17	Histórico das Ofertas Primárias de Debêntures de Empresas do Setor Imobiliário	46
FIGURA 18	Histórico das Emissões Primárias de Debêntures de Empresas do Setor Imobiliário	47
FIGURA 19	Área Principal de Atuação das Companhias Imobiliárias que Emitiram Debêntures em 2011	47
FIGURA 20	Histórico das Ofertas Públicas Primárias de Ações de Empresas do Setor Imobiliário	51
FIGURA 21	Histórico das Emissões Primárias de Ações de Empresas do Setor Imobiliário	52
FIGURA 22	Áreas de Atuação das Companhias Imobiliárias que Emitiram Ações em 2011	52
FIGURA 23	Capitalização de Mercado das 10 Maiores Empresas do Setor Imobiliário em 31/12/2011 (em R\$ milhões)	52
FIGURA 24	Histórico do Montante de Emissões de FII (em R\$ milhões)	53
FIGURA 25	Número de FII por Tipo de Ativo-lastro em 31/12/2011	54
FIGURA 26	Histórico do Patrimônio Líquido e Número de FII	55
FIGURA 27	Histórico da Capitalização de Mercado e Número de FII	55
FIGURA 28	Composição da Capitalização de Mercado de FII por Classe de Ativo-lastro (% de Montante)	56
FIGURA 29	Composição da Capitalização de Mercado por Tipo de Imóvel (% de Montante)	56
FIGURA 30	Composição da Capitalização de Mercado por Finalidade (% de Montante)	57
FIGURA 31	Histórico dos Negócios Registrados na CETIP	57
FIGURA 32	Histórico dos Negócios Realizados na BM&FBOVESPA	58
FIGURA 33	Histórico da Capitalização de Mercado – 10 maiores FII (em R\$ milhões)	58
FIGURA 34	Histórico do <i>Float</i> Mensal – 10+ Negociados em 2011 (%)	59
FIGURA 35	Rendimento Mensal Histórico de FII – 10+ Negociados em 2011 (% do Valor de Mercado)	59
FIGURA 36	Rentabilidade Efetiva Anual Histórica de FII – 10+ Negociados em 2011 (em %)	60
FIGURA 37	Composição do Montante Emitido de FII em 2011 por Classe de Investidor (% de Montante)	61
FIGURA 38	Histórico do Montante de Emissões de Securitização (em R\$ milhões)	64
FIGURA 39	Histórico do Montante de Emissões de Securitização Imobiliária por Ativo-lastro (em R\$ milhões)	65
FIGURA 40	Histórico da Participação das Emissões Imobiliárias por Tipo de Crédito	65
FIGURA 41	Histórico do Montante de Emissões de CRI (em R\$ milhões)	68
FIGURA 42	Depósitos de CRI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	68
FIGURA 43	Estoque de CRI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	69
FIGURA 44	Número de Securitizadoras Imobiliárias Registradas na CVM	71
FIGURA 45	Participação no Montante de Emissões em 2011 por Securitizadora Imobiliária	71

FIGURA 46	Participação Acumulada no Montante de Emissões por Securitizadora Imobiliária	72
FIGURA 47	Aetatis – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)	73
FIGURA 48	Beta – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)	74
FIGURA 49	Brazilian Securities – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)	74
FIGURA 50	Cibrasec – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)	75
FIGURA 51	Gaia – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)	76
FIGURA 52	Habitasec – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)	76
FIGURA 53	Pátria – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)	77
FIGURA 54	PDG – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)	78
FIGURA 55	RB Capital – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)	79
FIGURA 56	RB Capital Residencial – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)	79
FIGURA 57	Número de Cedentes de Crédito Residencial por Atividade Econômica – Ano 2011	80
FIGURA 58	Número de Cedentes de Crédito Corporativo por Atividade Econômica – Ano 2011	81
FIGURA 59	Negociações de CRI na CETIP e BM&FBOVESPA – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	82
FIGURA 60	Composição do Montante Emitido de CRI em 2011 por Classe de Investidor (% de Montante)	83
FIGURA 61	Número de FIDC Imobiliários Registrados na CVM	86
FIGURA 62	Histórico do Montante de Emissões de Cotas de FIDC Imobiliários (em R\$ milhões)	86
FIGURA 63	Histórico do Patrimônio Líquido de FIDC Imobiliários	86
FIGURA 64	Depósitos de CCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	89
FIGURA 65	Estoque de CCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	89
FIGURA 66	Estoque de CCI na CETIP – Composição por Indexador (% de Montante)	90
FIGURA 67	Negociações de CCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)	90

### ÍNDICE DE TABELAS

Os dados das tabelas desta publicação têm como data base 31 de dezembro de 2011. Para acompanhamento contínuo de dados e notícias sobre este mercado, utilize o [Orbis](#).

TABELA 1	Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do FGTS	22
TABELA 2	Saldo de Repasses do Governo	25
TABELA 3	Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE	30
TABELA 4	Caderneta de Poupança – Saldo de Depósitos e Remuneração Histórica	32
TABELA 5	Ofertas Primárias de Debêntures Registradas na CVM em 2011 de Empresas do Setor Imobiliário	45
TABELA 6	Emissões Primárias de Debêntures Realizadas por Empresas do Setor Imobiliário em 2011	46
TABELA 7	Ofertas Públicas Primárias de Ações Registradas na CVM em 2011 de Empresas do Setor Imobiliário	51
TABELA 8	Emissões Primárias de Ações Realizadas por Empresas do Setor Imobiliário em 2011	51
TABELA 9	Securitizadoras Imobiliárias Registradas na CVM em 2011	70
TABELA 10	Securitizadoras Imobiliárias que Emitiram em 2011	72
TABELA 11	Lista de FIDC Imobiliários	87
TABELA 12	Ranking de Emissões de CRI por Montante Emitido em 2011	100
TABELA 13	Ranking de Emissões de CRI por Montante Emitido – Consolidado	100
TABELA 14	Ranking de Emissores de CRI por Montante Emitido em 2011	101
TABELA 15	Ranking de Emissores de CRI por Número de Operações em 2011	101
TABELA 16	Ranking de Emissores de CRI por Montante Emitido – Consolidado	102
TABELA 17	Ranking de Emissores de CRI por Número de Operações – Consolidado	102
TABELA 18	Ranking de Emissões de Cotas de FIDC Imobiliários por Montante Emitido – Consolidado	103
TABELA 19	Ranking de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido em 2011	103
TABELA 20	Ranking de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido – Consolidado	104
TABELA 21	Ranking de Negociações de CRI por Montante em 2011	106

TABELA 22	Ranking de Negociações de CRI por Número de Negócios em 2011	106
TABELA 23	Ranking de Negociações de Cotas de FIDC Imobiliários por Montante – Consolidado	107
TABELA 24	Ranking de Negociações de Cotas de FIDC Imobiliários por Número de Negócios – Consolidado	107
TABELA 25	Ranking de Negociações de Cotas de FII por Montante em 2011	108
TABELA 26	Ranking de Negociações de Cotas de FII por Número de Negócios em 2011	108
TABELA 27	Ranking de Variação de Preço de Cotas de FII em 2011	109
TABELA 28	Ranking de Dividend Yield Estimado de Cotas de FII em 2011	109
TABELA 29	Ranking de Dividend Yield Realizado de Cotas de FII em 2011	110
TABELA 30	Ranking de Rentabilidade Efetiva de Cotas de FII em 2011	111
TABELA 31	Ranking de Capitalização de Mercado de FII	111
TABELA 32	Ranking de Float de Cotas de FII em 2011	112
TABELA 33	Ranking de Frequência em Pregões de 2011	112
TABELA 34	Ranking das Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI	115
TABELA 35	Ranking das Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI a Vencer	115
TABELA 36	Ranking de FIDC Imobiliários por Montante de PL	116
TABELA 37	Ranking dos Administradores de FII por Capitalização de Mercado	119
TABELA 38	Ranking dos Administradores de FII por Número de Fundos Negociados	119
TABELA 39	Ranking dos Administradores de FII por Patrimônio Líquido	120
TABELA 40	Ranking dos Administradores de FII por Número de Fundos	120
TABELA 41	Ranking dos Advogados por Montante Emitido de CRI em 2011	121
TABELA 42	Ranking dos Advogados por Número de Operações de CRI em 2011	121
TABELA 43	Ranking dos Advogados por Montante Emitido de Cotas de FII em 2011	122
TABELA 44	Ranking dos Advogados por Número de Operações de Cotas de FII em 2011	122
TABELA 45	Ranking das Agências de Classificação de Risco por Montante de CRI Classificado em 2011	123
TABELA 46	Ranking das Agências de Classificação de Risco por Número de Títulos de CRI Classificado em 2011	123
TABELA 47	Ranking das Agências de Classificação de Risco por Montante de CRI Classificado – Consolidado	123
TABELA 48	Ranking das Agências de Classificação de Risco por Número de Títulos de CRI Classificado – Consolidado	124
TABELA 49	Ranking dos Agentes Fiduciários por Montante Emitido de CRI em 2011	124
TABELA 50	Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI em 2011	125
TABELA 51	Ranking dos Agentes Fiduciários por Preço Unitário dos CRI	125
TABELA 52	Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI a Vencer	125
TABELA 53	Ranking dos Auditores de Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI	126
TABELA 54	Ranking dos Auditores de Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI a Vencer	126
TABELA 55	Ranking dos Auditores de FII por Capitalização de Mercado	127
TABELA 56	Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos Negociados	127
TABELA 57	Ranking dos Auditores de FII por Patrimônio Líquido	127
TABELA 58	Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos	128
TABELA 59	Ranking dos Estruturadores de FII por Montante Emitido em 2011	128
TABELA 60	Ranking dos Estruturadores de FII por Número de Operações em 2011	129
TABELA 61	Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Montante Emitido em 2011	129
TABELA 62	Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Número de Operações em 2011	130
TABELA 63	Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Montante Emitido em 2011	130
TABELA 64	Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Número Operações em 2011	131

© 2012 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 citar Uqbar Educação e Informação Financeira Avançada Ltda. como fonte.

# INTRODUÇÃO

# Melhor Gestor de Fundos do Brasil

(Exame/FGV)

**O BTG Pactual foi eleito em 2011 pela Revista Exame e pela Fundação Getulio Vargas (FGV):**

- Melhor Gestor de Fundos
- Melhor Gestor de Renda Fixa Ativa
- Melhor Gestor de Renda Fixa Conservadora
- Melhor Gestor de Multimercados Ativos
- Melhor Gestor de Atacado

**BTG Pactual. Há quase três décadas superando as expectativas dos nossos clientes.**

Investment Bank  
Asset Management  
Wealth Management



[btgpactual.com](http://btgpactual.com)

São Paulo • Rio de Janeiro • Belo Horizonte • Porto Alegre • Recife • Nova York • Londres • Hong Kong



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor de crédito – FGC. Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. A metodologia e a importância desses prêmios são explicadas em [www.revistaexame.com.br](http://www.revistaexame.com.br).

O mercado de financiamento imobiliário no Brasil, através da maioria de suas fontes, apresentou taxas de crescimento em 2011 ainda mais elevadas que as do ano anterior. Apesar da tendência verificada ao longo do ano de retração de apetite de risco nos mercados globais, com reflexos na queda acentuada dos principais índices de renda variável, incluindo o Ibovespa, tanto o mercado imobiliário brasileiro como boa parte do mercado financeiro atrelado a este setor apresentaram um desempenho de forte crescimento no mesmo período.

A maior parte das fontes de financiamento imobiliário, sejam elas governamentais, bancárias ou oriundas do mercado de capitais, estabeleceram novos recordes históricos em montante e apresentaram ritmo de crescimento acentuado. As exceções ficaram por conta: da caderneta de poupança, a maior de todas as fontes que, apesar do aumento no saldo consolidado de financiamentos, apresentou redução na taxa de crescimento; das Letras Hipotecárias (LH), título antigo que vem perdendo rapidamente relevância no cenário nacional; e das emissões de ações e de debêntures de empresas do setor imobiliário, que não tiveram em 2011 o melhor ano dos seus históricos, longe disto no caso das emissões de ações.

Os ambientes macroeconômico e de negócios resultaram em uma combinação que continuou a impulsionar o setor imobiliário para cima, gerando oportunidades para tomadores e doadores de recursos neste setor. Apesar da política monetária ter sido mais restritiva na primeira parte do ano, a forte demanda por imóveis não se arrefeceu em momento algum e continuou a pressionar preços de imóveis e de aluguéis. A partir do momento de inflexão na política monetária em agosto de 2011, quando o Banco Central inverteu repentinamente a trajetória de subida dos juros, o mercado de renda fixa como um todo se beneficiou de um forte impulso, dando respaldo à manutenção de um mercado imobiliário demandado.

Ademais, o interesse relativo crescente por investimentos e negócios no Brasil por parte de investidores e companhias estrangeiras, comprovados pelas cifras recordes registradas de IDE (Investimento Direto Estrangeiro) na conta capital nacional, e o destaque adquirido dentre as opções de investimento pelo setor imobiliário, também contribuíram para intensificar o aumento da demanda de mercado.

Do ponto de vista de financiamento, o crescimento da demanda por crédito imobiliário vem causar deslocamentos potenciais relevantes na composição das fontes de recursos para o setor. Primeiramente, consistentemente com a política econômica setorial, promovida pelo Governo Federal com grande ênfase e importância estratégica, os montantes alocados para o financiamento imobiliário oriundos das fontes governamentais registraram expressivos acréscimos.

Em 2011, o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) financiou R\$ 33,96 bilhões, um aumento de 24,6% em relação ao ano anterior, e os Repasses do Governo, alocados diretamente do orçamento federal, alcançaram, nos primeiros onze meses do ano, R\$ 68,98 bilhões, um salto de 42,4% em cima da cifra do ano inteiro de 2010. Ambas as fontes direcionam recursos predominantemente para habitação das classes econômicas de menor renda. Diferentes níveis e formas de subsídio prevalecem nos financiamentos imobiliários direcionados provenientes destas duas fontes governamentais, viabilizando assim, nas condições oferecidas, um aumento da demanda por crédito imobiliário.

A maior fonte tradicional de financiamento imobiliário tem sido os depósitos de caderneta de poupança, conforme o funcionamento do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE). Aqui, sendo uma fonte associada ao mercado bancário, cujos montantes não são diretamente controlados pelo Governo, mas cuja precificação, tanto do lado da captação como na ponta da concessão de empréstimos, é determinada pelo mesmo, um aumento forte de demanda por crédito imobiliário pode exaurir a capacidade limitada de montante de oferta de recursos do sistema<sup>1</sup>.

Nos últimos dois anos, está se consolidando uma tendência que implica em mudanças estruturais na composição das fontes de financiamento imobiliário no mercado brasileiro. Devido ao forte aumento recente da demanda por crédito imobiliário e à precificação fixa e abaixo das taxas de mercado, determinada pelas condições do SFH, para a grande parte dos empréstimos imobiliários concedidos com os recursos captados junto aos depósitos da caderneta de poupança, esta fonte de financiamento tenderá a perder participação de mercado para outras fontes alternativas.

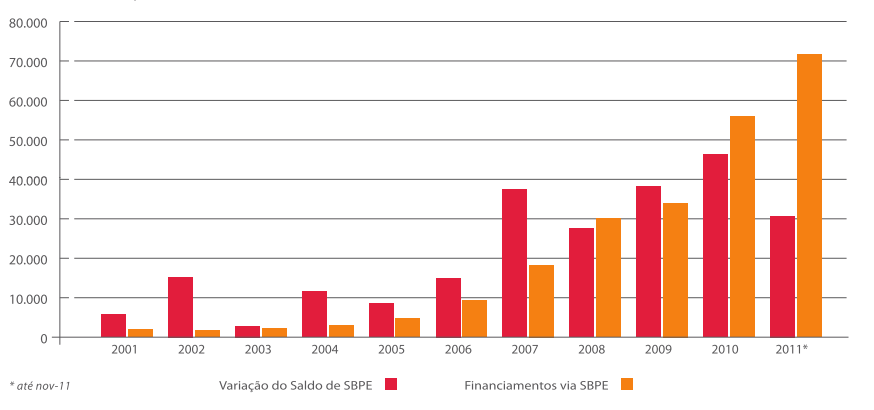
Uma forma de reversão desta tendência seria a oferta de recursos captados através da poupança voltar a crescer acima do ritmo de expansão da demanda. Uma variável bastante relevante neste sentido é a diferença entre a taxa Selic e a taxa de remuneração da poupança. Na medida em que esta diferença diminui, cresce a atratividade relativa dos depósitos na poupança, que passam a remunerar de forma mais competitiva em relação aos títulos de dívida pública. Por outro lado, dependendo do estágio do ciclo econômico, a queda da taxa Selic também pode aumentar a taxa de crescimento da economia que, por sua vez, incrementaria a demanda pelo crédito imobiliário. Finalmente, vale salientar que a taxa de remuneração da poupança é determinada pelo Governo.

1 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, uma 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.

Para ilustrar esta tendência de ritmo menor de crescimento de depósitos de poupança frente ao movimento de alta de demanda de crédito, é exibido a seguir, na **figura 1**, um gráfico trazendo a evolução histórica da variação anual de saldo de poupança versus a evolução histórica de financiamentos imobiliários concedidos com recursos do SBPE. Enquanto, até 2009, o saldo da poupança aumentava anualmente mais do que o montante de financiamentos em cada ano (exceção para 2008 quando houve ligeira inversão), a partir de 2010 o aumento deste saldo fica aquém do montante de financiamentos, sendo que em 2011, computado até o mês de novembro, o tamanho desta inversão alcança mais de R\$ 40,00 bilhões.

**Variação do Saldo de Poupança x Financiamentos Via SBPE (em R\$ milhões)** FIG. 01

Fonte: Banco Central / Uqbar



Se a alocação mandatória mínima limite já vinha sendo cumprida pelas instituições financeiras integrantes do SBPE até 2009, a leitura que se faz é a de que, a partir daquele ano, houve uso crescente, para financiamentos imobiliários, de recursos alocados para outros fins e/ou houve diminuição de uso de recursos em investimentos alternativos que se enquadram como elegíveis (por exemplo, o Fundo de Compensação de Variações Salariais ou FCVS) para fins de exigibilidade das alocações mandatórias mínimas para o financiamento imobiliário. De qualquer maneira, ambas as opções tem limite, de onde se deduz que, a partir de certo ponto, novas formas de captação de recursos, dentro do balanço ou fora dele, serão necessárias para que estas instituições financeiras participem do atendimento do crescimento da demanda por crédito imobiliário.

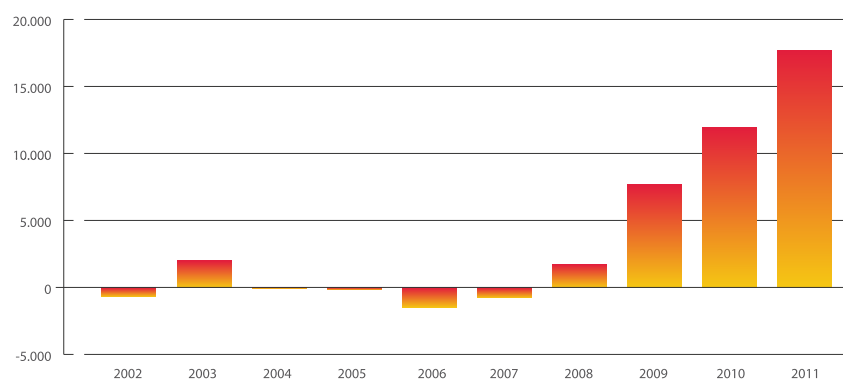
Uma vez que a demanda por crédito imobiliário seja tal que possibilite a originação deste a taxas de mercado, ou seja, fora das condições determinadas de acordo com o SFH, a captação dos recursos necessários passa a ser factível fora do universo da caderneta de poupança.

De fato, a análise dos números de 2011 mostra que isso já acontece. O crescimento de outras fontes de captação de recursos para o financiamento imobiliário é uma tendência histórica recente e pode ser observada na **figura 2**. O gráfico mostra a evolução histórica da variação anual do estoque de Letras de Crédito Imobiliário (LCI) adicionado ao de Letras Hipotecárias (LH). Estes títulos de crédito, emitidos por instituições financeiras, necessitam ter como lastro créditos imobiliários e constituem para estas instituições a principal forma de captação de recursos para o financiamento imobiliário fora da alternativa da caderneta de poupança.

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

FIG. 2

Fonte: Uqbar / CETIP



A variação anual do estoque das Letras permaneceu pequena até 2008. A partir de 2009 ela começa a subir, atingindo R\$ 17,70 bilhões em 2011, uma variação anual relevante em termos quantitativos se comparada com o comportamento da diferença entre o montante anual de financiamentos imobiliários no SBPE e a variação do saldo de poupança, conforme a **figura 1**.

Porém, estas Letras, em contraste com os créditos imobiliários que formam seus lastros, tem prazo de vencimento preponderantemente de curto prazo. Daí o fato de o montante consolidado de estoque destas ser inferior ao de seus depósitos anuais. Outro tipo de descasamento entre as LCI, principal Letra do mercado, e os créditos imobiliários ocorre em relação à indexação da remuneração, já que quase 100,0% das LCI tem esta indexada à taxa DI.

Logo, há uma necessidade crescente de se buscar alternativas de captação de recursos para o setor, que sejam compatíveis com o perfil financeiro de créditos imobiliários, os quais tendem a ser, por exemplo, de longo prazo. O mercado de capitais vem se desenvolvendo exatamente nesta direção.

Além das debêntures e das ações emitidas por empresas do setor imobiliário, que visam se capitalizar para desenvolver seus empreendimentos, outros títulos do mercado de capitais vêm ganhando relevância como fontes de recursos para este setor. As cotas de Fundo de Investimento Imobiliário (FII), com participação crescente do pequeno investidor pessoa física, é uma dessas alternativas que vem se consolidando como uma opção real de captação de recursos para variados tipos de empreendimentos e transações imobiliárias. Os números do mercado de FII a cada ano ganham robustez. Como exemplo pode-se citar o montante emitido de cotas que cresce consistentemente desde 2008, tendo em 2011 apresentado taxa de crescimento de cerca de 90,0% e atingido R\$ 8,23 bilhões para a indústria como um todo.

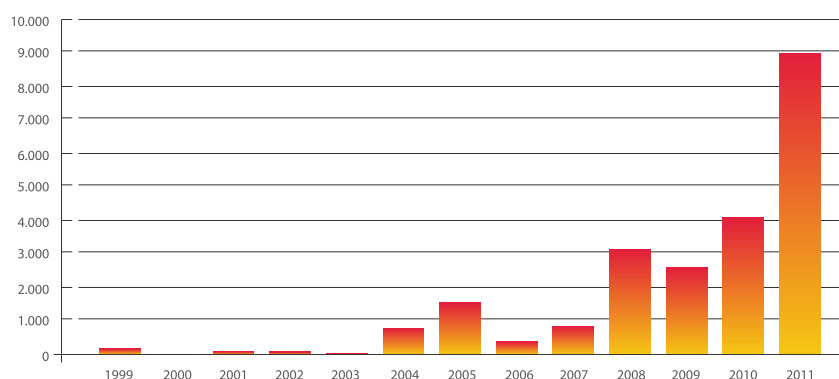
Porém, é outro título do mercado de capitais, o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), o instrumento que dá sinais de evidência de uma alternativa complementar de financiamento, em um contexto de perda de fôlego da maior fonte tradicional que é a caderneta de poupança. A **figura 3** apresenta este desempenho histórico recente especificamente quanto ao seu uso para o financiamento do crédito imobiliário, excluindo assim as operações que são classificadas pela Uqbar como pertencentes à classe de ativo-lastro Aluguel.

Vale apontar aqui que, diferentemente das Letras, o CRI é um título de longo prazo, com um perfil de remuneração que tende a ser similar ao dos créditos imobiliários que compõem o seu lastro.

As emissões de CRI têm representado perto de 100,0% das operações de securitização com lastro em crédito imobiliário, sendo o residual correspondente às emissões de cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) também com lastro imobiliário. Para efeito desta Introdução, apesar do gráfico abaixo representar de forma consolidada as emissões de ambos os títulos, a análise será focada apenas no CRI uma vez que a opção FIDC ainda não é significativa.

**Emissões de Securitização Lastreadas em Crédito Imobiliário (em R\$ milhões)** FIG. 3

Fonte: Uqbar



Historicamente, o crédito imobiliário tem representado por volta de 50,0% a 75,0% do lastro dos títulos de securitização imobiliária. Tendo crescido quase que ininterruptamente desde 2006, a emissão de CRI com lastro em crédito imobiliário atingiu R\$ 8,96 bilhões em 2011.

A dimensão desta cifra, assim como no caso abordado das Letras acima, começa a ter um valor relevante em comparação com o fluxo de financiamentos imobiliários oriundos dos recursos da caderneta de poupança. No entanto, vale a pena destacar que aproximadamente 30,0% do montante emitido no ano de 2011 se refere a algumas operações nas quais o FGTS atuou como o investidor dos CRI. Nestes casos, os créditos securitizados foram originados de acordo com o SFH.

A demanda por investimentos em CRI tem grande potencial de avanço, impactando diretamente na capacidade do mercado de capitais de aumentar sua participação no financiamento imobiliário na economia brasileira. Com o advento da Instrução CVM nº 472, em 2008, e a subsequente Lei nº 12.024, em 2009, carteiras preponderantemente compostas por CRI se tornaram os ativos de FII. Estes, por sua vez, sob determinadas condições, distribuem rendimentos provenientes destes títulos com isenção fiscal para seus cotistas pessoas físicas. Estes fundos, conhecidos no mercado como FII de CRI, ou FII de Renda Fixa conforme categorizado neste Anuário, incrementam assim o acesso a uma fonte de recursos direcionáveis para o financiamento imobiliário, o pequeno investidor pessoa física. Este passa a investir no mercado de CRI de forma eficiente, do ponto de vista de risco, uma vez que a responsabilidade de análise e monitoramento destes títulos estruturados passa a ser do gestor destes fundos. Em dezembro de 2011 existiam onze FII de Renda Fixa que, juntos, totalizavam um Patrimônio Líquido consolidado de R\$ 1,61 bilhão.

Iniciativas regulamentares fundamentais nas áreas de transparência e governança vêm contribuir para o crescimento da participação do mercado de capitais no financiamento imobiliário, muito em função da percepção do fortalecimento do marco jurídico-regulamentar para as operações deste segmento. No momento, o mercado aguarda a publicação de uma nova Instrução do seu órgão regulador, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que tratará de questões contábeis e de divulgação de informações das operações de emissão de CRI, resultado de uma audiência pública realizada durante 2011 pela autarquia. A expectativa de mercado é a de que esta nova Instrução venha a mudar de patamar o nível de transparência exigível em relação a este título e aproximá-la, em larga escala, em termos de conteúdo e frequência de divulgação, ao nível daquelas correspondentes no mercado de FIDC, atenuando inclusive possibilidades de arbitragem regulatória.

A análise dos números de securitização e financiamento imobiliário para o ano de 2011 e para o passado recente indica que existem atualmente alternativas para suprir, juntamente com as fontes tradicionais de financiamento, os vultosos recursos necessários para o setor imobiliário. A emissão de Letras de Crédito Imobiliário pode ser uma delas, embora o atual descasamento de taxas e prazos entre o lastro e os títulos as deixam longe de uma opção ideal. Por sua vez, as opções de mercado de capitais, com destaque para os crescimentos recentes dos mercados de cotas de Fundos de Investimento Imobiliário e de Certificados de Recebíveis Imobiliário, demonstram que existe potencial de aumento significativo da participação destes títulos na composição das fontes de financiamento para o setor.

Estas fontes de financiamento imobiliário no mercado brasileiro, conforme discutidas acima, se centram em três grandes grupos: Governo, Mercado Bancário e Mercado de Capitais. A seguir, o Anuário apresenta um vasto conjunto de dados e informações deste mercado, do ponto de vista do ano de 2011 e da evolução até ele, seguindo a ordem destes grupos. Na sequência, é apresentado o capítulo de *Rankings* e o de Legislação e Regulamentação, este último de autoria de Alexandre Assolini Mota e Luis Peyser do escritório PMKA Advogados.

# GOVERNO

## INTRODUÇÃO

As duas fontes de financiamento imobiliário classificadas como governamentais neste Anuário são o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e os Repasses do Governo. Ambas as fontes, sob direta responsabilidade do Governo Federal, constituem seus canais pelos quais são alocados os recursos destinados ao financiamento do setor imobiliário, dentro do contexto da política econômica setorial. O forte crescimento recente do tamanho destas fontes reflete o foco prioritário que o setor imobiliário tem recebido da administração federal, com destaque para os financiamentos habitacionais nas classes econômicas mais baixas.

Juntas, estas duas fontes são responsáveis pelo maior montante de recursos no financiamento do setor imobiliário no Brasil.

As duas seções neste capítulo são dedicadas, respectivamente, aos financiamentos imobiliários oriundos do FGTS e dos Repasses do Governo. 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 2011.

## **FUNDO DE GARANTIA DO TEMPO DE SERVIÇO (FGTS)**

Os investimentos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) no setor imobiliário são uma importante fonte de financiamento para o setor. Juntamente com os Repasses do Governo compõem, pelos critérios desta publicação, as fontes governamentais, através das quais se viabiliza a alocação de recursos para o setor imobiliário dentro da política habitacional definida pelo Governo Federal. A Caixa Econômica Federal administra o processo de investimento do FGTS diretamente com tomadores de recursos financeiros e indiretamente via agentes financiadores. Em 2011, o FGTS também atuou de forma relevante como investidor adquirindo as cotas do Fundo de Investimento Imobiliário Porto Maravilha, que tem como finalidade a revitalização da zona portuária da cidade do Rio de Janeiro, e montantes significativos de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) de lastro composto por créditos imobiliários originados junto ao Sistema Financeiro de Habitação (SFH).

A tabela e figuras a seguir apresentam dados sobre a evolução histórica do financiamento imobiliário concedido com recursos do FGTS. Em 2011 foram atingidos os recordes históricos de montante consolidado financiado, de R\$ 33,96 bilhões, e de número consolidado de unidades financiadas, de 545.877. Porém, as taxas de crescimento anual em 2011 para estas cifras, de 24,6% e de 22,8% respectivamente, ficaram bem abaixo das taxas de crescimento referentes ao ano anterior, que tinham sido de 68,5% e 38,7% respectivamente. O financiamento médio por unidade, que tinha crescido fortemente de 2007 a 2010, ficou praticamente estável no último ano.

Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do FGTS

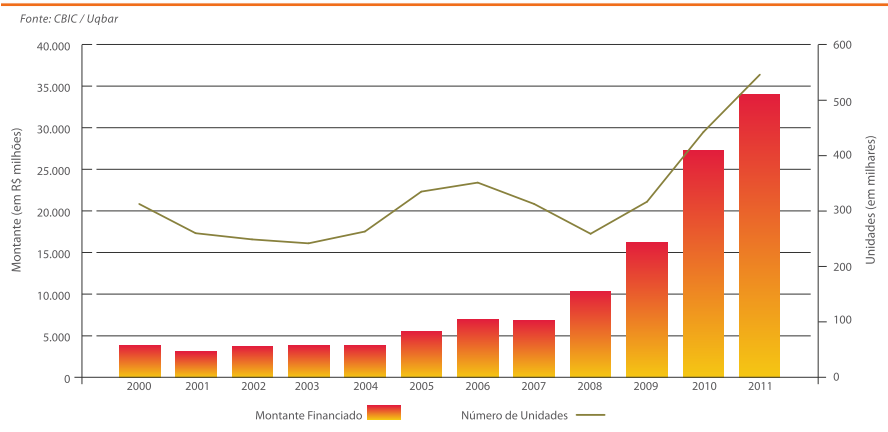
TABELA 1

Ano	Quantidade de Operações	Montante (R\$ milhões)	Variação (%)	Número de Unidades	Variação (%)	Valor Médio Financiado (R\$)	Variação (%)
2000	238.013	3.870	-	316.264	-	12.236	-
2001	217.138	3.073	-20,6	264.021	-16,5	11.638	-4,9
2002	195.020	3.731	21,4	253.190	-4,1	14.735	26,6
2003	174.133	3.819	2,4	246.107	-2,8	15.516	5,3
2004	192.101	3.879	1,6	267.136	8,5	14.520	-6,4
2005	274.095	5.532	42,6	337.766	26,4	16.377	12,8
2006	309.019	6.983	26,2	407.905	20,8	17.119	4,5
2007	218.750	6.853	-1,9	331.242	-18,8	20.687	20,8
2008	198.246	10.360	51,2	263.477	-20,5	39.321	90,1
2009	241.391	16.166	56,0	320.485	21,6	50.442	28,3
2010	271.248	27.244	68,5	444.481	38,7	61.295	21,5
2011	263.958	33.960	24,6	545.877	22,8	62.212	1,5

Fonte: CBIC/Uqbar

Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do FGTS

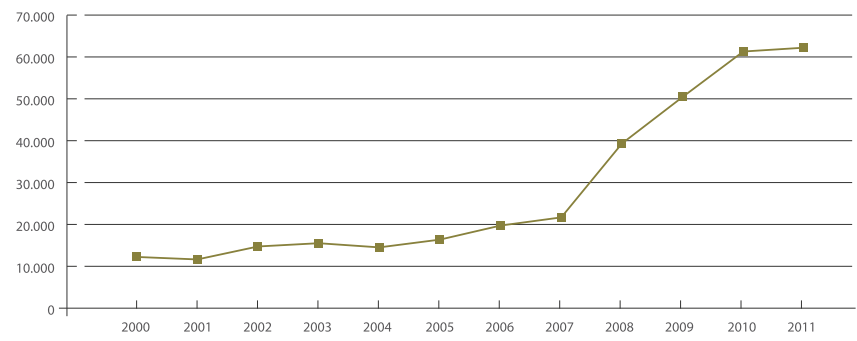
FIG. 4



**Financiamento Médio por Unidade (em R\$)**

FIG. 5

Fonte: CBIC / Uqbar



## **REPASSES DO GOVERNO**

Os empréstimos imobiliários repassados do Orçamento Geral da União do Governo Federal, os Repasses do Governo, têm se constituído em uma fonte de financiamento imobiliário de destaque, dado o crescimento recente do montante de recursos que tem sido canalizado para o setor desta forma.

A **tabela 2** e a **figura 6** a seguir apresentam dados sobre a evolução histórica anual do saldo de Repasses do Governo. Os números referentes ao ano de 2011 incluem dados apenas até o mês de novembro e a comparação anual deve levar em conta este ajuste. Mesmo assim, o montante de Repasses do Governo em 2011, calculados com base somente nos primeiros onze meses, já alcançou uma taxa de crescimento anual superior a 42,0%, atingindo até novembro o valor de R\$ 68,98 bilhões. Em 2010, o montante de Repasses já havia se elevado em 44,5%.

**Saldo de Repasses do Governo**

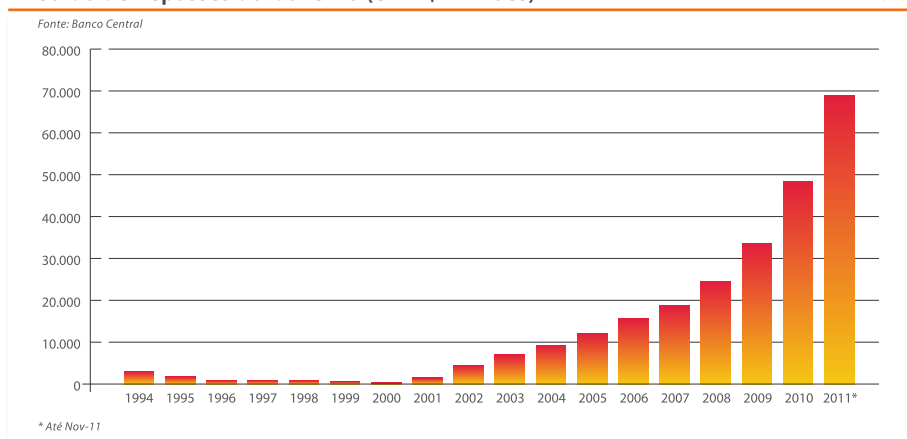
TABELA 2

Ano	Saldo de Repasses do Governo Valores Nominais (em R\$ milhões)	Varição (%)
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*	68.985	42,4

Fonte: Banco Central  
\* Até Nov-11

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

FIG. 6



# MERCADO BANCÁRIO

# **Banco Fator:** a sua conexão direta entre o Mercado Imobiliário e o Mercado de Capitais

- ✿ Forte atuação em estruturação e distribuição de títulos lastreados em créditos imobiliários – **CRIs**
- ✿ Expertise na gestão e distribuição de Fundos Estruturados de base imobiliária – **FII e FIP**;

**Fale com nossa equipe especializada pelo telefone 11 3049 6203 ou através do e-mail [imobiliario@bancofator.com.br](mailto:imobiliario@bancofator.com.br)**

SAC: 0800-77-07229

Ouvidoria Fator: 0800-77-32867

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

**bancofator** 

## 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) e as Letras, estas últimas 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.

Vale destacar aqui dois pontos relativos à intermediação bancária na alocação de recursos para o setor imobiliário através do SBPE e das Letras. Primeiro, as condições de preço que determinam o funcionamento do SBPE são estabelecidas de forma regulatória, interferindo na dinâmica da oferta e procura. Consequentemente, sob as condições determinadas pelo Sistema Financeiro de Habitação, marco regulatório integrante do SBPE, a oferta de crédito imobiliário do sistema pode ficar muito aquém da demanda. Na medida em que isto aconteça, haveria um vaso comunicante entre as condições de (des)equilíbrio no SBPE e o montante de formas alternativas de intermediação financeira de recursos alocados para o setor imobiliário, como por exemplo, o da própria emissão de Letras.

Segundo, há um descasamento potencial e real, em relação aos prazos, entre as formas de captação e os empréstimos imobiliários associados a estas duas fontes de financiamento. No SBPE, apesar dos depósitos de poupança terem perfil de longo prazo, a possibilidade do resgate existe a qualquer momento. No tocante às Letras, a maior parte delas é de curto prazo (menos de um ano). Na ponta do ativo, os empréstimos imobiliários bancários são de médio e longo prazo.

Nas duas seções deste capítulo são apresentados tabelas e gráficos, além de uma descrição sumarizada, referentes aos dados quantitativos específicos do SBPE e das Letras, relacionados ao desempenho histórico destas duas fontes até o ano de 2011.

## **SISTEMA BRASILEIRO DE POUPANÇA E EMPRÉSTIMOS (SBPE)**

O Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE) tem sido, juntamente com os Repasses Governamentais, a maior fonte de novos financiamentos imobiliários a cada ano que passa. O SBPE é composto por um conjunto de instituições financeiras que captam recursos de pessoas físicas e jurídicas através de depósitos voluntários de caderneta de poupança e alocam a maior parte destes recursos para o financiamento imobiliário. As regras para a captação de recursos via caderneta de poupança, os limites mínimos de alocação destes recursos para o financiamento imobiliário e os termos e condições destes empréstimos são determinados de acordo com o Sistema Financeiro de Habitação (SFH).

Nos últimos anos, conforme discutido na Introdução, o saldo consolidado de caderneta de poupança tem crescido a taxas menores que a de novos financiamentos imobiliários concedidos através do SBPE. Esta dinâmica, impulsionada pelo comportamento de uma demanda altamente crescente por financiamentos imobiliários, aponta para uma tendência de redução no médio e longo prazo da participação, dentro do cômputo geral de novos empréstimos, da fatia daqueles originados nos termos do SFH. Corroborando esta avaliação, pode-se destacar o fato de que fontes alternativas de captação de recursos para o setor, como a securitização, começam a apresentar taxas de crescimento significativas.

A **tabela 3** e as **figuras 7 e 8** a seguir apresentam dados referentes à evolução histórica anual dos financiamentos concedidos com recursos do SBPE, incluindo financiamento médio por unidade financiada. Os números relativos ao ano de 2011 incluem dados somente até o mês de novembro, de tal forma que comparações com anos anteriores ou com outros gráficos devem ser feitas levando em conta este ajuste. Nos primeiros onze meses do último ano, R\$ 71,68 bilhões em financiamentos imobiliários foram concedidos com recursos do SBPE.

**Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE**

TABELA 3

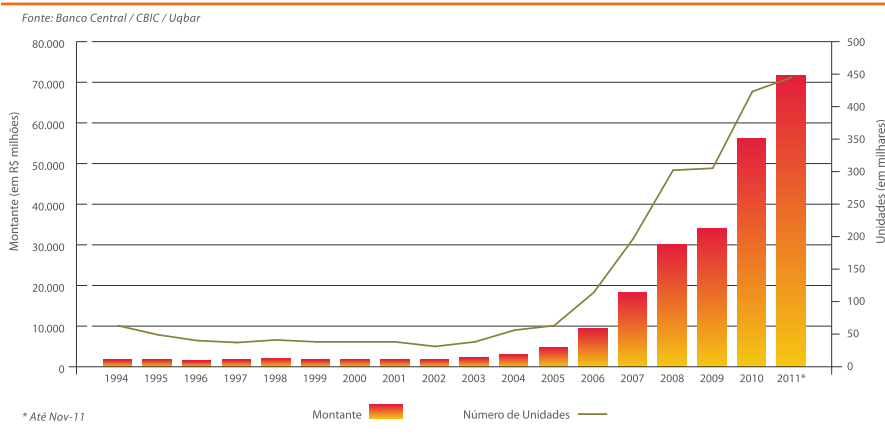
Ano	Montante (R\$ milhões)	Varição (%)	Número de Unidades	Varição (%)	Financiamento Médio por Unidade (R\$)	Varição (%)
1994	1.735	-	61.384	-	28.266	-
1995	1.871	7,8	46.560	-24,1	40.184	42,2
1996	1.463	-21,8	38.286	-17,8	38.204	-4,9
1997	1.725	17,9	35.487	-7,3	48.598	27,2
1998	2.084	20,8	38.887	9,6	53.581	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	1.768	-5,4	28.902	-19,2	61.188	17,0
2003	2.217	25,3	36.446	26,1	60.822	-0,6
2004	3.000	35,3	53.786	47,6	55.780	-8,3
2005	4.793	59,7	60.768	13,0	78.869	41,4
2006	9.314	94,3	111.988	84,3	83.170	5,5
2007	18.253	96,0	194.853	74,0	93.673	12,6
2008	30.032	64,5	299.685	53,8	100.212	7,0
2009	34.017	13,3	302.680	1,0	112.386	12,1
2010	55.993	64,6	416.384	37,6	134.474	19,7
2011*	71.684	27,6	443.346	5,2	161.688	21,2

Fonte: CBIC/Uqbar

\* Até Nov-11

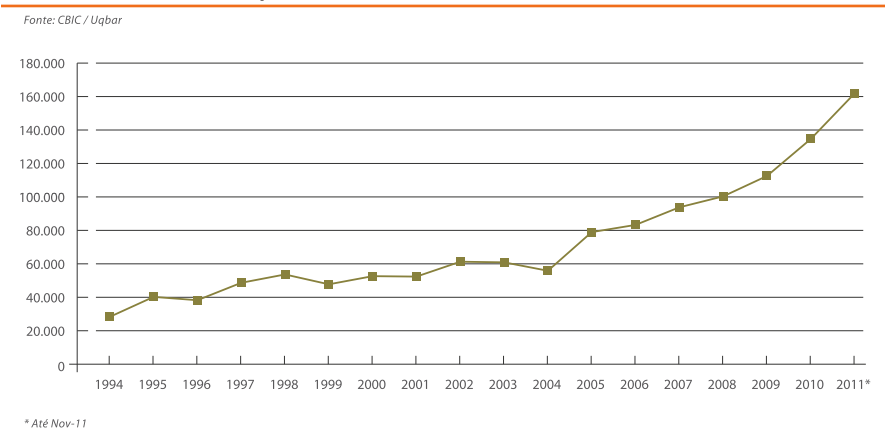
Financiamentos Imobiliários Concedidos com Recursos do SBPE

FIG. 7



Financiamento Médio por Unidade (em R\$)

FIG. 8



A **tabela 4** e a **figura 9** trazem os dados referentes à evolução histórica anual dos saldos de depósito e anual e acumulada de remuneração da caderneta de poupança. Para estes dados os números relativos a 2011 estão completos. No final de 2011 havia um saldo de R\$ 330,57 bilhões em depósitos de caderneta de poupança.

Caderneta de Poupança – Saldo de Depósitos e Remuneração Histórica

TABELA 4

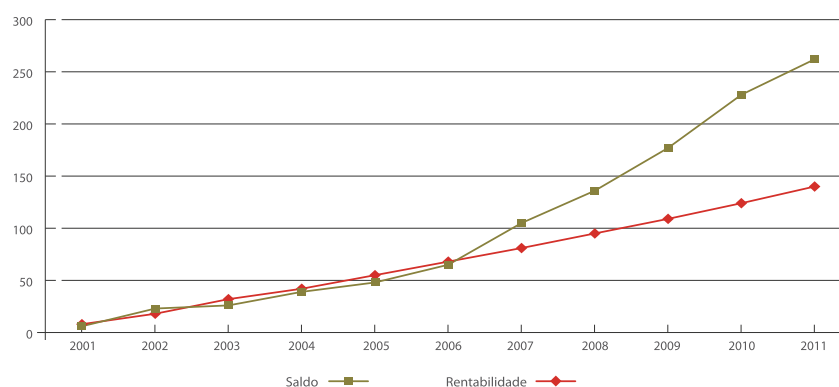
Ano	Saldo (R\$ milhões)	Variação (%)		Remuneração da Poupança (%)	
		Anual	Acumulada	Anual	Acumulada
2000	91.430	-	-	8,6	-
2001	97.146	6,3	6,3	8,5	8,5
2002	112.423	15,7	23,0	9,0	18,2
2003	115.258	2,5	26,1	11,3	31,6
2004	126.853	10,1	38,7	8,0	42,1
2005	135.412	6,7	48,1	9,2	55,2
2006	150.413	11,1	64,5	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

Fonte: Banco Central/Portal Brasil/Uqbar

Variação Acumulada da Caderneta de Poupança (%)

FIG. 9

Fonte: Banco Central / Portal Brasil / Uqbar



## LETRAS

Esta seção apresenta os principais números referentes às:

- Letras 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
- Letras Hipotecárias (LH), título antigo, oriundo do Sistema Financeiro de Habitação, que vem gradativamente perdendo importância e participação entre as fontes de financiamento imobiliário.

## LETRAS DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO (LCI)

O mercado de LCI vem crescendo ininterruptamente desde 2006, tendo mais do que decuplicado neste período. Em 2011, a taxa de crescimento anual aumentou em relação à do ano anterior, alcançando a vizinhança de 50,0%, dependendo do tipo de dado utilizado. Neste último ano foram R\$ 57,23 bilhões depositados na CETIP.

Este título continua sendo essencialmente de curto prazo, fazendo com que os montantes anuais de depósito sejam mais altos do que os montantes de estoque no fechamento do ano. Conseqüentemente, o tipo de indexação preponderante tem sido pós-fixada, atrelada à taxa de Depósito Interbancário (DI). As LCI com atualização monetária baseada em índices de inflação ou com taxas de juros vinculadas à Taxa Referencial (TR) devem, por lei, ter prazo mais longo.

É de se deduzir então que quase todo o estoque de LCI no mercado está descasado, em relação a prazo, e em boa parte a indexador, do respectivo lastro, o qual obrigatoriamente é composto por créditos imobiliários, que são a razão de ser deste título. Créditos imobiliários tem prazo mais longo e são mais diversificados em relação à existência de atualização monetária e ao tipo de taxa de juros.

### 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

<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.

### Liquidação Financeira

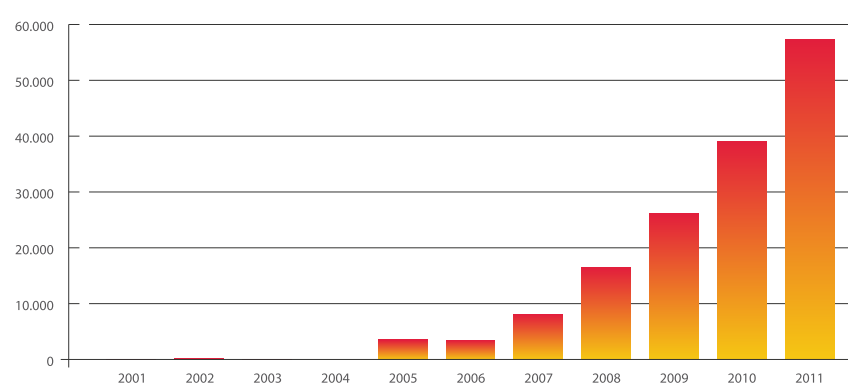
CETIP, na hipótese de emissão na forma escritural.

As figuras a seguir apresentam as evoluções históricas dos dados de LCI, até o final de 2011, referentes aos montantes de depósito, em estoque e de negociações registradas na CETIP. Apresenta-se também a composição do estoque de LCI no final de 2011 em função do tipo de indexador.

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

FIG. 10

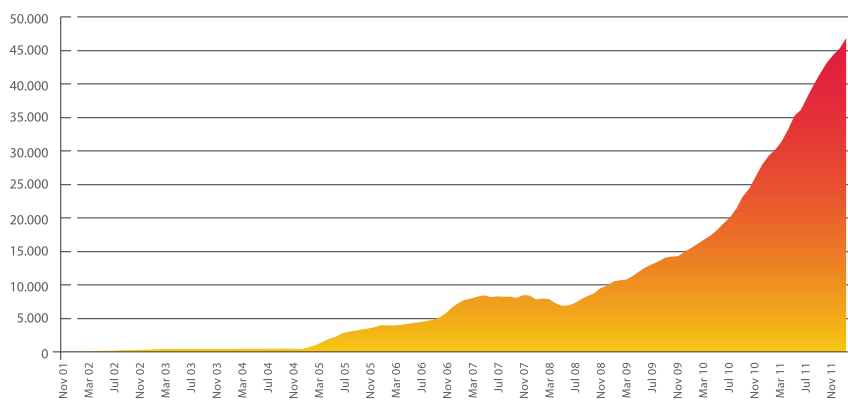
Fonte: CETIP



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

FIG. 11

Fonte: CETIP



**Estoque de LCI na CETIP – Composição por Indexador (% de Montante)**

FIG. 12

Fonte: CETIP

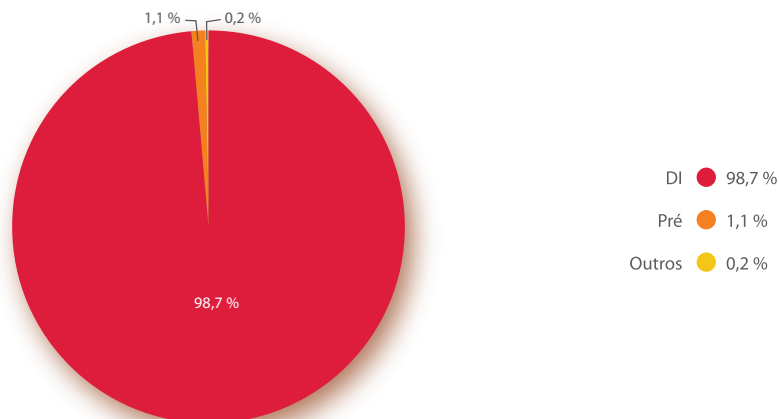
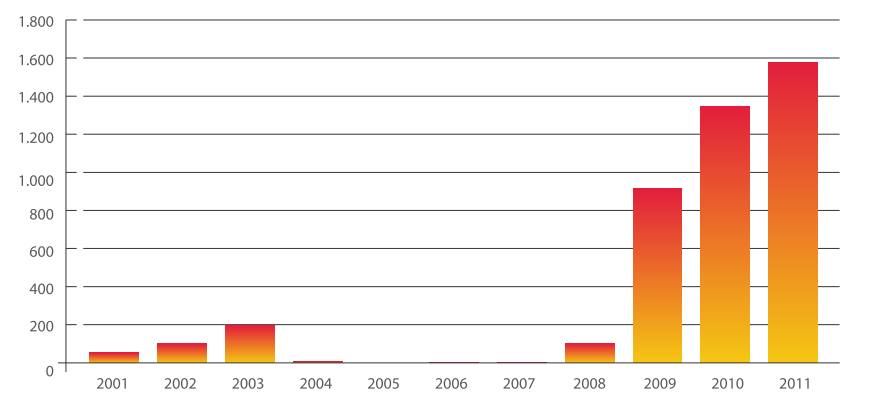
**Negociações de LCI na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)**

FIG. 13

Fonte: CETIP



## LETRAS HIPOTECÁRIAS (LH)

A LH é um título de crédito emitido por bancos e instituições financeiras específicas através do qual são captados recursos vinculados ao financiamento imobiliário.

A hipoteca, tipo de garantia comumente atrelada aos créditos imobiliários lastro das LH e que justificam a existência deste título, é totalmente desfavorecida, por parte de provedores de crédito imobiliário, em relação à alienação fiduciária, tipo de garantia oriundo do Sistema de Financiamento Imobiliário, em 1997, que é muito mais prático e rápido na execução pelo credor.

O mercado de LH, que se aproximou do seu pico ainda na década de 90, está em queda desde meados da década passada. Em 2011, os montantes registrados na CETIP de depósito ao longo do ano, de R\$ 1,84 bilhão, e de estoque no final do ano, de R\$ 2,02 bilhões, representaram aproximadamente um sexto dos respectivos níveis registrados alguns anos antes, como o de

depósitos em 1999, de R\$ 11,90 bilhões, e o de estoque no final de 2004, de R\$ 11,77 bilhões. Já o valor anual dos registros na CETIP de negociações destes títulos tendo sido superior a R\$ 17,0 bilhões em 1993, foi nulo no último ano.

### Termos e Condições

<u>Descrição</u>	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.
<u>Emissor</u>	Privativa das instituições que atuam na concessão de financiamentos com recursos do Sistema Financeiro da Habitação (SFH).
<u>Lastro</u>	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.
<u>Garantia</u>	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.
<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 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.

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

Atualização Monetária	Prazo Mínimo
Índice de Preço	60 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.

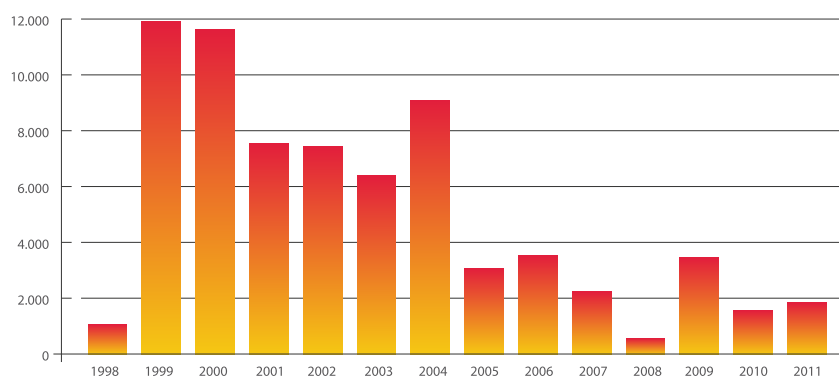
Liquidação Financeira CETIP, na hipótese de emissão na forma escritural.

A seguir são apresentadas em formato gráfico as evoluções históricas dos dados de LH, até o final de 2011, referentes aos montantes de depósito, em estoque e de registro de negociações na CETIP.

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

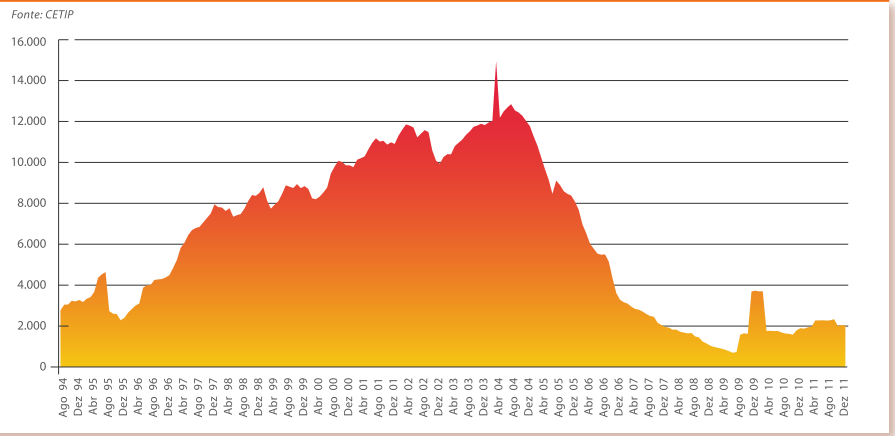
FIG. 14

Fonte: CETIP



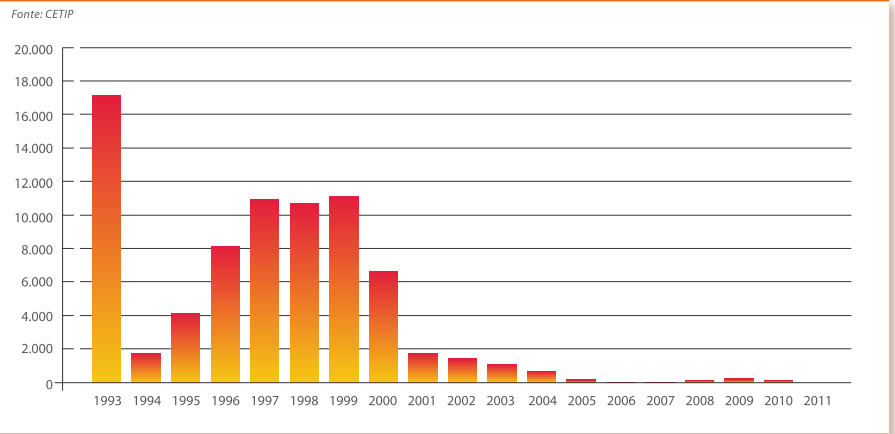
**Estoque de LH na CETIP – Evolução Histórica (em R\$ milhões)**

FIG. 15



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

FIG. 16



# MERCADO DE CAPITAIS

# Pioneirismo e Liderança na Estruturação de Ativos de Crédito Privado e Gestão de Fundos voltados ao Setor Imobiliário e de Infraestrutura para o Mercado de Capitais.



Infraestrutura



Shopping Centers



Imóveis Logísticos



Residencial

Eficiência comprovada na originação, estruturação e gestão de investimentos, visando a renda ou o ganho do desenvolvimento oriundos de projetos imobiliários ou de infraestrutura.

- ✓ R\$ 2,5 bilhões em Fundos sob Gestão<sup>1</sup>
- ✓ R\$ 7 bilhões em Ativos de Crédito Estruturados

# RB CAPITAL

## INTRODUÇÃO

Existem três tipos de fontes de financiamento imobiliário categorizadas como de mercado de capitais neste Anuário. Elas são representadas pelos títulos de Renda Fixa, de Renda Variável e de Securitização, todos eles vinculados a empresas ou operações que viabilizam o financiamento imobiliário.

Os títulos de Renda Fixa são representados unicamente pelas debêntures emitidas por empresas do setor imobiliário. Os títulos de Renda Variável estão divididos entre as ações emitidas por empresas do setor imobiliário e as cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII). Por fim, os títulos de securitização estão divididos entre os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e as cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC Imobiliários). Pelo papel de destaque que cumprem como ativos de veículos de securitização imobiliária, as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) também fazem parte da seção deste capítulo dedicada aos títulos de securitização.

O mercado de capitais vem assumindo incrementalmente uma importância maior como fonte alternativa de recursos voltados para o setor imobiliário. As emissões de debêntures e de ações têm sido utilizadas há algum tempo para a capitalização de empresas deste setor, com destaque, em relação às ações, para o período a partir de 2005 e mais precisamente para o ano de 2007, quando as emissões saltaram para um patamar jamais visto, no rastro do movimento de *IPOs* no mercado brasileiro.

Já as emissões de cotas de FII, título de Renda Variável, e as de CRI, título de Renda Fixa, vêm crescendo fortemente nos últimos dois anos. Estes dois títulos estão se consolidando em um contexto de crescimento de demanda no setor imobiliário acima do ritmo de expansão da oferta de recursos oriundos da caderneta de poupança, tradicional fonte de financiamento imobiliário no país.

Em cada uma das três seções deste capítulo são apresentados uma variedade de dados específicos referentes aos seus respectivos títulos do mercado de capitais. A seção dedicada aos títulos de securitização traz um conjunto de informações adicionais relativas à classificação das operações de CRI, aos seus emissores e a terceiros envolvidos. Dentro da seção dedicada aos títulos de Renda Variável, a parte referente às cotas de FII também mostra, adicionalmente, dados de rentabilidade e de liquidez no mercado secundário.

## **RENDA FIXA**

No mercado de capitais, a fonte de financiamento do setor imobiliário pertencente ao universo de títulos de Renda Fixa, excluídos os títulos associados ao mercado de securitização, é representada pelas debêntures de empresas deste setor.

A seguir, então, são apresentadas as informações referentes a este único título da seção de Renda Fixa.

## DEBÊNTURES DE EMPRESAS DO SETOR IMOBILIÁRIO

Em cada um dos últimos dois anos o montante de emissões de debêntures superou o montante de emissões de ações para o conjunto de empresas do setor imobiliário, indicando que neste período, para fins de financiamento ou capitalização, as opções de renda fixa foram mais atrativas que as de renda variável para essas empresas.

No entanto, o montante captado no último ano, que vinha crescendo consistentemente desde 2008, decresceu, somando R\$ 4,07 bilhões, contra R\$ 5,53 bilhões em 2010. Por outro lado, o número de operações não parou de subir, alcançando 26 em 2011, com um valor médio por operação mais baixo do que o das 23 operações em 2010.

A **tabela 5** a seguir lista as ofertas primárias de debêntures registradas na CVM em 2011. Como a maioria das emissões no ano ocorreu debaixo da Instrução CVM nº 476 (ofertas públicas com esforços restritos) e as informações destas não são disponibilizadas pelo site da CVM, a lista das ofertas na tabela inclui somente aquelas registradas conforme a Instrução CVM nº 400, que rege as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

Ofertas Primárias de Debêntures Registradas na CVM em 2011 de Empresas do Setor Imobiliário

TABELA 5

Empresa	Tipo de Oferta	Série	Emissão	Quantidade Debêntures	Preço (R\$)	Montante (R\$ milhões)	Espécie	Remuneração	Data Registro
One Properties	Pública	Única	2	20.000	10.000	200,0	Garantia Real	145,00% DI	25/02/2011
Even Construtora e Incorporadora	Pública	1	5	12.500	10.000	125,0	Quirografária	DI + 1,95% a.a.	04/03/2011
Even Construtora e Incorporadora	Pública	2	5	12.500	10.000	125,0	Quirografária	DI + 2,20% a.a.	04/03/2011
Iguatemi Empresa de Shopping Centers	Pública	Única	2	33.000	10.000	330,0	Quirografária	DI + 1,35% a.a.	04/03/2011
<b>Total</b>						<b>780,0</b>			

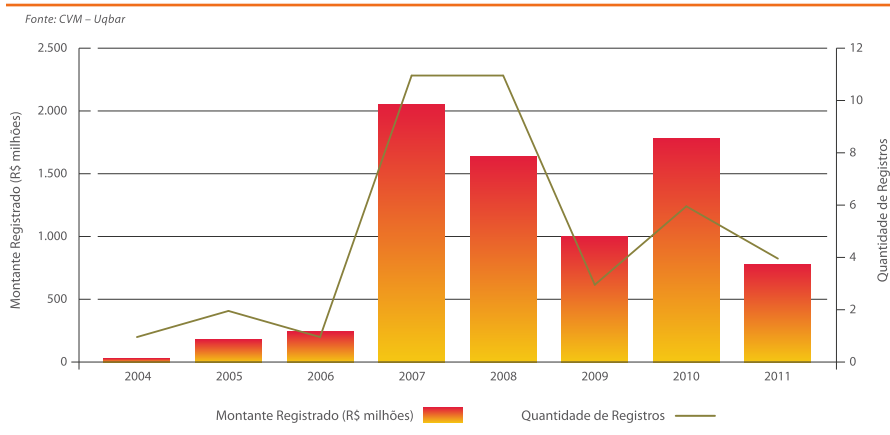
Fonte: CVM / Uqbar

A **figura 17** traz a evolução histórica anual do montante de ofertas primárias de debêntures registradas na CVM, conforme critério descrito no parágrafo acima.

Já a **tabela 6** e a **figura 18** apresentam, respectivamente, a lista de todas as emissões primárias em 2011 e a evolução histórica anual do montante total de emissões primárias, ambas referentes às debêntures das empresas do setor imobiliário.

## Histórico das Ofertas Primárias de Debêntures de Empresas do Setor Imobiliário

FIG. 17



## Emissões Primárias de Debêntures Realizadas por Empresas do Setor Imobiliário em 2011

TABELA 6

Empresa	Tipo de Oferta	Série	Emissão	Quantidade Debêntures	Preço (R\$)	Montante (R\$)	Espécie	Remuneração (a.a.)	Data Emissão
Viver Incorporadora e Construtora	Esforços Restritos	Única	1	300	1.000.000	300.000.000	Garantia Real	Variável	10/02/2011
Brookfield Incorporações	Esforços Restritos	1	3	150.000	1.000	150.000.000	Quirografia	DI + 1,60%	01/03/2011
Brookfield Incorporações	Esforços Restritos	2	3	150.000	1.000	150.000.000	Quirografia	DI + 1,75%	01/03/2011
Iguatemi Empresa de Shopping Centers	Pública	Única	2	33.000	10.000	330.000.000	Quirografia	DI + 1,35%	01/03/2011
One Properties	Pública	Única	2	20.000	10.000	200.000.000	Garantia Real	145,00% DI	01/03/2011
Even Construtora e Incorporadora	Pública	1	5	12.500	10.000	125.000.000	Quirografia	DI + 1,95%	10/03/2011
Even Construtora e Incorporadora	Pública	2	5	12.500	10.000	125.000.000	Quirografia	DI + 2,20%	10/03/2011
Capuche Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	Única	1	3.700	10.000	37.000.000	Garantia Real	DI + 5,00%	25/03/2011
João Fortes Engenharia	Esforços Restritos	Única	1	100	1.000.000	100.000.000	Garantia Real	116,50% DI	28/03/2011
Rodobens Negócios Imobiliários	Esforços Restritos	Única	2	150	1.000.000	150.000.000	Quirografia	DI + 1,85%	30/03/2011
PDG Realty Empreendimentos e Participações	Esforços Restritos	Única	6	97	1.000.000	97.000.000	Garantia Real	14,60%	31/03/2011
Rossi Residencial	Esforços Restritos	Única	4	500	300.000	150.000.000	Garantia Real	DI + 1,40%	10/05/2011
Espirito Santo Property Brasil	Esforços Restritos	Única	1	100	1.000.000	100.000.000	Quirografia	DI + 3,00%	16/05/2011
MCA Incorporações	Esforços Restritos	Única	1	1.273	100.000	127.300.000	Garantia Real	DI + 6,25%	31/05/2011
Viver Incorporadora e Construtora	Esforços Restritos	Única	2	10.000	10.000	100.000.000	Quirografia	DI + 3,50%	24/06/2011
MRV Engenharia e Participações	Esforços Restritos	Única	5	500.000	1.000	500.000.000	Quirografia	DI + 1,50%	01/07/2011
Cyrela Brazil Realty Empreendimentos e Participações	Esforços Restritos	1	5	12.000	10.000	120.000.000	Quirografia	DI + 1,35%	03/07/2011
Cyrela Brazil Realty Empreendimentos e Participações	Esforços Restritos	2	5	28.000	10.000	280.000.000	Quirografia	DI + 1,55%	03/07/2011
Brookfield Incorporações	Esforços Restritos	1	4	7.676	10.000	76.760.000	Quirografia	DI + 1,55%	08/08/2011
Brookfield Incorporações	Esforços Restritos	2	4	22.324	10.000	223.240.000	Quirografia	DI + 1,75%	08/08/2011
Multiplan Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	Única	2	30.000	10.000	300.000.000	Quirografia	DI + 1,01%	05/09/2011

Emissões Primárias de Debêntures Realizadas por Empresas do Setor Imobiliário em 2011 (cont.)

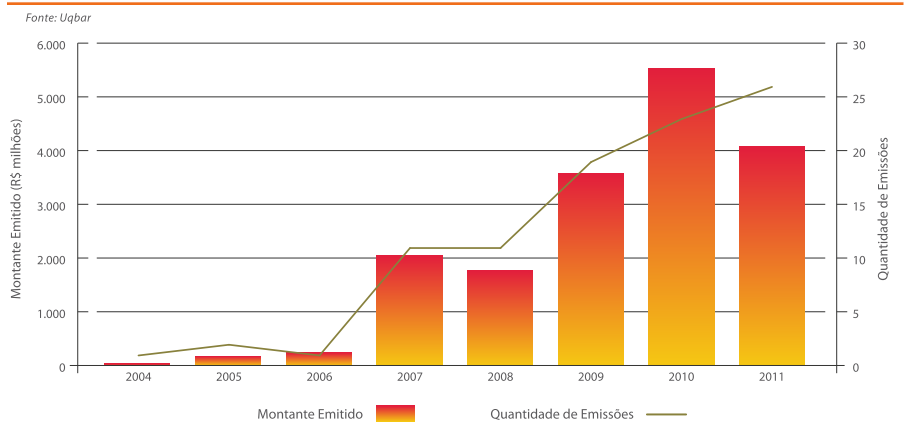
TABELA 6

Empresa	Tipo de Oferta	Série	Emissão	Quantidade Debêntures	Preço (R\$)	Montante (R\$)	Espécie	Remuneração (a.a.)	Data Emissão
Tecnisa	Esforços Restritos	1	3	11.047	10.000	110.470.000	Quirografária	DI + 2,25%	15/09/2011
Tecnisa	Esforços Restritos	2	3	10.620	10.000	106.200.000	Quirografária	DI + 2,40%	15/09/2011
Tecnisa	Esforços Restritos	3	3	3.333	10.000	33.330.000	Quirografária	IPCA + 7,73%	15/09/2011
Yuni Incorporadora	Esforços Restritos	Única	1	50	1.000.000	50.000.000	Quirografária	DI + 2,80%	05/10/2011
RB Capital Prime Realty II Empreendimentos Imobiliários	Esforços Restritos	Única	1	30.000	1.000	30.000.000	Garantia Real	IPCA + 9,26%	05/12/2011
<b>Total</b>						<b>4.071.300.000</b>			

Fonte: Uqbar

Histórico das Emissões Primárias de Debêntures de Empresas do Setor Imobiliário

FIG. 18

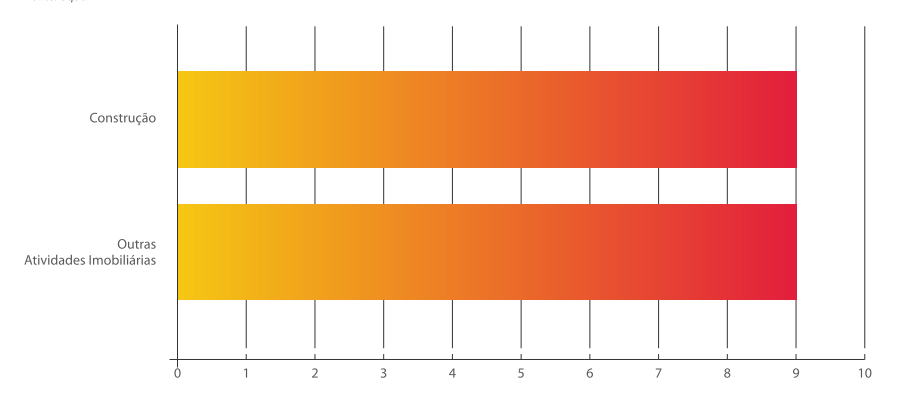


Finalmente, a **figura 19** mostra o número de empresas do setor que emitiram debêntures por área principal de atuação, divididas entre construção e outras áreas imobiliárias. Neste segundo grupo estão contabilizadas aquelas empresas cuja principal área de atuação é incorporação, intermediação, gestão ou participação.

Área Principal de Atuação das Companhias Imobiliárias que Emitiram Debêntures em 2011

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 e pelas cotas de Fundos de Investimento Imobiliário.

A seguir, são apresentadas as informações referentes aos mercados destes dois títulos da seção de Renda Variável.

# Preocupado em proteger seus investimentos? Que ferramentas você está usando?



O mais poderoso sistema de informação e análise  
para o mercado de finanças estruturadas

## AÇÕES DE EMPRESAS DO SETOR IMOBILIÁRIO

O mercado de ações no Brasil acompanhou a tendência global de declínio durante o ano de 2011. As ações das empresas de bolsa do setor imobiliário mais voltadas à construção, as quais têm perfil de desempenho pró-cíclico ( $\beta > 1$ ), sofreram quedas acentuadas durante o ano, principalmente a partir do mês de abril. Neste ambiente as ofertas de ações foram poucas, sendo que a maioria ocorreu na curta janela de oportunidade no final do primeiro trimestre.

Devido ao efeito do desempenho do mercado de ações, as empresas do setor de construção perderam posições entre as dez maiores do setor imobiliário por capitalização de mercado. Por outro lado, as empresas de gestão imobiliária e de shopping centers, menos expostas ao risco operacional de construção e beneficiárias do efeito do *boom* imobiliário e do aumento de renda e de emprego, galgaram posições entre as maiores.

O número e o montante de ofertas públicas registradas e de emissões de ações de empresas do setor imobiliário em 2011 foram comparáveis aos de 2010, que também tinha sido um ano mais fraco por estes critérios, mas estiveram abaixo dos níveis de 2009 e distantes se comparados aos do ano recorde de 2007. No total, em 2011, foram seis ofertas públicas primárias de ações, totalizando R\$ 2,78 bilhões em emissões.

A seguir, as **tabelas 7 e 8** listam as ofertas registradas e as emissões em 2011, ao passo que as **figuras 20 e 21** mostram os históricos anuais de registros e de emissões, de 2005 até o presente.

A **figura 22** apresenta o número de empresas emitentes em 2011 por área principal de atuação. As empresas que atuam prioritariamente em áreas como incorporação, participação, intermediação e gestão foram incluídas na categoria "outras atividades imobiliárias".

Finalmente, a **figura 23** nos traz a capitalização de mercado das dez maiores empresas do setor imobiliário em dezembro de 2011.

### A metodologia utilizada:

Os dados referentes a emissões e registros das ofertas públicas de ações foram obtidos nos *sites* da Comissão de Valores Mobiliários e das respectivas empresas, e também através de documentos públicos referentes às ofertas, incluindo os de encerramento de oferta.

## Ofertas Públicas Primárias de Ações Registradas na CVM em 2011 de Empresas do Setor Imobiliário

TABELA 7

Empresa	Quantidade de Ações	Preço (R\$)	Montante (R\$)	IPO*	Data
Sonae Sierra Brasil S.A.	24.999.999	20,00	499.999.980	Sim	02/02/2011
Tecnisa S.A.	41.400.000	10,00	414.000.000	Não	02/02/2011
Brasil Brokers Participações S.A.	25.191.675	7,90	199.014.233	Não	04/02/2011
Direcional Engenharia S.A.	25.000.000	11,00	275.000.000	Não	10/02/2011
BR Malls Participações S.A.	42.500.000	17,20	731.000.000	Não	11/05/2011
BR Properties S.A.	40.250.000	17,15	690.287.500	Não	29/06/2011
<b>Total</b>			<b>2.809.301.713</b>		

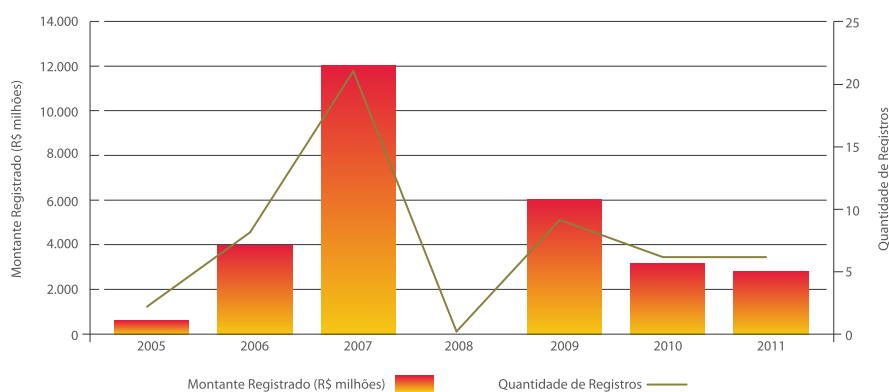
\* Initial Public Offer

Fonte: CVM/Uqbar

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

FIG. 20

Fonte: CVM - Uqbar



## Emissões Primárias de Ações Realizadas por Empresas do Setor Imobiliário em 2011

TABELA 8

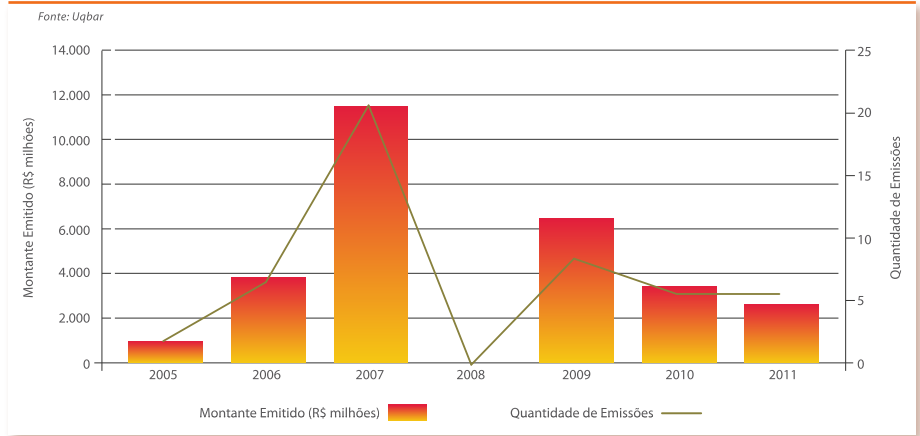
Empresa	Quantidade	Preço (R\$)	Montante (R\$)	Data*
Direcional Engenharia S.A.	28.000.000	11,00	308.000.000	10/03/11
Brasil Brokers Participações S.A.	23.962.475	7,90	189.303.553	10/03/11
Tecnisa S.A.	39.830.500	10,00	398.305.000	11/03/11
Sonae Sierra Brasil S.A.	23.251.043	20,00	465.020.860	14/03/11
BR Malls Participações S.A.	42.500.000	17,20	731.000.000	25/05/11
BR Properties S.A.	40.250.000	17,15	690.287.500	03/08/11
<b>Total</b>			<b>2.781.916.913</b>	

\* Data de entrega do anúncio de encerramento de oferta pública à BM&amp;FBOVESPA.

Fonte: Uqbar

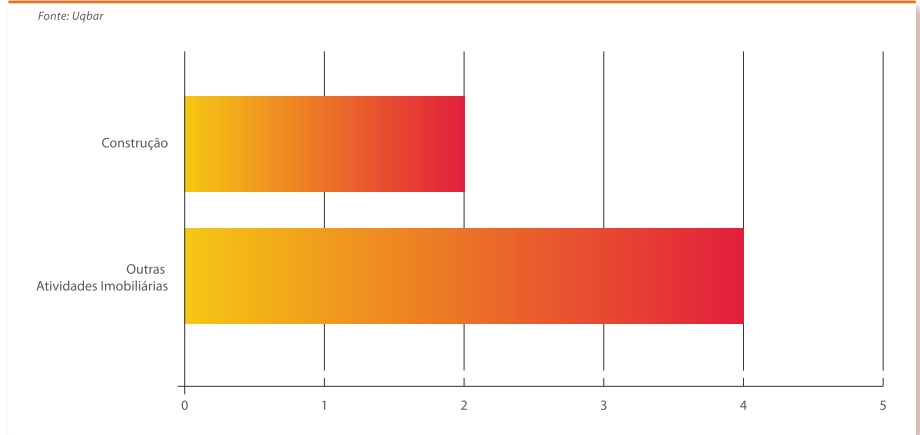
**Histórico das Emissões Primárias de Ações de Empresas do Setor Imobiliário**

FIG. 21



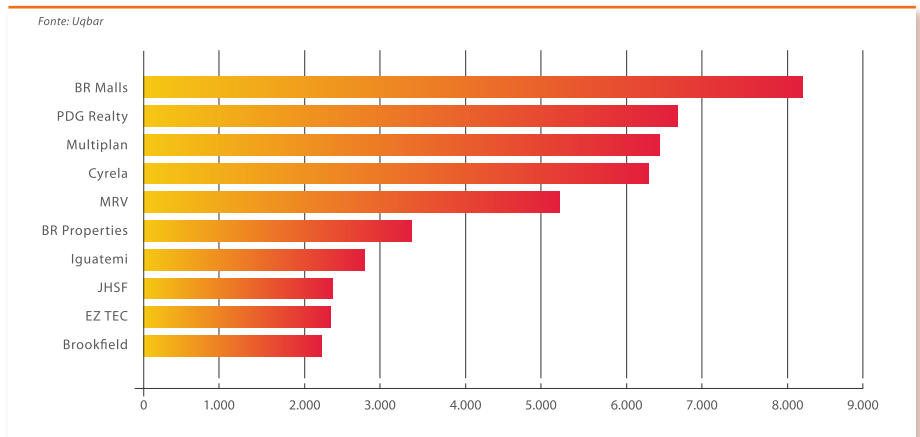
**Áreas de Atuação das Companhias Imobiliárias que Emitiram Ações em 2011**

FIG. 22



**Capitalização de Mercado das 10 Maiores Empresas do Setor Imobiliário em 31/12/2011 (em R\$ milhões)**

FIG. 23



## COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (FII)

O mercado de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) tem sido um dos destaques do mercado de capitais brasileiro como opção concreta de captação de recursos para o setor imobiliário e, na outra ponta, como alternativa de investimento nesta área, principalmente para o investidor pessoa física. Entre as várias formas de mensuração que refletem o desempenho do mercado de FII pode-se mencionar o crescimento recente de montante de cotas emitido, da capitalização de mercado dos fundos e de volume de negociações no mercado secundário, além da rentabilidade média alcançada.

Nesta seção são apresentados dados referentes à evolução de todos indicadores mencionados acima. São exibidas também composições do mercado de FII por diferentes tipos de critérios, mostrando as variações que esta indústria vem desenvolvendo em relação às carteiras de ativos, de imóveis e às finalidades dos fundos. Para quem quiser um acompanhamento completo sobre o setor de FII sob a perspectiva do investidor, ver o [GUIA DO INVESTIDOR: FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO – 2ª Edição](#)

Em 2011 foram emitidos R\$ 8,23 bilhões em montante de cotas de FII, um crescimento de 89,2% na comparação com o ano anterior. Boa parte deste salto se deu em função do FII Porto Maravilha, o fundo estruturado para viabilizar a operação consorciada do porto da cidade do Rio de Janeiro, que emitiu R\$ 3,50 bilhões. Se restrito ao conjunto de FII listados na BM&FBOVESPA, cujos rendimentos são isentos de tributação para o investidor pessoa física, o montante emitido em 2011 superou marginalmente o do ano anterior, R\$ 2,67 bilhões versus R\$ 2,59 bilhões. Por sua vez, esta cifra de 2010 tinha representado um crescimento de aproximadamente 200,0% em relação ao ano anterior.

A seguir, na **figura 24**, é exibida a evolução histórica anual do montante emitido para os FII listados para negociação na BM&FBOVESPA e para todos os fundos.

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

FIG. 24

Fonte: Uqbar



## Termos e Condições

Ver os Termos e Condições de FII e de Cotas de FII no [GUIA DO INVESTIDOR: FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO – 2ª Edição](#)

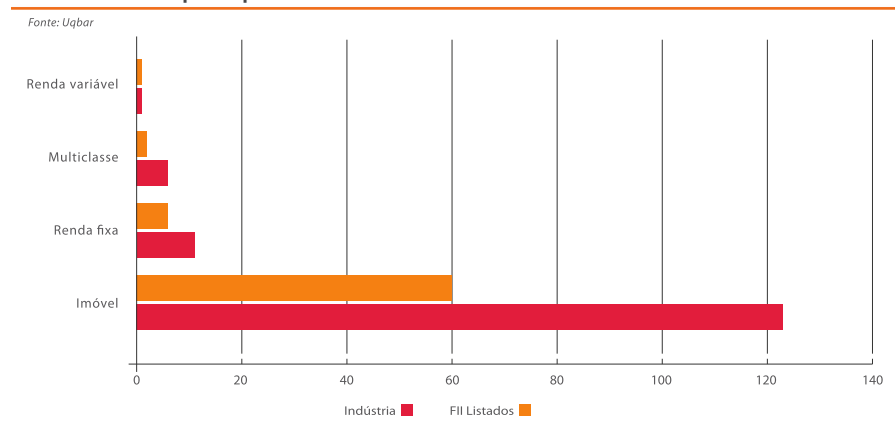
## Classificação dos Fundos

Em 2011 o mercado de FII continuou trajetória de crescimento e diversificação, acarretando em uma dimensão maior para o Patrimônio Líquido e para a capitalização de mercado consolidados e um maior número de fundos por modalidades variadas.

Na **figura 25** se encontra a distribuição de FII de toda a indústria por ativo-lastro no final de 2011, mostrando que o número de fundos de imóveis é majoritário, mas que a categoria de ativo-lastro de Renda Fixa, correspondente àqueles fundos que investem predominantemente em CRI, começa a se formar, tendo alcançado um total de onze fundos no final do ano. Os números de fundos que são listados que pertencem a estas duas categorias representam aproximadamente metade do total em cada uma delas.

Número de FII por Tipo de Ativo-lastro em 31/12/2011

FIG. 25

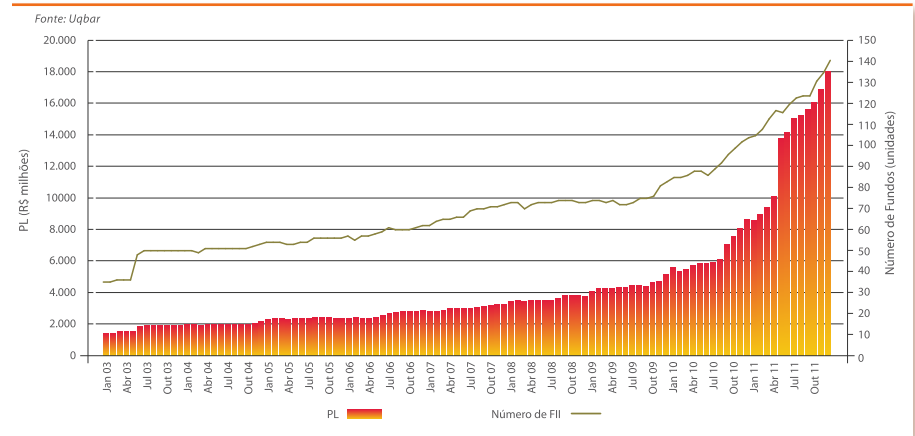


Na sequência, as **figuras 26 e 27**, trazem respectivamente a evolução histórica do Patrimônio Líquido (PL) da indústria como um todo e da capitalização de mercado consolidada para os fundos listados, juntamente com o número total de fundos para ambos os casos. O ano terminou com um conjunto de 141 FII, com PL consolidado de R\$ 18,02 bilhões, dos quais 69 FII são listados e 60 deles têm uma capitalização de mercado consolidada de R\$ 12,55 bilhões.

A alta taxa de crescimento anual, em 2011, é nítida para todas estas medidas citadas acima. Em geral, pode-se dizer que o ritmo de expansão foi de aproximadamente 50,0% e no caso de PL de mais de 100,0%. Vale lembrar que, devido à nova Instrução CVM nº 516, o PL da indústria deve saltar para um novo patamar em 2012, isto em função do efeito contábil da nova norma que determina a reavaliação contínua de imóveis a valores de mercado nos balanços dos fundos e o fim da depreciação. A tendência para o futuro próximo é a convergência entre o PL e a capitalização de mercado dos FII.

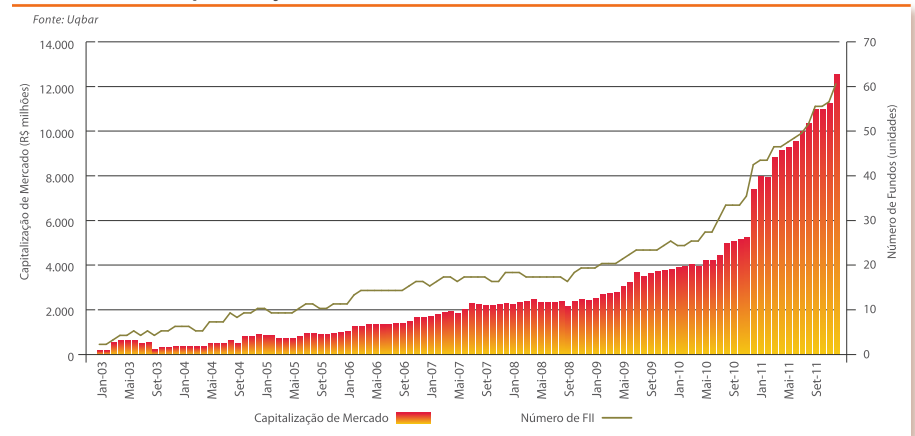
### Histórico do Patrimônio Líquido e Número de FII

FIG. 26



### Histórico da Capitalização de Mercado e Número de FII

FIG. 27

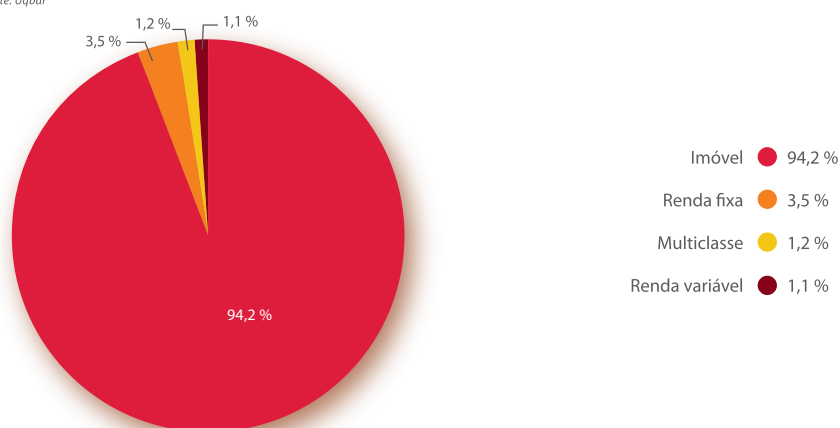


As **figuras 28, 29 e 30** a seguir exibem a composição da capitalização de mercado dos fundos listados, no final de 2011, em termos de ativo-lastro, de tipo de imóvel e de finalidade, respectivamente. Além do domínio de Imóveis pelo critério de ativo-lastro, inferível pela própria **figura 25**, Escritórios é majoritário, com 55,0%, pelo critério de tipo de imóvel, e Renda Regular é preponderante, com 83,9%, pelo critério de tipo de finalidade dos fundos.

**Composição da Capitalização de Mercado de FII por Classe de Ativo-lastro (% de Montante)**

FIG. 28

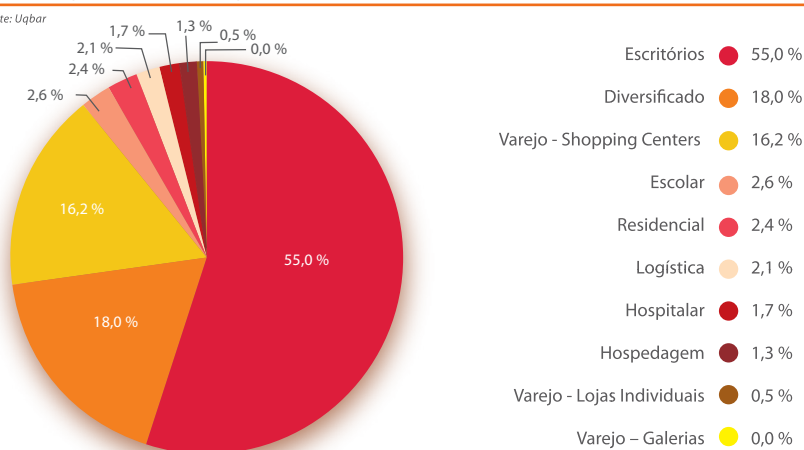
Fonte: Uqbar



**Composição da Capitalização de Mercado por Tipo de Imóvel (% de Montante)**

FIG. 29

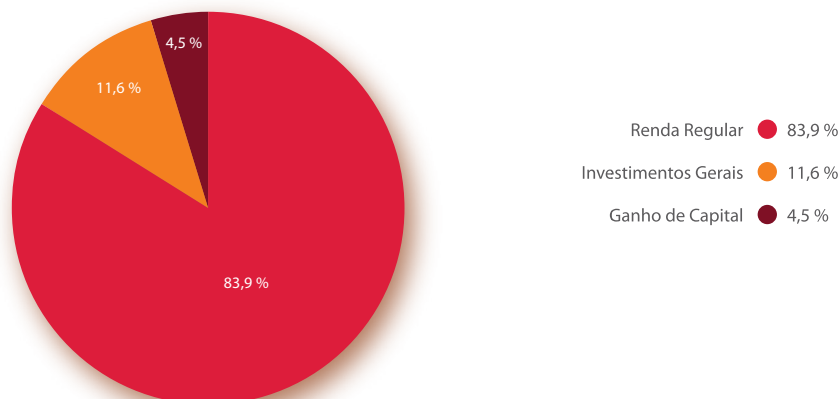
Fonte: Uqbar



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

FIG. 30

Fonte: Uqbar



### Mercado Secundário

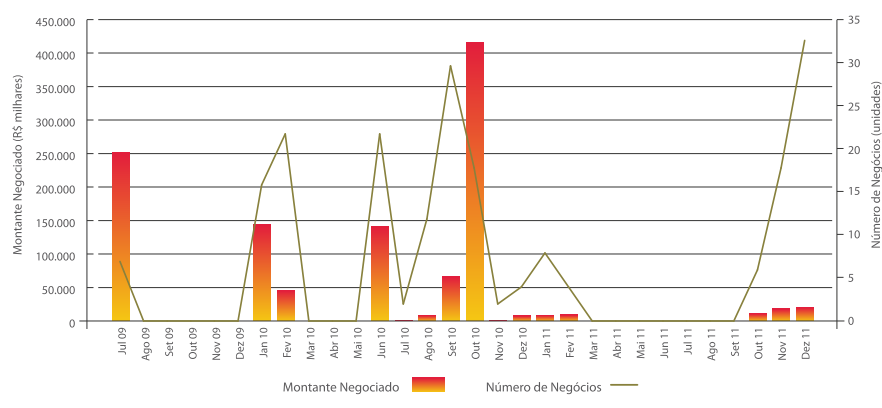
A evolução recente do mercado secundário de cotas de FII demonstra a importância crescente deste veículo. O interesse ascendente do investidor pessoa física por este título de investimento vinculado ao setor imobiliário tem proporcionado uma liquidez que cresce quase que mensalmente de patamar, levando em conta que a base inicial há dois anos era bastante reduzida.

As **figuras 31** e **32** trazem, respectivamente, a evolução histórica das negociações registradas na CETIP e dos montantes e número de negócios na BM&FBOVESPA. O mercado secundário de bolsa e balcão na BM&FBOVESPA intensificou sua taxa de crescimento a partir do segundo trimestre de 2010, progredindo até fechar o último trimestre de 2011 com montante mensal médio de R\$ 93,5 milhões e número de negócios mensal médio se aproximando de 8.000.

Histórico dos Negócios Registrados na CETIP

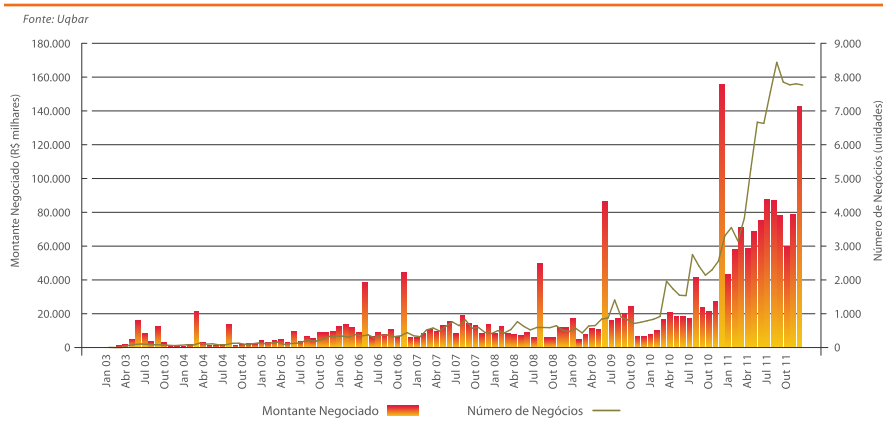
FIG. 31

Fonte: Uqbar



Histórico dos Negócios Realizados na BM&amp;FBOVESPA

FIG. 32

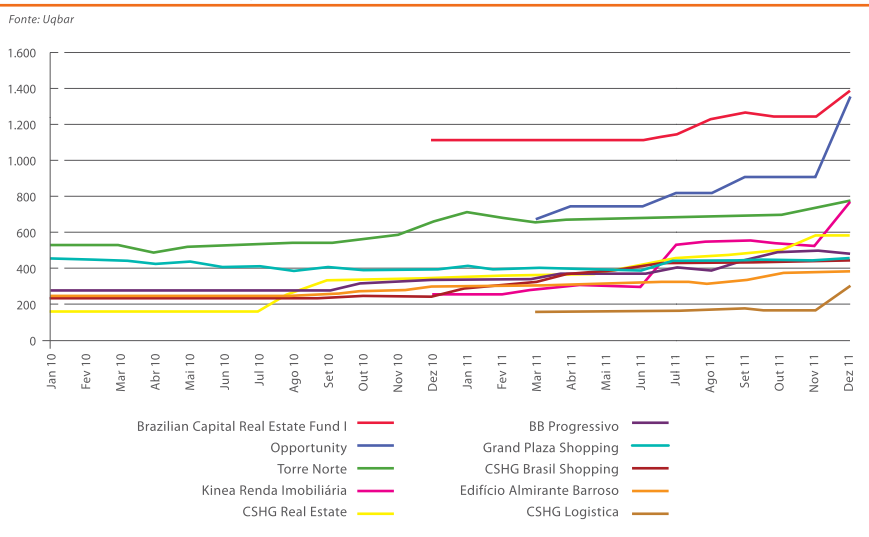


Na **figura 33** é exibido o crescimento da capitalização de mercado, nos últimos dois anos, dos dez maiores fundos atuais. Os dois maiores fundos terminaram 2011 com valor de mercado acima de R\$ 1,30 bilhão e oito deles já se encontram acima do nível de R\$ 400,0 milhões.

Em seguida, na **figura 34**, é apresentado o histórico mensal durante o último ano do *float* mensal dos dez FII com maior número de negócios em 2011. O *float* mensal é o percentual da capitalização de mercado de um FII que é negociado em montante em um determinado mês. Três destes fundos tiveram este indicador acima de 3,0% no final do ano.

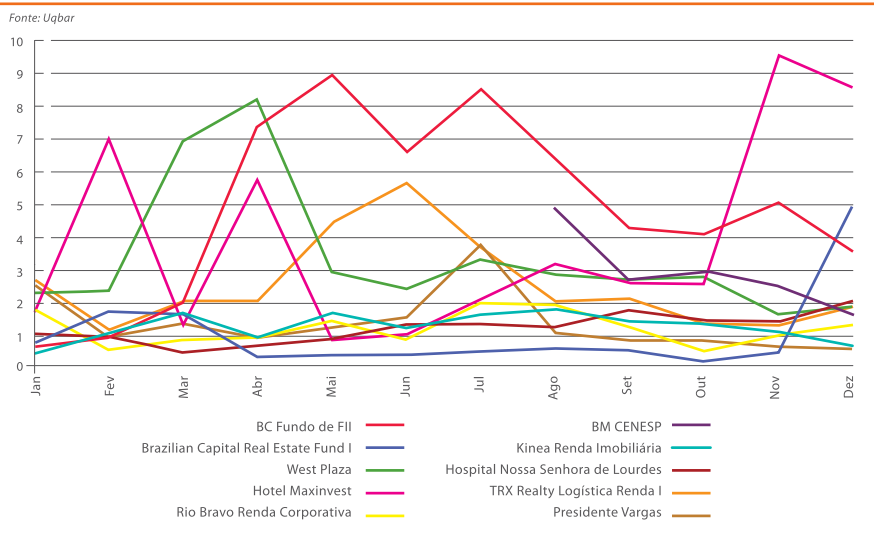
Histórico da Capitalização de Mercado – 10 maiores FII (em R\$ milhões)

FIG. 33



Histórico do *Float* Mensal – 10+ Negociados em 2011 (%)

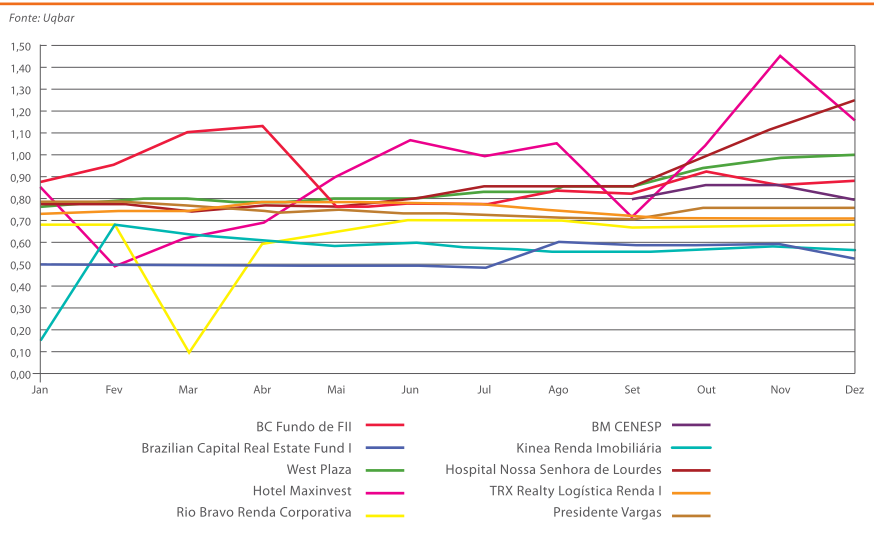
FIG. 34



A **figura 35** mostra o histórico mensal do rendimento mensal (quociente percentual entre distribuição mensal e capitalização de mercado) no último ano também dos dez fundos mais negociados em 2011 (mesmo grupo da **figura 34**). O ano terminou com um rendimento mensal médio deste grupo de fundos um pouco acima do nível no início do ano. O último gráfico, **figura 36**, traz o histórico anual da rentabilidade efetiva (valorização de preço de cota mais rendimento e amortização) anual, desde 2004, apresentada para o mesmo conjunto dos dez FII mais negociados. Apesar da maior parte destes fundos terem alcançado uma rentabilidade efetiva em 2011 acima de 20,0%, a presença de dois fundos com rentabilidade efetiva negativa no último ano indica que uma maior liquidez também pode estar positivamente correlacionada, em um grau maior, com um desempenho ruim.

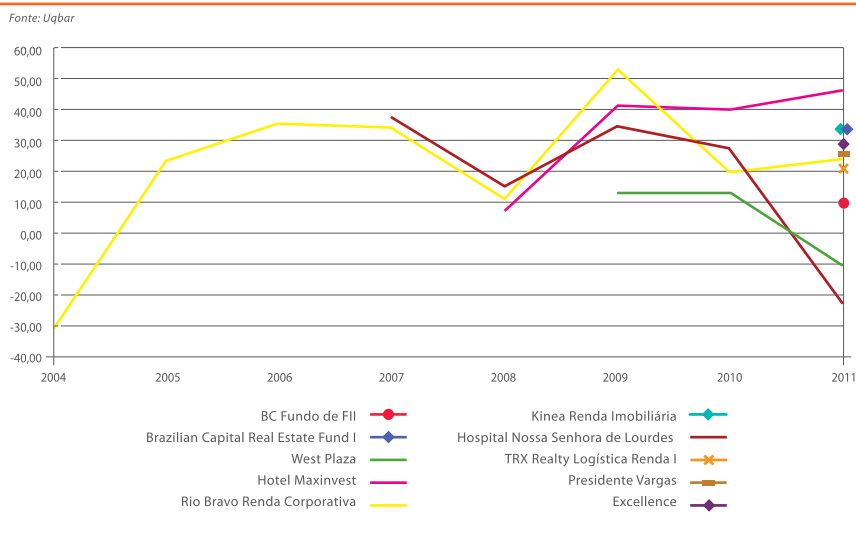
Rendimento Mensal Histórico de FII - 10+ Negociados em 2011 (% do Valor de Mercado)

FIG. 35



Rentabilidade Efetiva Anual Histórica de FII - 10+ Negociados em 2011 (em %)

FIG. 36



## Investidores

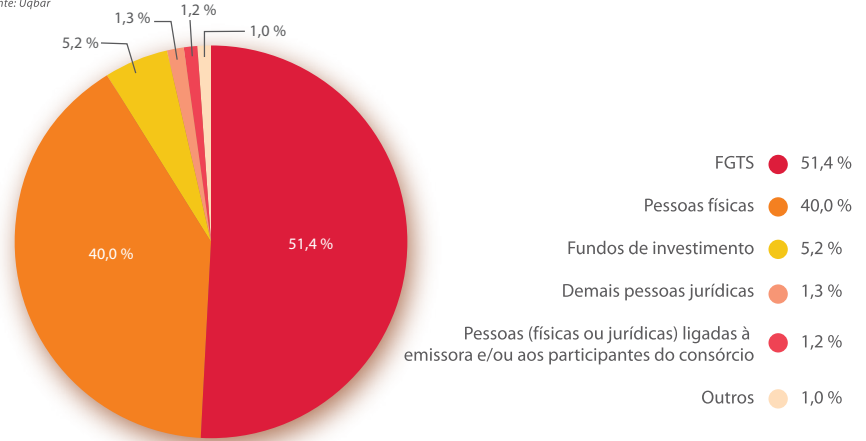
O mercado investidor de cotas de FII em 2011, analisado sob o prisma da composição de seus participantes por montante adquirido, teve a participação protagonista do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Limitada a apenas uma operação, a do FII Porto Maravilha (FII PM), fundo que adquiriu R\$ 3,50 bilhões em CEPACs (Certificados de Potencial Adicional de Construção) emitidos para financiar a operação consorciada da região do porto da cidade do Rio de Janeiro, a participação do FGTS, que adquiriu a totalidade das cotas emitidas pelo FII PM, correspondeu a 42,5% do total emitido de cotas de FII no ano.

A **figura 37** mostra a composição do mercado investidor de cotas de FII, em termos de fatia adquirida do total emitido pelos fundos em 2011. A distribuição é construída com base nas informações às quais a Uqbar teve acesso, correspondentes a 82,7% das emissões realizadas por todos os fundos em operação no país. Deste universo, o FGTS ficou com 51,4% e, responsável pela segunda maior fatia, o investidor pessoa física deteve 40,0% de participação. O investidor pessoa física continua sendo o tipo de investidor principal neste mercado, com preponderância absoluta na aquisição de cotas de FII ofertadas publicamente e negociáveis a posteriori no mercado de bolsa e balcão da BM&FBOVESPA.

**Composição do Montante Emitido de FII em 2011  
por Classe de Investidor (% de Montante)**

FIG. 37

Fonte: Uqbar



## SECURITIZAÇÃO

Esta seção traz informações e dados referentes ao mercado de securitização imobiliária, setor de destaque do mercado de capitais voltado para o financiamento imobiliário. A securitização imobiliária vem ganhando importância como um canal alternativo em um ambiente macroeconômico e setorial de demanda ascendente por este tipo de crédito e de tendência de exaustão do ritmo de crescimento das fontes tradicionais do mesmo. Em 2011 os números referentes aos títulos de securitização imobiliária comprovam um momento de forte crescimento neste segmento. 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 histórica até o presente bem menor que a do mercado de CRI, as cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) que investem em carteiras de créditos imobiliários.

Esta seção inclui também dados e informações sobre um importante título de crédito, a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI), principal lastro das operações de securitização imobiliária realizadas no mercado brasileiro.



**BRAZILIAN  
SECURITIES**   
Finance & Real Estate

REFERÊNCIA EM SECURITIZAÇÃO IMOBILIÁRIA

OPÇÕES DIFERENCIADAS PARA INVESTIDORES, COM SOLUÇÕES COMPLETAS  
QUE INTEGRAM OS MERCADOS FINANCEIRO E IMOBILIÁRIO.

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

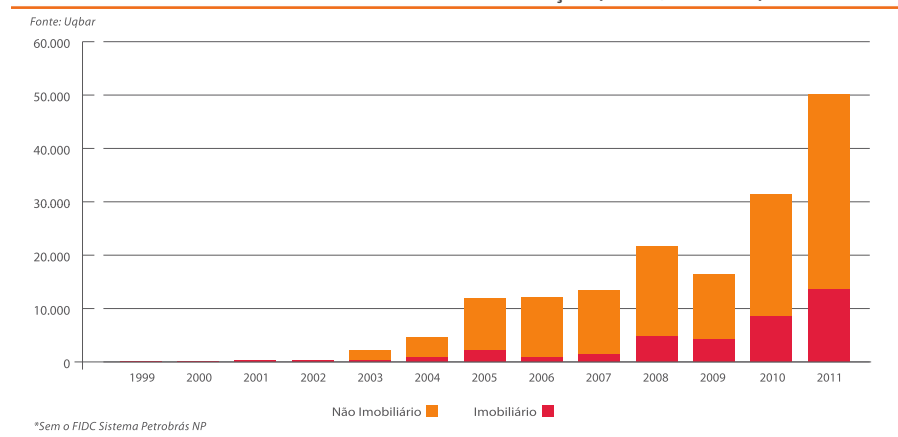
O mercado de securitização superou os R\$ 50,00 bilhões em montante emitido em 2011, uma cifra quase R\$ 20,00 bilhões acima do nível no ano anterior, que era recorde histórico até então. O segmento de securitização imobiliária, medido pelo montante consolidado de emissões de CRI e de cotas de FIDC de lastro imobiliário, cresceu cerca de 60,0% em 2011, atingindo um total de R\$ 13,61 bilhões, o que corresponde a um aumento de mais de R\$ 5,00 bilhões frente ao ano anterior.

Este montante representa 27,1% do total do mercado de securitização, basicamente a mesma proporção do ano anterior. A composição dos lastros das emissões dos títulos de securitização imobiliária indicou, no último ano, uma retomada do crescimento da participação do lastro residencial versus o corporativo. O mesmo comportamento é observado quando as emissões são comparadas pelos ativos-lastro Crédito Imobiliário e Aluguel. Enquanto o primeiro apresentou uma taxa de crescimento de 120,9% no ano, o segundo cresceu apenas 4,0% no mesmo período.

A **figura 38** apresenta a evolução histórica das emissões de títulos de securitização representados por cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), enquanto que as **figuras 39 e 40** apresentam o mesmo desenvolvimento somente para a securitização imobiliária.

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

FIG. 38



As emissões de operações de securitização imobiliária cujo ativo-lastro é Crédito Imobiliário cresceram substancialmente em 2011. Com a participação do FGTS como investidor em mais de R\$ 2,50 bilhões de CRI com lastro em créditos imobiliários originados dentro do Sistema Financeiro de Habitação (SFH), este tipo de lastro representou R\$ 9,00 bilhões do total emitido. O restante, pouco mais da metade do referente a créditos imobiliários, equivalente a R\$ 4,62 bilhões, representou lastro em aluguéis. Esta tendência, de uma maior participação de créditos imobiliários como lastro vis-à-vis

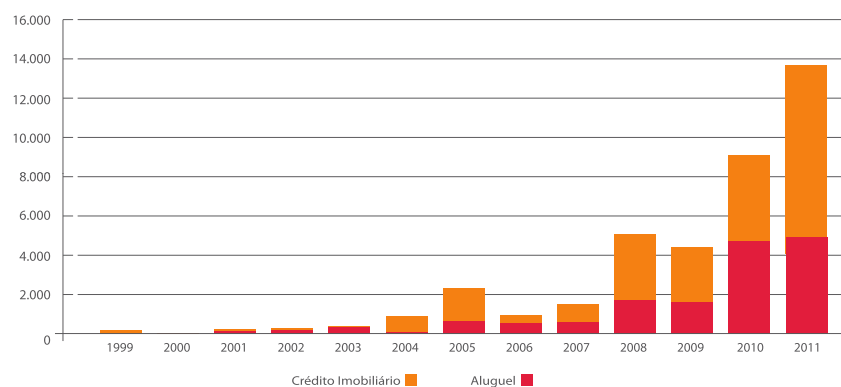
aluguéis, deve se acentuar como consequência da Resolução nº 3932/10 do CMN (*ver capítulo Regulamentação e Legislação*)

A **figura 39** apresenta a evolução da composição das emissões da securitização imobiliária entre os tipos de ativo-lastro Crédito Imobiliário e Aluguel.

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

FIG. 39

Fonte: Uqbar

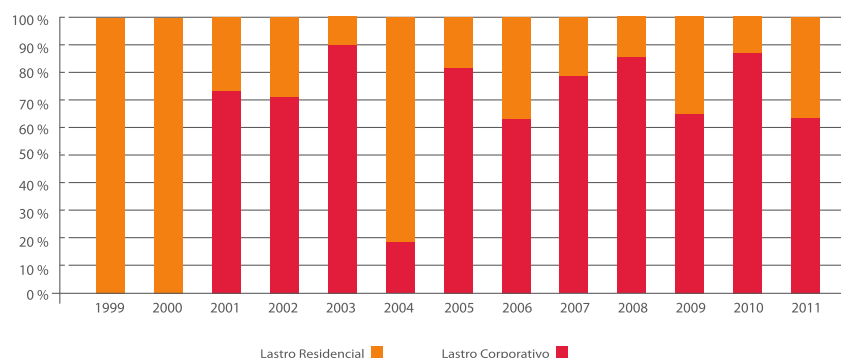


Na **figura 40** as emissões são decompostas pelo tipo de crédito definido de forma alternativa: créditos originados junto a pessoas físicas decorrentes da compra de imóveis residenciais (Crédito Residencial) e créditos decorrentes do financiamento de imóveis industriais ou comerciais para grandes empresas e contratos de aluguéis (Crédito Corporativo). No gráfico, agora em números percentuais, novamente pode-se detectar, para o ano de 2011, o efeito da participação como investidor de CRI do FGTS e da Resolução nº 3932/10 do CMN, já que o crédito residencial recebeu um maior impacto positivo decorrente destes fatores, fazendo com que sua participação relativa aumentasse no último ano.

#### Histórico da Participação das Emissões Imobiliárias por Tipo de Crédito

FIG. 40

Fonte: Uqbar



## CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI)

O mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), que vem incrementalmente se consolidando como alternativa relevante de fonte de financiamento e opção de investimento vinculado ao setor imobiliário, continuou tendência de alta taxa de expansão em 2011. Depois de ter crescido mais de 100,0% em 2010, o montante consolidado emitido destes títulos aumentou mais 59,8% em 2011. No último ano foram emitidos R\$ 13,58 bilhões em CRI.

### 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	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.

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.

<u>Garantia</u>	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.
<u>Regime Fiduciário</u>	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 do comum do Emissor até que se complete o resgate de todos os referidos CRI. Tais créditos não são passíveis de constituição de garantias ou de execução por quaisquer dos credores da emitente do CRI, por mais privilegiados que sejam, exceto em relação a determinados créditos de natureza fiscal, previdenciária e trabalhista.
<u>Forma e Registro</u>	Escritural, devendo ser registrado em sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados.
<u>Classe</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>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. Os CRI não podem ser indexados a moedas estrangeiras.
<u>Pagamento</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>Negociação</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.

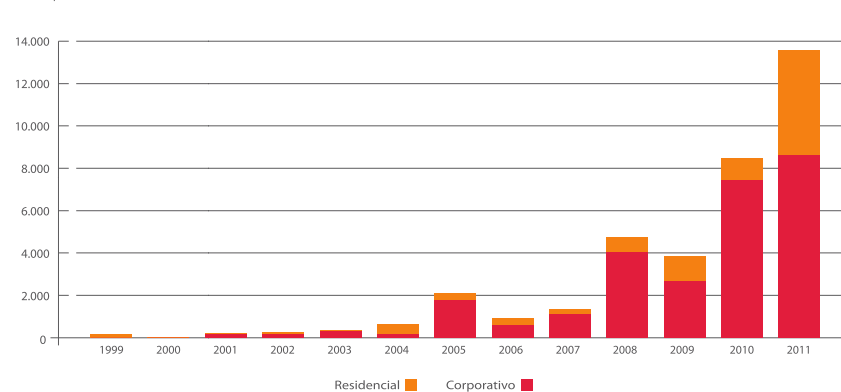
<u>Transferência</u>	Por meio de sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados autorizados pelo Banco Central do Brasil.
<u>Liquidação Financeira</u>	CETIP e BM&FBOVESPA.
<u>Ambiente de Negociação</u>	CETIP 21, SomaFix e BovespaFix.

A evolução histórica de emissões de CRI pode ser vista na **figura 41**. Este gráfico mostra também a composição dos créditos representados por estas emissões. A preponderância continua sendo a de créditos corporativos, mas em 2011 os créditos residenciais não só ampliaram sua participação relativa como também tiveram um aumento maior em termos absolutos. O resultado foi que, em termos percentuais, a participação majoritária dos créditos corporativos caiu de 87,4% para 63,3%.

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

FIG. 41

Fonte: Uqbar

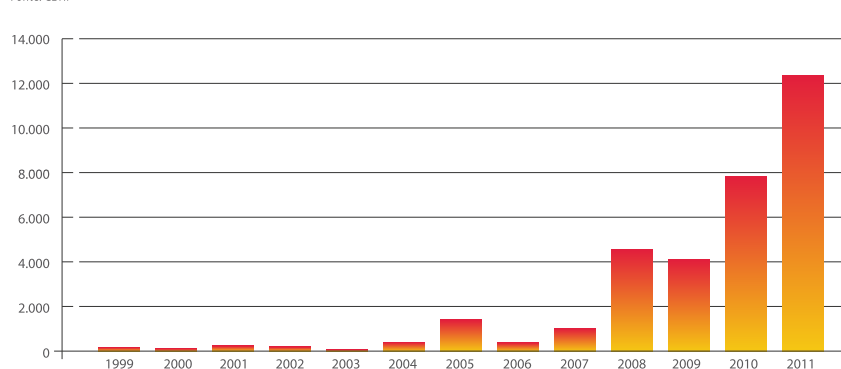


As outras variáveis consolidadas do mercado de CRI corroboram um ano de contínua e forte progressão. As **figuras 42 e 43** mostram as evoluções históricas dos níveis de depósito e estoque de CRI na CETIP. Em 2011 foram depositados R\$ 12,33 bilhões na câmara e o nível de estoque saltou de R\$ 18,92 bilhões, em dezembro de 2010, para R\$ 27,80 bilhões, em dezembro último.

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

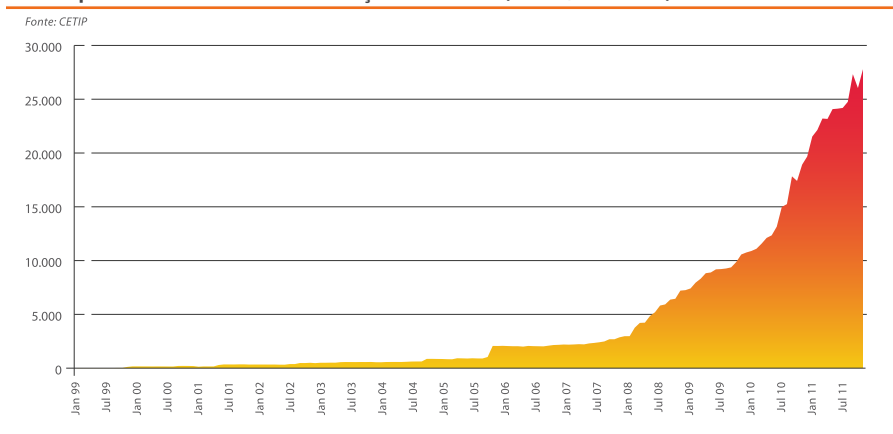
FIG. 42

Fonte: CETIP



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

FIG. 43



## Classificação das Operações

### Quanto ao Reforço de Crédito

Operações com lastro predominantemente em créditos originados junto a pessoas físicas, que são decorrentes da compra de imóveis residenciais, geralmente contam com determinados tipos de estruturas de reforço de crédito que se repetem. Estas operações podem então ser classificadas como Sênior-subordinada e de Sobre-garantias.

Os nomes destas classificações destacam o principal reforço de crédito existente na estrutura da operação, porém, é comum outros mecanismos de reforço de crédito também existirem na operação, tanto do tipo estrutural, quanto aqueles proporcionados por terceiros.

Em 2011, do total de 51 operações com lastro Residencial, representando um montante de R\$ 4,98 bilhões, 33 operações podem ser classificadas como do tipo Sênior-subordinada, totalizando R\$ 3,41 bilhões; ao passo que duas operações foram estruturadas utilizando a sobre-garantia como o principal reforço de crédito, referentes a R\$ 37,2 milhões. As outras 16 operações não se encaixam nessa classificação.

Para mais informações sobre estas estruturas, incluindo representações esquemáticas, favor clicar nos links abaixo, que dão acesso ao Dicionário de Finanças da Uqbar.

[Estrutura Sênior-subordinada](#)

[Estrutura de Sobre-garantias](#)

### Quanto à Origem do Crédito

Algumas operações com lastro Corporativo que têm como devedor uma única empresa ou grupo econômico também podem ser classificadas. Neste caso, o critério que dá nome às classificações são os tipos de estrutura utilizada para dar origem ao crédito que é posteriormente securitizado, sendo eles o *Build-to-suit* e o *Sale and Lease-back*.

Estas estruturas são favorecidas quando os tomadores dos recursos buscam financiar suas necessidades imobiliárias corporativas ou captar recursos, para fins diversos, através do uso de seus imóveis.

Em 2011, do total de 99 operações com lastro Corporativo, representando um montante de R\$ 8,60 bilhões, 27 operações de *Build-to-suit* foram estruturadas, totalizando R\$ 2,20 bilhões; ao passo que apenas uma operação de *Sale and Lease-back* foi estruturada no valor de R\$ 31,3 milhões em termos de títulos emitidos no ano. As outras 71 operações não se encaixam nessa classificação.

Para mais informações sobre estas estruturas, incluindo representação esquemática, favor clicar nos links abaixo, que dão acesso ao Dicionário de Finanças da Uqbar.

[Estrutura Build-to-suit](#)

[Estrutura Sale and Lease-back](#)

### **Emissores**

Três novas Securitizadoras Imobiliárias foram registradas na CVM em 2011. A **tabela 9** lista as mesmas incluindo data de registro. Conforme se pode concluir da leitura da **figura 44**, o movimento maior de registro de Securitizadoras Imobiliárias se deu de 2005 a 2007, após a Lei nº11.033/04, que isentou os investidores pessoa física de tributação nos rendimentos de CRI, e antes da crise financeira a partir de 2008.

**Securitizadoras Imobiliárias Registradas na CVM em 2011**

TABELA 9

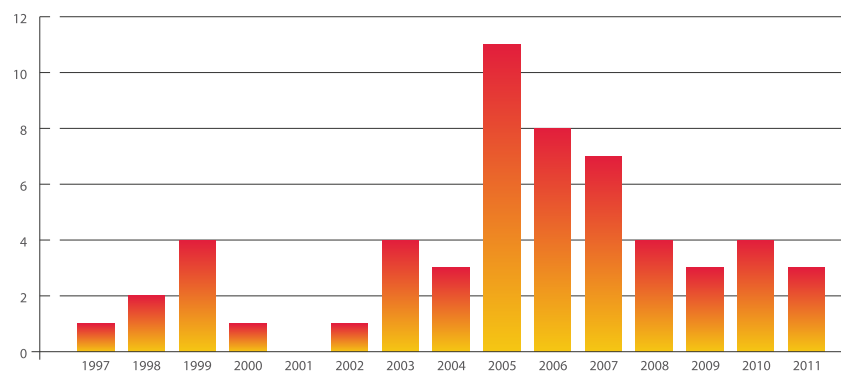
Securitizadora Imobiliária	Data de Registro
Octante Securitizadora	14/02/2011
TRX Securitizadora	02/03/2011
Forte Capital Securities	15/06/2011

Fonte: Uqbar

Número de Securitizadoras Imobiliárias Registradas na CVM

FIG. 44

Fonte: Uqbar

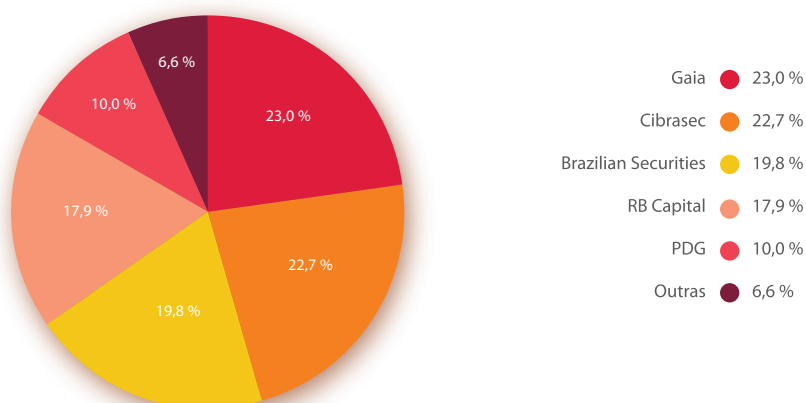


As **figuras 45** e **46** mostram, respectivamente, a participação das Securitizadoras Imobiliárias por montante emitido de CRI em 2011 e de forma acumulada. No último ano houve um pequeno movimento no sentido de uma participação mais equitativa entre as cinco maiores Securitizadoras Imobiliárias e, ao mesmo tempo, uma maior concentração do mercado neste grupo. Em 2011, mais um ano recorde de emissões, essas cinco empresas foram responsáveis por mais de 93,4% do total emitido, ao passo que, em termos acumulados, estas mesmas cinco empresas respondem por 87,2% do que já foi emitido de CRI no país, sendo que a maior, Brazilian Securities, respondeu por uma participação, até 31 de dezembro de 2011, de 27,0% no montante total acumulado de CRI emitidos no país.

Participação no Montante de Emissões em 2011 por Securitizadora Imobiliária

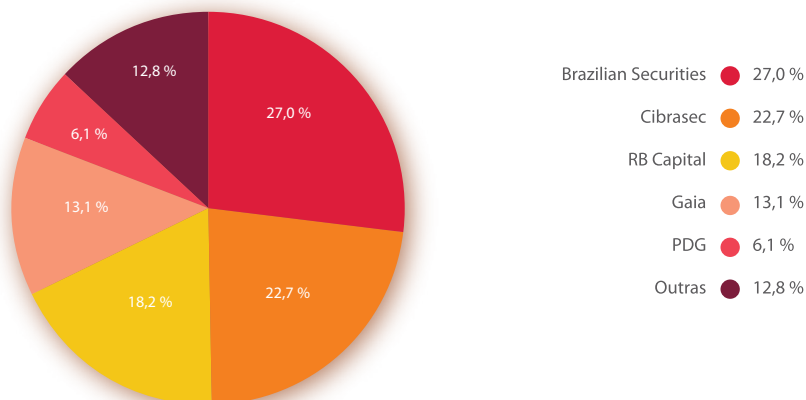
FIG. 45

Fonte: Uqbar



## Participação Acumulada no Montante de Emissões por Securitizadora Imobiliária FIG. 46

Fonte: Uqbar



A Brazilian Securities continua a ser a maior Securitizadora Imobiliária em termos de montante de capital social integralizado, com R\$ 100,2 milhões, representado por 45,8 mil ações ordinárias nominativas. A **tabela 10** lista as Securitizadoras Imobiliárias que emitiram em 2011 com suas respectivas datas de constituição e primeira emissão e os nomes dos principais acionistas.

Os dados de capital social, número de ações integralizadas e principais acionistas foram obtidos nos arquivos “Formulário de Referência” de 2011 consultados no dia 17 de fevereiro de 2012.

Securitizadoras Imobiliárias que Emitiram em 2011

TABELA 10

Securitizadora	Data de Constituição	Data de Primeira Emissão	Montante Emitido em 2011 (R\$ milhões)	Principais Acionistas	Número e Tipo de Ações Integralizadas	Capital Social (R\$)
Aetatis	14/09/1998	22/02/2007	3,8	Prosperitas I - Fundo de Investimento em Participações	ON – 6.065.961	2.648.119
Beta	15/09/2004	06/06/2005	59,3	FIP Banif Primus Real Estate	ON – 22.193.719	13.722.655
Brazil Realty	14/09/2004	14/06/2011	270,0	Cyrela Brazil Realty	ON – 10.000	10.000
Brazilian Securities	10/04/2000	23/04/2001	2.694,3	Brazilian Finance Real Estate	ON – 45.845.987	100.228.652
Cibrasec	31/07/1997	12/01/1999	3.081,9	BB, CEF, Itaú, Bradesco e Santander	ON – 66.003	68.475.000
Gaia	11/07/2005	10/08/2009	3.119,6	GaiaSec Assessoria Financeira	ON – 531.700	531.700
Habitasec	19/12/2007	08/11/2010	82,1	Vicente Postiga Nogueira	ON – 700.000	700.000
Infrasec	27/10/2008	02/05/2011	26,5	GPI Participações e Investimentos	ON – 2.000.000	2.000.000
Nova Securitização	16/05/2007	30/09/2011	114,5	André Luiz de Souza	ON – 588.487	588.487
Pátria	26/05/1998	21/10/2002	110,0	Pátria Investimentos	ON – 256.457	256.547
PDG	10/03/2008	14/07/2009	1.360,0	PDG Realty	ON – 27.864.727	27.864.727
Plural Capital	18/08/2010	10/09/2011	90,2	Plural Capital Empreendimentos e Participações	ON – 85.153	92.589

## Securizadoras Imobiliárias que Emitiram em 2011 (cont.)

TABELA 10

Securizadora	Data de Constituição	Data de Primeira Emissão	Montante Emitido em 2011 (R\$ milhões)	Principais Acionistas	Número e Tipo de Ações Integralizadas	Capital Social (R\$)
Polo Capital	31/05/2010	30/06/2011	105,4	Marcos Duarte Santos e Cláudio José Carvalho de Andrade	ON – 500.000	500.000
RB Capital	17/11/1999	06/07/2006	2.420,3	RB Capital Real Estate I Fundo de Investimento em Participações	ON – 2.725.244	20.000.000
RB Capital Residencial	09/09/1998	10/05/2000	7,2	RB Capital Real Estate I Fundo de Investimento em Participações	ON – 5.996.865	13.708.283
TRX	22/01/2010	10/10/2011	34,7	TRX Investimentos Imobiliários	ON – 5.000	5.000

Fonte: Uqbar

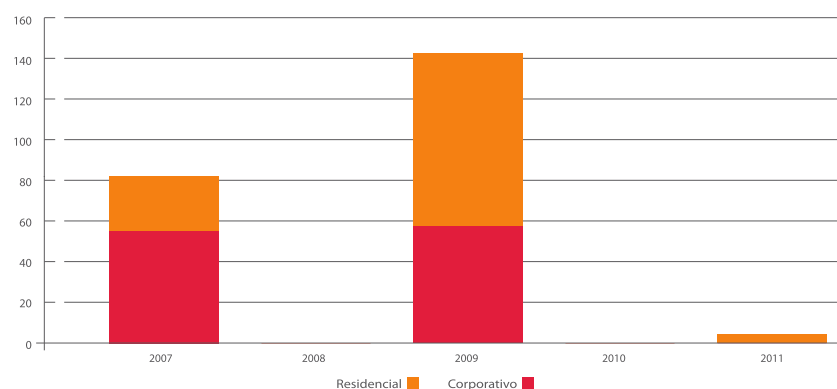
Aetatis

No ano de 2011 a Aetatis Securizadora realizou uma única operação de CRI no valor de R\$ 3,8 milhões. A emissão é lastreada em créditos pulverizados. A **figura 47** mostra a evolução das emissões de CRI da companhia por lastro corporativo e residencial.

**Aetatis – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)**

FIG. 47

Fonte: Uqbar



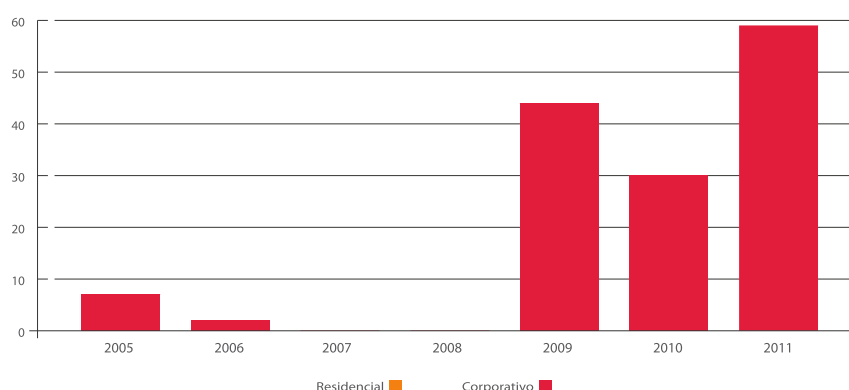
### Beta

Em 2011 a Beta Securitizadora realizou duas operações de CRI totalizando R\$ 59,3 milhões. Ambas emissões são lastreadas em créditos corporativos assim como todas as outras operações realizadas pela companhia. A **figura 48** mostra o histórico das emissões de CRI da companhia.

**Beta – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)**

FIG. 48

Fonte: Uqbar



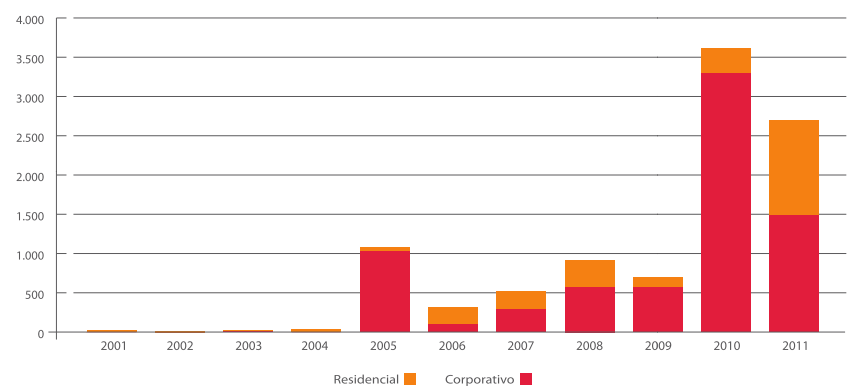
### Brazilian Securities

A Brazilian Securities emitiu R\$ 2,69 bilhões através de 52 operações de CRI, tendo sido a Securitizadora Imobiliária que realizou mais operações em 2011. Deste total, 55,1% (R\$ 1,48 bilhão) são referentes a operações lastreadas em créditos corporativos e 44,9% (R\$ 1,21 bilhão) a operações lastreadas em CRI residenciais. A **figura 49** mostra a evolução das emissões de CRI da companhia por lastro corporativo e residencial.

**Brazilian Securities – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)**

FIG. 49

Fonte: Uqbar



### Brazil Realty

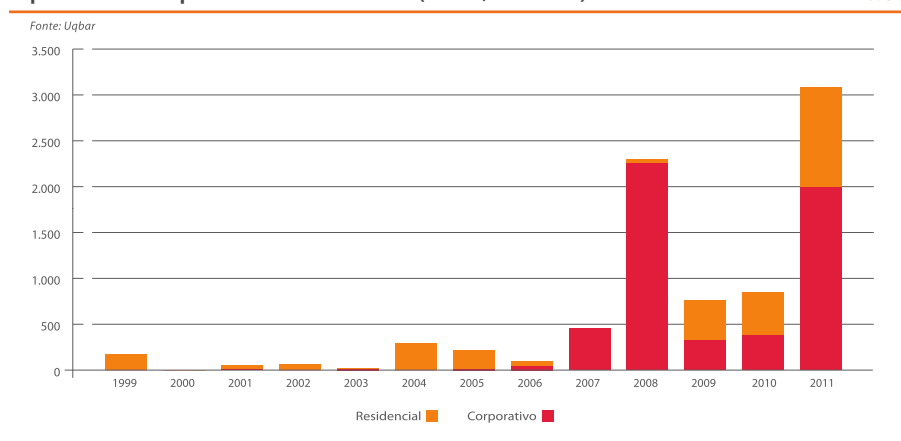
Em 2011 a Brazil Realty realizou sua primeira operação de CRI no valor de R\$ 270,0 milhões. Um CRI corporativo lastreado em uma CCI emitida e cedida à securitizadora pelo Banco Itaú BBA. Esta CCI representa uma Cédula de Crédito Bancário (CCB) emitida pela Cyrela Brazil Realty Empreendimentos e Participações. A operação também conta com a cessão fiduciária de créditos relacionados à comercialização de unidades imobiliárias localizadas nas cidades de São Paulo (SP) e São Luiz (MA).

### Cibrasec

A Cibrasec emitiu R\$ 3,08 bilhões em CRI no ano de 2011, sendo R\$ 1,99 bilhão (64,7%) de lastro corporativo e R\$ 1,09 bilhão (35,3%) de lastro residencial. A **figura 50** mostra a evolução das emissões de CRI da companhia por lastro corporativo e residencial.

**Cibrasec – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)**

FIG. 50

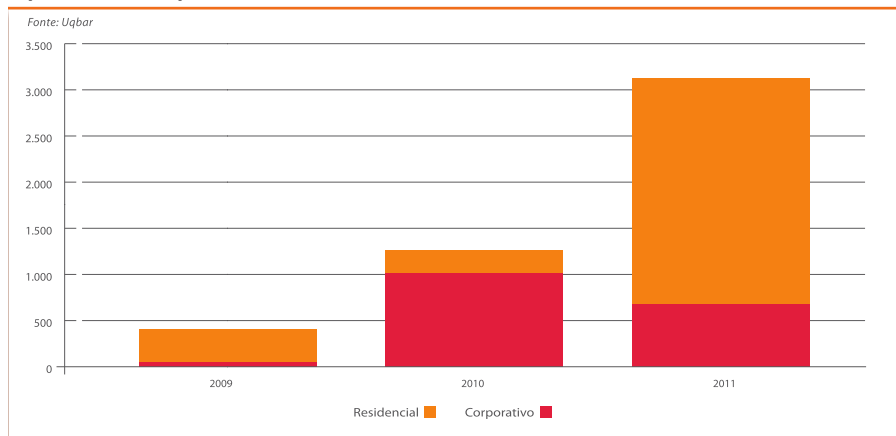


### Gaia

Em 2011 a Gaia Securitizadora foi a companhia que mais emitiu CRI no ano: foram R\$ 3,12 bilhões. Crédito residencial representou 78,2% (R\$ 2,44 bilhões) das emissões e crédito corporativo representou 21,8% (R\$ 681,5 milhões). A **figura 51** mostra a evolução das emissões de CRI da companhia por lastro corporativo e residencial.

**Gaia – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)**

FIG. 51

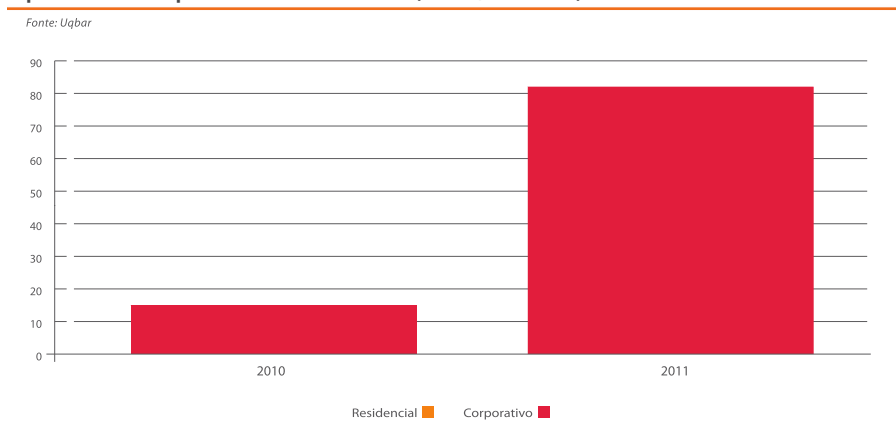


### Habitasec

A Habitasec realizou duas operações de CRI em 2011 totalizando R\$ 82,1 milhões. Assim como em 2010, as operações realizadas foram lastreadas em créditos corporativos. Porém, diferentemente do ano anterior quando o lastro eram contratos de aluguel, as operações de 2011 foram lastreadas em financiamentos imobiliários. Ambas operações têm como lastro financiamentos concedidos à Scopel Desenvolvimento Urbano por meio da emissão de Cédulas de Crédito Bancário (CCB). A CHB – Companhia Hipotecária Brasileira e o Banco Fator foram os cedentes de cada uma das operações e, juntamente com as CCB, também cederam fiduciariamente créditos imobiliários pulverizados. A **figura 52** mostra o histórico das emissões de CRI da companhia.

**Habitasec – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)**

FIG. 52



### Infrasec

Em 2011 a Infrasec emitiu seu primeiro CRI. Esta emissão foi no valor de R\$ 26,5 milhões e teve como lastro alugueis devidos pela Peugeot Citroën do Brasil Automóveis.

### Nova Securitização

A Nova Securitização estreou no mercado de CRI em 2011 com três operações de CRI que totalizaram R\$ 114,5 milhões. Os três CRI emitidos têm como lastro contratos de locação atípica, as chamadas operações *built to suit*.

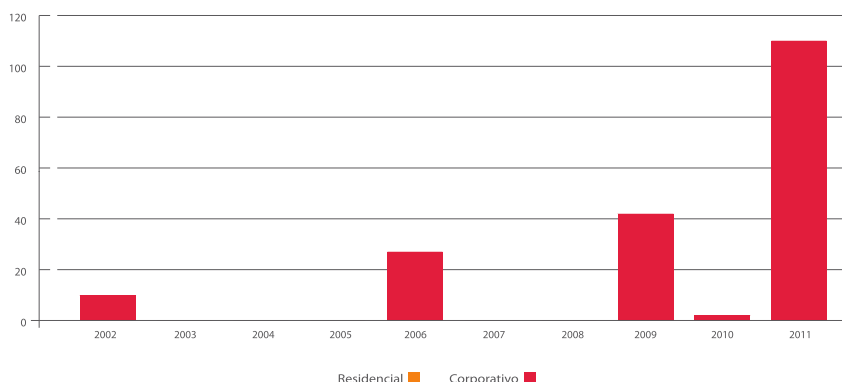
### Pátria

Em 2011 foram emitidos R\$ 110,0 milhões em CRI pela Pátria Securitizadora. Como em todas as outras emissões da companhia, o lastro é corporativo. O CRI emitido em 2011 é lastreado em contratos de locação típico de um empreendimento imobiliário situado na cidade do Rio de Janeiro (RJ). A **figura 53** mostra o histórico das emissões de CRI da companhia.

**Pátria – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)**

FIG. 53

Fonte: Uqbar

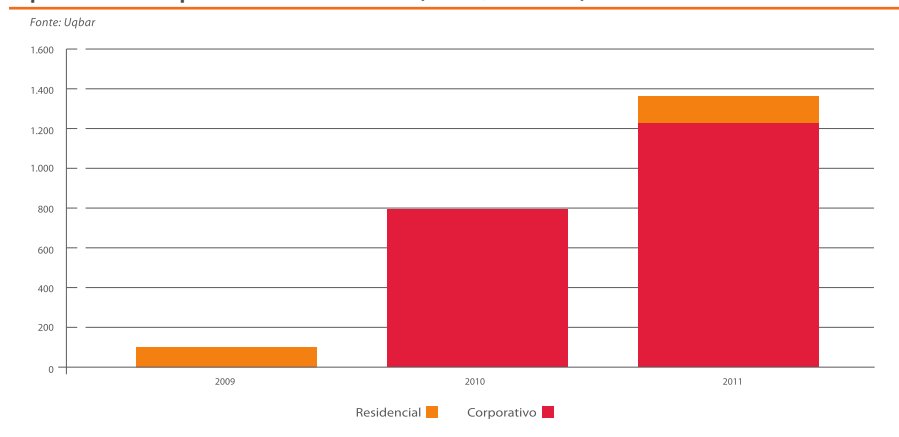


### PDG

A PDG Securitizadora emitiu R\$ 1,36 bilhão em CRI no ano de 2011, sendo R\$ 1,22 bilhão (90,0%) de lastro corporativo e R\$ 136,5 milhões (10,0%) de lastro residencial. A **figura 54** mostra a evolução das emissões de CRI da companhia por lastro corporativo e residencial.

**PDG – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)**

FIG. 54



### Plural Capital

A Plural Capital Securitizadora marcou sua estreia no mercado de CRI com três operações de CRI corporativos que totalizaram R\$ 90,2 milhões. A primeira série de CRI é lastreada em promessas de compra e venda de unidades de um empreendimento imobiliário comercial localizado na cidade de Porto Alegre (RS) e as outras duas séries são lastreadas em Cédulas de Crédito Bancário (CCB) emitidas em favor do Banco Modal.

### Polo Capital

2011 foi o ano das primeiras emissões de CRI da Polo Capital Securitizadora. Foram duas operações de CRI lastreados em créditos residenciais que totalizaram R\$ 105,4 milhões. Em comum, as operações possuem como cedentes dos direitos creditórios alguns Fundos de Investimentos Multimercados e de Ações geridos pela Polo Capital Gestão de Recursos.

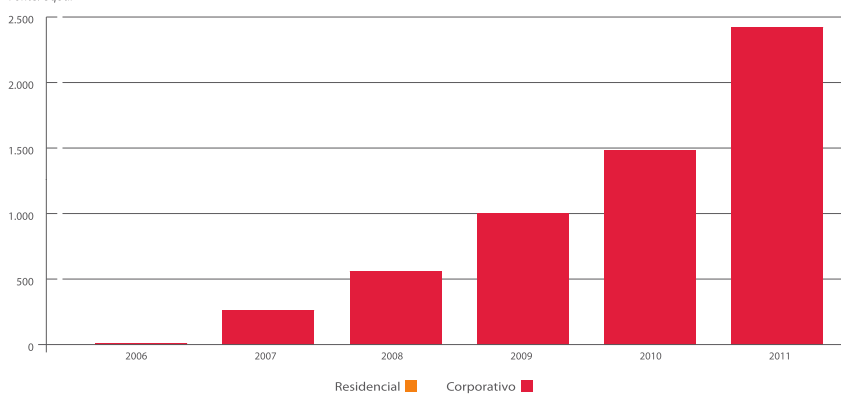
### RB Capital

A **figura 55** mostra que desde sua primeira emissão, em 2006, a RB Capital Securitizadora vem aumentando o total emitido de CRI a cada ano. As operações são sempre corporativas e, em 2011, somaram o montante de R\$ 2,42 bilhões.

**RB Capital – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)**

FIG. 55

Fonte: Uqbar



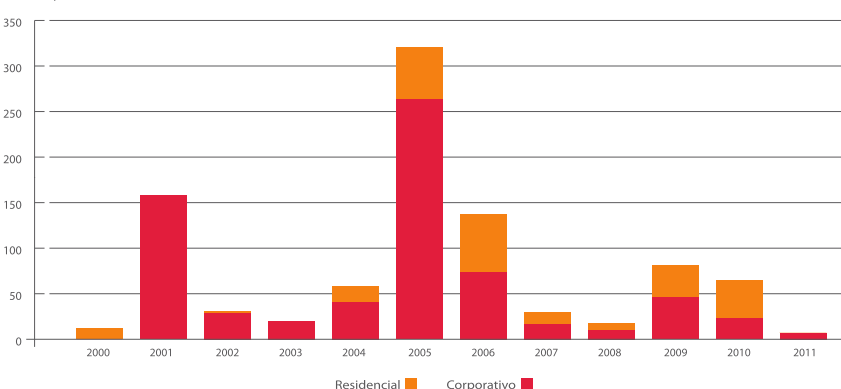
### RB Capital Residencial

Em 2011 a RB Capital Residencial Securitizadora realizou uma operação de CRI no valor de R\$ 7,22 milhões. O CRI é lastreado em um contrato de financiamento devido pela RB Capital Realty e cedido à securitizadora pela Domus Cia de Crédito Imobiliário. A **figura 56** mostra a evolução das emissões de CRI da companhia por lastro corporativo e residencial.

**RB Capital Residencial – Histórico do Montante Emitido por Lastro Corporativo e Residencial (em R\$ milhões)**

FIG. 56

Fonte: Uqbar



### TRX

Registrada em 2011, a TRX Securitizadora já começou a emitir os primeiros CRI ao longo do ano. Foram três operações que somaram R\$ 34,7 milhões. Todos os CRI são lastreados em créditos corporativos, mais especificamente contratos de locação.

### **Cedentes**

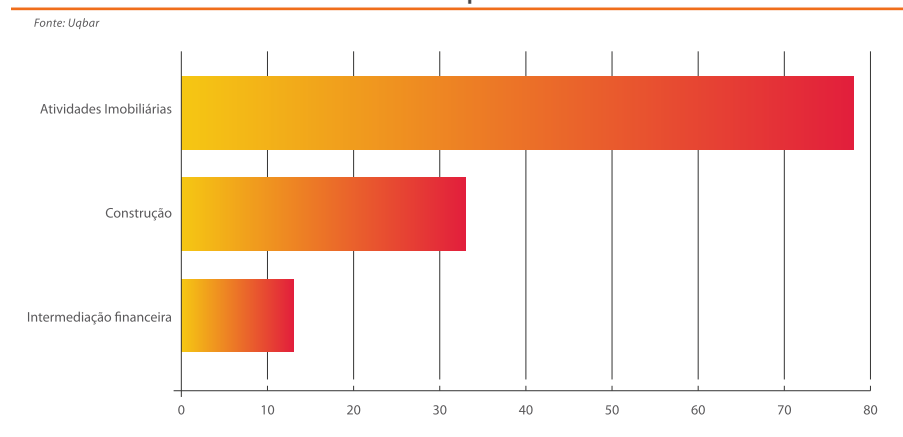
Entre os cedentes de créditos residenciais e corporativos para as operações de CRI realizadas durante o ano de 2011, o domínio ainda fica por conta das empresas de atividades imobiliárias, complementado pelas empresas de construção no caso de créditos residenciais. As empresas de intermediação financeira atualmente chegam a atuar de forma um pouco mais expressiva como cedentes no caso de créditos corporativos, no âmbito do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI).

As **figuras 57 e 58** apresentam a distribuição do número de cedentes de créditos residenciais e corporativos, respectivamente, por tipo de atividade econômica destes, para as operações de CRI realizadas durante o ano de 2011.

### Crédito Residencial

**Número de Cedentes de Crédito Residencial por Atividade Econômica – Ano 2011** FIG. 57

Fonte: Uqbar

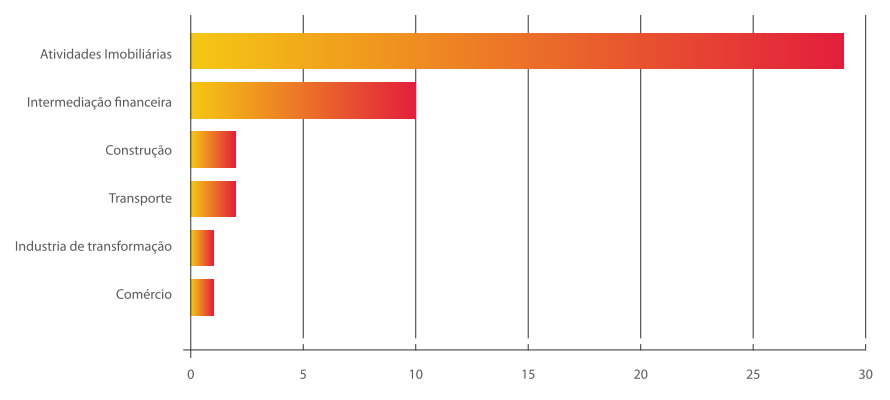


## Crédito Corporativo

Número de Cedentes de Crédito Corporativo por Atividade Econômica - Ano 2011

FIG. 58

Fonte: Uqbar



## Mercado Secundário

O montante anual de negócios de CRI, composto pelo volume registrado na CETIP e o negociado na BM&FBOVESPA, vem crescendo a uma taxa elevada desde 2007, quando a base era bastante reduzida. De 2009 para 2010 o valor total saltou de R\$ 1,66 bilhão para R\$ 4,26 bilhões, um crescimento de 157,1%. No ano passado foram R\$ 11,01 bilhões, outros 158,6% de crescimento.

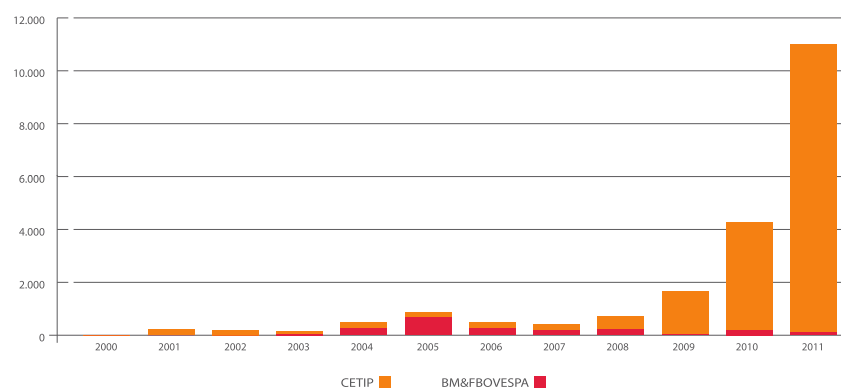
Na **figura 59** é exibida a evolução histórica anual do montante consolidado de CRI negociado, decomposto entre os volumes de negócios que são registrados na CETIP e negociados na BM&FBOVESPA. Em 2011, praticamente 100,0% do montante negociado de CRI, que a primeira vista poderia ser classificado como mercado secundário, corresponde a negócios realizados longe de ambientes de bolsa e balcão organizado.

Na verdade, este crescimento no volume de negócios não representa necessariamente um desenvolvimento do mercado secundário desses títulos. Uma análise mais detalhada dessas negociações mostra que uma quantia significativa dos negócios acontece muito próxima da data de emissão dos CRI, ou seja, esses negócios estão mais próximos de um mercado primário do que efetivamente de um secundário. Do total negociado em 2011, 57,9% aconteceu em até 30 dias da data de emissão, número próximo ao do ano anterior. Uma eventual interpretação de evolução poderia ser feita se aumentarmos este intervalo para 180 dias. A participação das negociações neste intervalo decresceu de 85,5% em 2010 para 76,2% no último ano. Porém, este número é ainda tão significativo que não é possível argumentar que esta redução signifique algum desenvolvimento representativo do mercado secundário destes títulos.

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

FIG. 59

Fonte: CETIP / BMF&amp;BOVESPA



### Investidores

A **figura 60** apresenta a composição entre as classes de investidores de CRI, calculada por montante subscrito em 2011. Esta distribuição foi produzida a partir das informações de operações para as quais a Uqbar obteve acesso ao perfil dos investidores, o que corresponde a 67,8% do total do montante de títulos emitidos no ano.

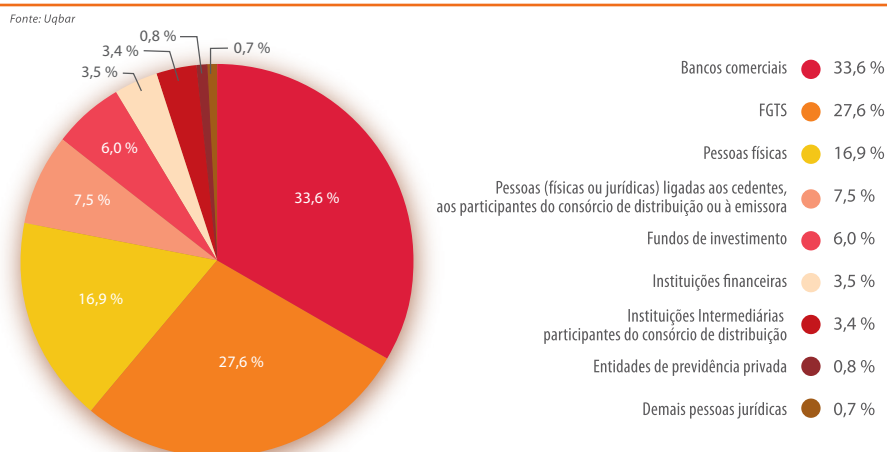
Destaca-se em 2011 a participação do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), que tem 27,6% de participação na distribuição abaixo, mas que, na realidade, teria correspondido a 18,7% do total caso a distribuição tivesse sido construída com base em 100,0% do montante de CRI distribuídos. Independentemente da amostra, a participação do FGTS é bastante relevante e já reflete a direção mais recente da política de investimentos do Fundo. Neste sentido, vale lembrar a recente Resolução CC-FGTS nº 681, de 10 de janeiro de 2012, do conselho curador do Fundo que autoriza R\$ 12,00 bilhões de investimentos, através de títulos do mercado de capitais, na área de habitação.

Os bancos comerciais continuam sendo o principal tipo de investidor de CRI, com uma participação de 33,6% do total. Historicamente, isto reflete a elegibilidade do CRI como investimento computável para fins da exigibilidade mínima de aplicação dos recursos captados em depósitos de poupança por parte destes bancos. Porém, a Resolução nº 3.932 do Banco Central, de 16 de dezembro de 2010 (*ver capítulo Regulamentação e Legislação*), tende a diminuir a participação relativa dos bancos comerciais e instituições financeiras como investidores de CRI, pois determina que os CRI elegíveis para o cômputo da exigibilidade de aplicação dos recursos captados em depósitos de poupança não podem ter lastro em aluguéis e, ao mesmo tempo, permite que créditos imobiliários cedidos para lastro de CRI continuem a ser computados, de forma linearmente decrescente, por um prazo de 36 meses após a cessão.

Finalmente, vale apontar a participação muito tímida, de 0,8%, das entidades de previdência privada. Apesar de uma certa movimentação por parte destas instituições visando uma maior preparação para investir no mercado de CRI, os números de 2011 mostram que ainda não houve investimentos relevantes.

**Composição do Montante Emitido de CRI em 2011 por Classe de Investidor (% de Montante)**

FIG. 60



## COTAS DE FIDC IMOBILIÁRIO

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) são importantes veículos de securitização no país. Estes fundos têm viabilizado financiamento para diversos setores da economia através da aquisição de diversos tipos de direitos creditórios. Porém, apesar de regulamentados desde 2001, e crescido substancialmente desde então, especificamente em relação a recebíveis do setor imobiliário este veículo ainda não tem representação relevante.

Em 2011 houve retorno de um nível de emissão não negligente de cotas de FIDC com lastro em recebíveis imobiliários. Depois de um 2010 virtualmente nulo em emissões de cotas deste tipo de FIDC, no último ano foram emitidos R\$ 179,7 milhões. Em relação ao número destes FIDC registrados na CVM, 2011 foi o melhor ano no registro histórico até agora, com quatro fundos registrados na autarquia.

Já o Patrimônio Líquido consolidado do conjunto de FIDC com lastro imobiliário vem crescendo paulatinamente, em cima de uma base ainda diminuta, tendo alcançado R\$ 616,3 milhões em 31 de dezembro de 2011, para um total de nove fundos em atividade naquela data.

## 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>	Fundo aberto – As cotas podem ser resgatadas a qualquer momento, de acordo com os termos e condições especificados no regulamento do fundo.

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.

<u>Rentabilidade Estimada</u>	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.
<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 podem subscrever ou adquirir cotas de FIDC Investidores Qualificados, 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.

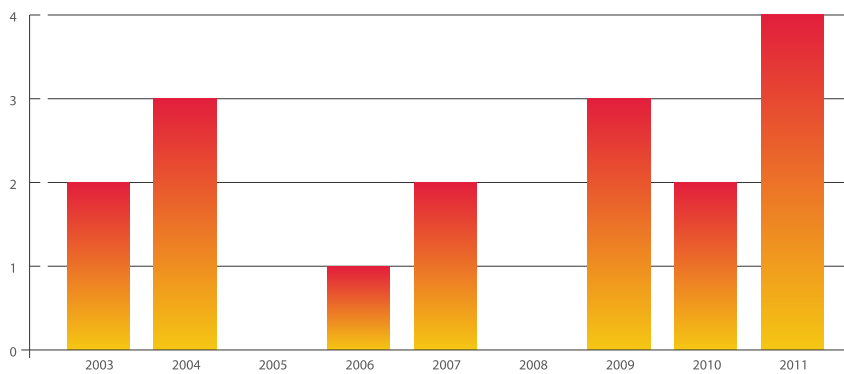
Em 29 de novembro de 2001 o Conselho Monetário Nacional autorizou a constituição e o funcionamento dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), que passaram a ser regulamentados por instrução específica da Comissão de Valores Mobiliários (FIDC Padronizados – Instrução CVM nº 356/03 e FIDC Não-padronizados – Instrução CVM nº 444/06). Devido à grande abrangência da definição de direitos creditórios que podem ser adquiridos pelos FIDC Padronizados e pelos FIDC Não-padronizados, estes fundos passaram também a constituir um veículo para o financiamento de créditos de origem imobiliária.

A seguir são apresentados tabela e gráficos com informações individuais sobre os nove FIDC existentes e dados históricos de registro, de emissões de cotas e de Patrimônio Líquido consolidado destes fundos.

**Número de FIDC Imobiliários Registrados na CVM**

FIG. 61

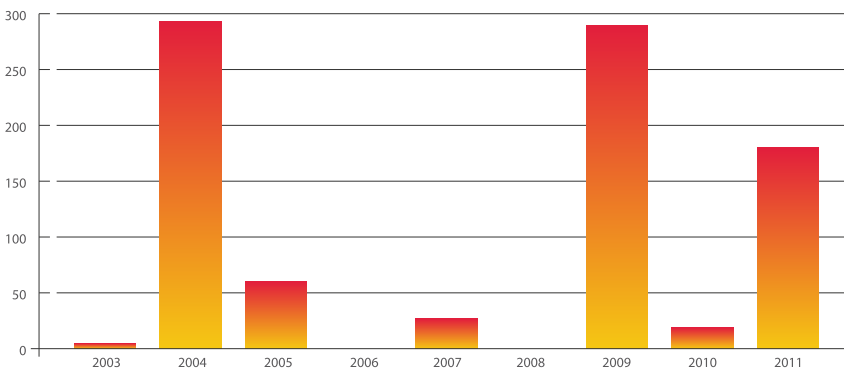
Fonte: Uqbar



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

FIG. 62

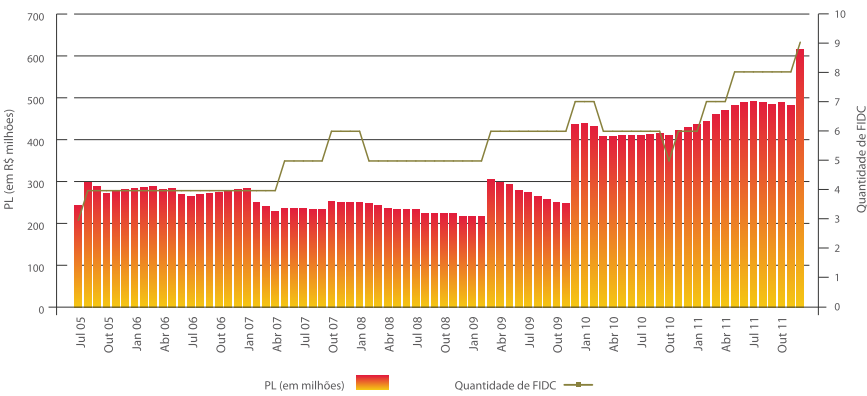
Fonte: Uqbar



**Histórico do Patrimônio Líquido de FIDC Imobiliários**

FIG. 63P

Fonte: Uqbar



## Lista de FIDC Imobiliários

TABELA 11

FIDC	Administrador	Gestor	Custodiante	Auditor	Cedente	PL (R\$)
Ático Imobiliários	Socopa	Atico Adm. de Recursos	Banco Paulista	Acal	Abengoa Brasil	61.957.336
Ático Imobiliários II	Socopa	Atico Adm. de Recursos	Banco Paulista	Acal	Diversos	2.763.740
Brisbane	Banco Modal	Modal Administradora de Recursos	Banco Modal	n.d.	Diversos	4.910.514
Caixa RB Capital Habitação	Caixa Econômica Federal	RB Capital Investimentos	Citibank	KPMG	Diversos	235.296.966
Gafisa Crédito Imobiliário	Oliveira Trust	Oliveira Trust	Deutsche Bank	KPMG	Gafisa	50.440.968
GP Aetatis II Imobiliários	Oliveira Trust	Prosperitas Investimentos	Oliveira Trust	KPMG	Diversos	99.002.547
Greenville	Intrag	Intrag	Itaú Unibanco	n.d.	Hortoville Emp. Imob. e Gobi Emp. Imob.	145.978.460
MPD KC Imobiliários	BNY Mellon	Lacan Investimentos	Banco Santander	KPMG	Diversos	4.822.880
Opportunity Imobiliários	Banco Opportunity	Banco Opportunity	Banco Opportunity	Performance	Diversos	11.166.864

Fonte: Uqbar

**CÉDULAS DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO (CCI)**

Esta seção apresenta informações sobre as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI), um título imobiliário de destaque do setor de finanças estruturadas. A CCI é um título de crédito muito utilizado pelas Securitizadoras Imobiliárias devido ao seu papel viabilizador de uma maior eficiência operacional. Estes títulos compõem o Ativo do balanço patrimonial das emissões de CRI, sendo que cada CCI representa um único crédito imobiliário.

Refletindo toda a força do mercado em expansão associado ao setor imobiliário e aos seus títulos correlatos como o CRI, o mercado de CCI também cresceu vigorosamente no último ano. O montante anual de depósitos destes títulos na CETIP, depois de quase dobrar de tamanho em 2010, passou de R\$ 6,79 bilhões em 2009 para R\$ 11,94 bilhões, e alcançou a marca dos R\$ 22,16 bilhões em 2011. Concomitantemente, o estoque de CCI nesta mesma casa cresceu de R\$ 12,70 bilhões no final de 2009, para R\$ 24,29 bilhões em 2010, e atingiu, em dezembro de 2011, o valor recorde de R\$ 43,79 bilhões.

## 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.

## Liquidação Financeira

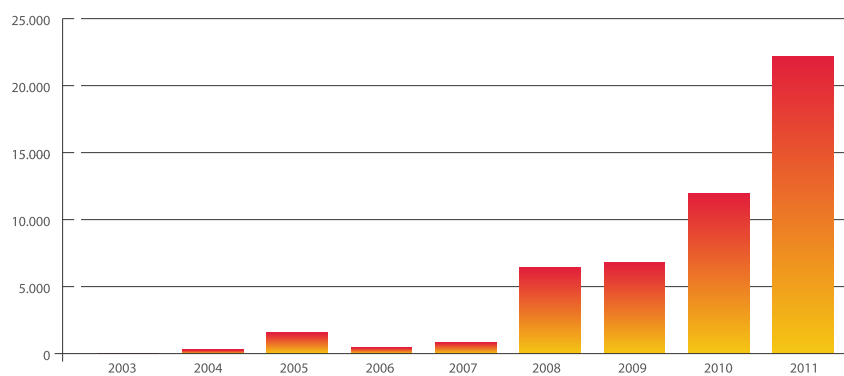
Por meio do Sistema de Registro ou Negociação, ou conforme as condições estabelecidas no instrumento que formaliza a negociação das CCI.

A seguir são apresentados gráficos mostrando a evolução histórica dos montantes de estoque, de depósitos e de negócios registrados de CCI na CETIP. Também é exibida a composição do estoque deste título por indexador, a qual está distribuída de forma bastante equitativa entre os principais índices, refletindo em grande medida o que ocorre no mercado de CRI e se distinguindo marcadamente do que ocorre no mercado de LCI.

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

FIG. 64

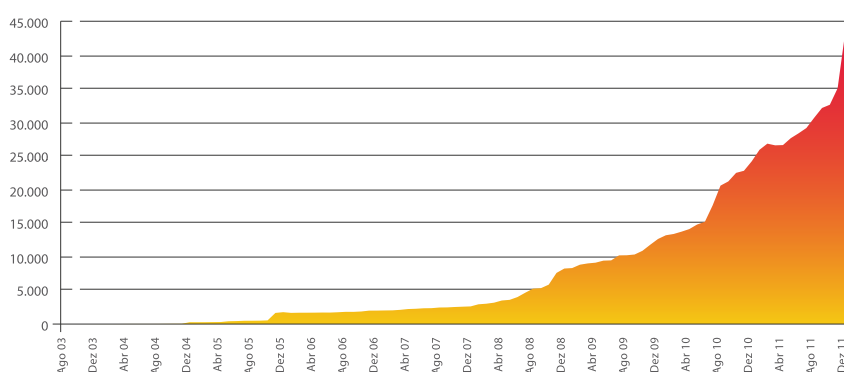
Fonte: CETIP



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

FIG. 65

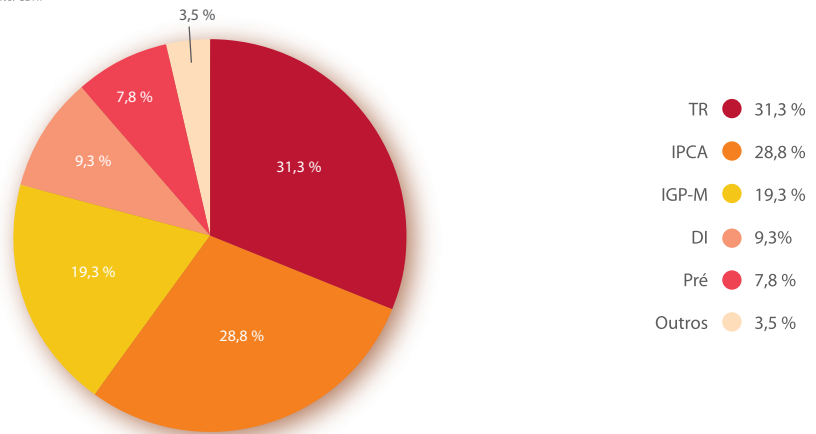
Fonte: CETIP



**Estoque de CCI na CETIP – Composição por Indexador (% de Montante)**

FIG. 66

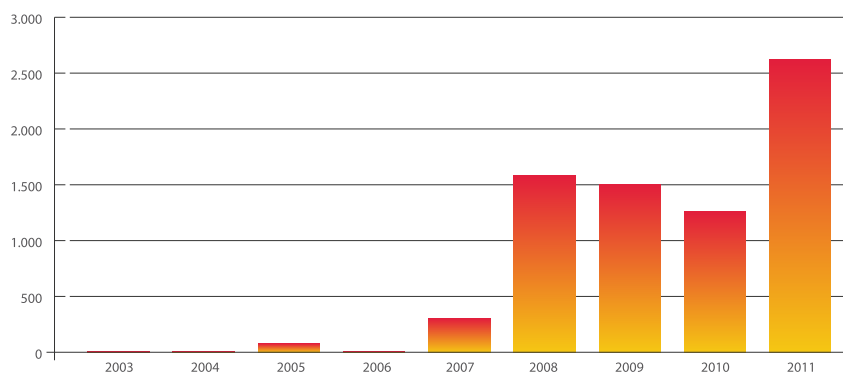
Fonte: CETIP



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

FIG. 67

Fonte: CETIP



## RANKINGS DE 2011

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 títulos;
- para o ano de 2011 e de forma consolidada;
- com as alterações nas posições comparativamente ao *Ranking* do ano anterior.

# TAUIL & CHEQUER

## ADVOGADOS

Tauil & Chequer Advogados é reconhecido internacionalmente por sua atuação nas áreas do direito empresarial, oferecendo serviço personalizado e excelência no atendimento aos clientes. Oferecemos uma prática *full service* e assessoria jurídica a clientes nacionais e internacionais, instituições financeiras e órgãos governamentais.

- » Ambiental
- » Antitruste
- » Bancário e Financeiro
- » Comércio Internacional
- » Contencioso
- » Fundos
- » Imobiliário
- » Infraestrutura
- » Mercado de Capitais
- » Petróleo & Gás
- » Private Equity & Venture Capital
- » Propriedade Intelectual
- » Recuperação de Empresas e Falência
- » Societário
- » Trabalhista e Previdenciário
- » Tributário

## INTRODUÇÃO

Uma análise criteriosa destes *rankings* e a comparação destes com os de anos anteriores mostra um mercado em plena transformação e longe de um processo de consolidação. A entrada de novos participantes e o aumento da competição ficam claros, em especial em alguns segmentos de prestação de serviços. Um exemplo significativo deste processo de transformação é o mercado de assessoria jurídica de CRI: em 2008, apenas três escritórios marcaram presença nos *rankings* daquele ano, contra 19, nestes mesmos *rankings*, em 2011.

Abaixo é apresentada uma pequena análise dos conjuntos de *rankings* publicados nesta edição do Anuário.

## MERCADO PRIMÁRIO

Os *rankings* de 2011 de CRI e FII, baseados em montante emitido, foram fortemente influenciados pelas operações nas quais o FGTS participou como investidor. No *ranking* de montante emitido de CRI, as primeira, segunda e quinta posições foram ocupadas por estes CRI do FGTS. Foram eles a 31ª série da 4ª emissão da Gaia (R\$ 1,86 bilhão) e as séries 166 (R\$ 688,8 milhões) e 165 (R\$ 317,1 milhões) da Cibrasec, respectivamente. Estes CRI também ganharam destaque no *ranking* consolidado de montante emitido de CRI. O CRI da Gaia é o maior já emitido na história e a série 166 da Cibrasec ficou com a quarta posição.

Estas emissões também influenciaram fortemente outros *rankings* como o de Securitizadoras Imobiliárias por montante emitido de CRI no ano. Neste *ranking* em 2011 a liderança foi decidida, por poucos milhões de reais, entre os dois emissores mencionados acima. Com R\$ 3,12 bilhões (23,0%) emitidos em 2011, a Gaia ocupou pela primeira vez a primeira posição deste *ranking* anual enquanto que a Cibrasec ficou com a segunda posição com R\$ 3,08 bilhões (22,7%). No ano anterior essas companhias ocuparam as terceira e quarta posições respectivamente. No *ranking* anual de Securitizadoras Imobiliárias por número de operações, a Brazilian Securities manteve a primeira colocação com 52 operações realizadas, ou 34,7% do total. Nos *rankings* consolidados, por montante emitido e números de operações, a única alteração foi a consolidação da PDG como a quinta maior securitizadora, ultrapassando a BRC. As quatro primeiras posições permaneceram inalteradas de 2010 para 2011: Brazilian Securities, Cibrasec, RB Capital e Gaia, nessa ordem.

Em relação às emissões de cotas de FIDC com lastro imobiliário, o destaque entre as emissões de 2011 fica para a cota sênior do FIDC Greenville (R\$ 145,9 milhões), que ocupou a segunda posição no *ranking* consolidado. Nos *rankings* de emissões de cotas de FII, anual e consolidado, a liderança, assim como no caso dos CRI, também ficou com uma operação que contou com a participação significativa do FGTS: as cotas do FII Porto Maravilha (R\$ 3,50 bilhões).

## MERCADO SECUNDÁRIO

Para a produção dos *rankings* de CRI e cotas de FIDC Imobiliários desta seção, foram utilizados os negócios registrados na CETIP e os realizados na BM&FBOVESPA. Embora denominado Mercado Secundário, para os *rankings* de CRI desta seção vale a colocação, já feita neste Anuário, de que os negócios realizados com estes títulos se aproximam mais do mercado primário do que do secundário.

A 31ª série da 4ª emissão da Gaia (uma das séries compradas pelo FGTS) foi o CRI mais negociado no ano totalizando R\$ 1,54 bilhão. A segunda posição do *ranking* de montante anual negociado ficou com a 9ª série da 5ª emissão da Gaia que somou R\$ 1,13 bilhão, seguida pela 47ª série da RB Capital com R\$ 649,3 milhões. Quando ordenados pelo número de negócios realizados, quatro CRI emitidos pela Safra encontram-se nas primeiras quatro posições do *ranking*. Este grande número de negócios em conjunto com um baixo valor médio do montante negociado indica a forte presença do investidor pessoa física nestas transações.

O FII BC Fundo de FII com 12.800 negócios (16,8%) foi o fundo que teve o maior número de negócios na BM&FBOVESPA em 2011. Este número é um pouco inferior à soma dos segundo e terceiro colocados deste *ranking*: o FII Brazilian Capital Real Estate Fund I (6.681 negócios – 8,8%) e o FII West Plaza (6.303 negócios – 8,3%). Quando o critério é o montante negociado, o FII Brazilian Capital Real Estate Fund I com R\$ 143,9 milhões (15,9%) fica com a primeira colocação. Destaque para os FII BC Fundo de FII, Kinea Renda Imobiliária e BM CENESP que, pela primeira vez, apareceram entre os dez primeiros neste tipo de *ranking*.

Nos *rankings* de rentabilidade, o FII BB Progressivo liderou os de variação de preço e rentabilidade efetiva (TIR) com rentabilidades de 44,2% e 57,5% no ano, respectivamente. Já nos *rankings* de *dividend yield* estimado e realizado, a primeira posição ficou com o FII Excellence com 15,1% e 16,6 % respectivamente.

O FII Brazilian Capital Real Estate Fund I permanece como o maior FII do mercado, pelo critério da capitalização de mercado, com R\$ 1,39 bilhão ou 11,0% do mercado. A segunda posição ficou com o FII Opportunity com R\$ 1,35 bilhão. No entanto, este fundo tem baixíssima liquidez e sua capitalização de mercado foi calculada com base em um único negócio que ocorreu em dezembro a um preço quase que 100,0% superior ao anterior, registrado em setembro.

Os FII BC Fundo de FII e Brazilian Capital Real Estate Fund I também lideram os *rankings* de *float* e presença em pregões, respectivamente. O primeiro teve *float* de 57,8% em 2011 enquanto que o segundo teve suas cotas negociadas em 100,0% dos pregões de 2011.

### ENTIDADES EMISSORAS

A partir desse ano, a Uqbar inclui em sua lista de *rankings* o de montante e o de número de operações de CRI a vencer. Para a produção do *ranking* de montante foi utilizado o valor do saldo devedor de cada título em 30 de dezembro de 2011. A Brazilian Securities ficou com a primeira posição neste *ranking* com R\$ 9,98 bilhões (31,8%), seguida pela RB Capital com R\$ 6,20 bilhões (19,7%) e Cibrasec com R\$ 5,86 bilhões (18,7%). Quando o critério é o número de operações ativas no último dia do ano, a Brazilian Securities também é a primeira colocada com 139 operações (31,4%), e a Cibrasec e a RB Capital alternam de posições, a primeira com 111 operações (25,1%) e a segunda com 77 operações (17,4%).

No *ranking* de FIDC Imobiliários, o FIDC Caixa RB Capital Habitação manteve a primeira colocação com PL de R\$ 235,3 milhões e o estreante FIDC Greenville figura na segunda posição com R\$ 146,0 milhões.

### TERCEIROS

A Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária é a primeira colocada em três dos quatro *rankings* de administradores de FII: capitalização de mercado com R\$ 4,56 bilhões (36,2%), número de fundos listados para negociação na BM&FBOVESPA com 18 FII (30,0%) e número de fundos da indústria com 31 fundos (22,1%). A Caixa Econômica Federal lidera o *ranking* de Patrimônio Líquido com R\$ 4,37 bilhões (23,8%).

Nos *rankings* de advogados de CRI e FII, o escritório PMKA Advogados Associados manteve sua posição de liderança no mercado ocupando a primeira colocação em todos os *rankings*. A surpresa deste segmento ficou por conta da presença do escritório Negrão, Ferrari & Bumlai Chodraui Advogados na segunda colocação dos dois *rankings* de CRI.

Em 2011 a Fitch tomou da Austin a liderança do *ranking* anual de agência classificadora de risco de CRI por número de títulos classificados no ano e com isso foi a primeira colocada nos quatro *rankings*, e ainda aumentou sua participação em cada um deles.

No mercado de agentes fiduciários houve mudanças marcantes. Pela primeira vez a Oliveira Trust não liderou os *rankings* anuais de agentes fiduciários. Com R\$ 7,83 bilhões (57,6%) de CRI emitidos em 64 operações (42,7%), a Pentágono ficou com a primeira posição. A Oliveira Trust ficou com a vice liderança, tendo R\$ 3,78 bilhões (27,8%) de CRI emitidos em 62 operações (41,3%).

Para os *rankings* consolidados foram utilizados como critério o número de títulos vencidos em 30 de dezembro de 2011 e seus respectivos saldos devedores. Estes *rankings* foram liderados pela Oliveira Trust com R\$ 14,58 bilhões (46,4%) em 272 operações (61,4%), que foi seguida pela Pentágono com R\$ 13,91 bilhões (44,3%) em 127 operações (28,7%).

A KPMG Auditores assumiu em 2011 a liderança do *ranking* de auditores de Securitizadoras Imobiliárias após a aquisição das operações da BDO no Brasil. A empresa, composta pela KPMG Auditores Independentes e KPMG Auditores Associados, liderou os *rankings* de 2011 que usam como critérios o número de operações vencidas (40,2%) e seus respectivos saldos devedores (37,2%) no final do ano. No mercado de FII a PricewaterhouseCoopers liderou os quatro *rankings* apresentados nesta edição do Anuário.

A Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária ficou com o primeiro posto nos dois *rankings* de estruturadores de FII. Foram R\$ 614,6 milhões (26,2%) emitidos por quatro (16,0%) fundos estruturados pela companhia.

No *ranking* de líder de distribuição de cotas de FII, a liderança ficou com o Banco Ourinvest que distribuiu R\$ 909,7 milhões (34,1%) em cinco (15,6%) ofertas de cotas de FII. As primeiras posições dos *rankings* de líder de distribuição de CRI ficaram com o Banco Itaú BBA e a RB Capital DTVM nos critérios de montante emitido e número de operações, respectivamente. Destes *rankings* foram excluídas as operações cujo investidor foi o FGTS.

Os critérios utilizados nos *rankings* são apresentados após a exibição de cada um deles ou de cada conjunto deles. Veja a seguir a ordem dos *rankings* apresentados neste capítulo.

## Lista de Rankings

<b>Mercado Primário</b>	
	<i>Ranking</i> de Emissões de CRI por Montante Emitido em 2011
	<i>Ranking</i> de Emissões de CRI por Montante Emitido – Consolidado
	<i>Ranking</i> de Emissores de CRI por Montante Emitido em 2011
	<i>Ranking</i> de Emissores de CRI por Número de Operações em 2011
	<i>Ranking</i> de Emissores de CRI por Montante Emitido – Consolidado
	<i>Ranking</i> de Emissores de CRI por Número de Operações – Consolidado
	<i>Ranking</i> de Emissões de Cotas de FIDC Imobiliários por Montante Emitido – Consolidado
	<i>Ranking</i> de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido em 2011
	<i>Ranking</i> de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido – Consolidado
<b>Mercado Secundário</b>	
	<i>Ranking</i> de Negociações de CRI por Montante em 2011
	<i>Ranking</i> de Negociações de CRI por Número de Negócios em 2011
	<i>Ranking</i> de Negociações de Cotas de FIDC Imobiliários por Montante - Consolidado
	<i>Ranking</i> de Negociações de Cotas de FIDC Imobiliários por Número de Negócios - Consolidado
	<i>Ranking</i> de Negociações de Cotas de FII por Montante em 2011
	<i>Ranking</i> de Negociações de Cotas de FII por Número de Negócios em 2011
	<i>Ranking</i> de Variação de Preço de Cotas de FII em 2011
	<i>Ranking</i> de <i>Dividend Yield</i> Estimado de Cotas de FII em 2011
	<i>Ranking</i> de <i>Dividend Yield</i> Realizado de Cotas de FII em 2011
	<i>Ranking</i> de Rentabilidade Efetiva de Cotas de FII em 2011
	<i>Ranking</i> de Capitalização de Mercado de FII
	<i>Ranking</i> de <i>Float</i> de Cotas de FII em 2011
	<i>Ranking</i> de Frequência em Pregões de 2011
<b>Entidades Emissoras</b>	
	<i>Ranking</i> das Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI
	<i>Ranking</i> das Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI a Vencer
	<i>Ranking</i> de FIDC Imobiliários por Montante de PL
<b>Terceiros</b>	
	<i>Ranking</i> dos Administradores de FII por Capitalização de Mercado
	<i>Ranking</i> dos Administradores de FII por Número de Fundos Negociados
	<i>Ranking</i> dos Administradores de FII por Patrimônio Líquido
	<i>Ranking</i> dos Administradores de FII por Número de Fundos
	<i>Ranking</i> dos Advogados por Montante Emitido de CRI em 2011
	<i>Ranking</i> dos Advogados por Número de Operações de CRI em 2011
	<i>Ranking</i> dos Advogados por Montante Emitido de Cotas de FII em 2011
	<i>Ranking</i> dos Advogados por Número de Operações de Cotas de FII em 2011
	<i>Ranking</i> das Agências de Classificação de Risco por Montante de CRI Classificado em 2011
	<i>Ranking</i> das Agências de Classificação de Risco por Número de Títulos de CRI Classificado em 2011
	<i>Ranking</i> das Agências de Classificação de Risco por Montante de CRI Classificado – Consolidado
	<i>Ranking</i> das Agências de Classificação de Risco por Número de Títulos de CRI Classificado – Consolidado
	<i>Ranking</i> dos Agentes Fiduciários por Montante Emitido de CRI em 2011
	<i>Ranking</i> dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI em 2011

<i>Ranking dos Agentes Fiduciários por Preço Unitário dos CRI</i>
<i>Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI a Vencer</i>
<i>Ranking dos Auditores de Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI</i>
<i>Ranking dos Auditores de Securitizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI a Vencer</i>
<i>Ranking dos Auditores de FII por Capitalização de Mercado</i>
<i>Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos Negociados</i>
<i>Ranking dos Auditores de FII por Patrimônio Líquido</i>
<i>Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos</i>
<i>Ranking dos Estruturadores de FII por Montante Emitido em 2011</i>
<i>Ranking dos Estruturadores de FII por Número de Operações em 2011</i>
<i>Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Montante Emitido em 2011</i>
<i>Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Número de Operações em 2011</i>
<i>Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Montante Emitido em 2011</i>
<i>Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Número de Operações em 2011</i>

## MERCADO PRIMÁRIO

## CRI

Ranking de Emissões de CRI por Montante Emitido em 2011

TABELA 12

Emissor	Título		Montante (R\$)	Participação (%)
	Emissão/Série	Classe		
Gaia	4ª / 31ª	Sênior	1.862.056.928	13,7
Cibrasec	2ª / 166ª	Única	688.821.167	5,1
Cibrasec	2ª / 158ª	Única	500.000.000	3,7
RB Capital	1ª / 73ª	Única	350.000.000	2,6
Cibrasec	2ª / 165ª	Única	317.069.680	2,3
Gaia	5ª / 9ª	Única	300.000.000	2,2
RB Capital	1ª / 56ª	Única	276.000.000	2,0
Brazil Realty	1ª / 1ª	Única	270.000.000	2,0
PDG	3ª / 7ª	Única	252.625.614	1,9
PDG	1ª / 15ª	Única	250.000.000	1,8
<b>Dez maiores</b>			<b>5.066.573.389</b>	<b>37,3</b>
<b>Total</b>			<b>13.579.812.801</b>	<b>100,0</b>

Ranking de Emissões de CRI por Montante Emitido – Consolidado

TABELA 13

Emissor	Título		Montante (R\$)	Participação (%)
	Emissão/Série	Classe		
Gaia	4ª / 31ª	Sênior	1.862.056.928	5,1
Brazilian Securities	1ª / 174ª	Única	1.217.815.305	3,3
Brazilian Securities	1ª / 34ª	Sênior	822.964.186	2,2
Cibrasec	2ª / 166ª	Única	688.821.167	1,9
RB Capital	1ª / 47ª	Única	524.586.170	1,4
Cibrasec	2ª / 158ª	Única	500.000.000	1,4
Cibrasec	2ª / 73ª	Única	469.865.139	1,3
PDG	3ª / 3ª	Única	405.000.000	1,1
Brazilian Securities	1ª / 175ª	Única	400.000.000	1,1
RB Capital	1ª / 73ª	Única	350.000.000	1,0
<b>Dez Maiores</b>			<b>7.241.108.895</b>	<b>19,8</b>
<b>Total</b>			<b>36.662.412.590</b>	<b>100,0</b>

**Critério:** Ordenam os CRI por montante emitido durante o ano de 2011, e desde 1999.

## SECURITIZADORA IMOBILIÁRIA

Ranking de Emissores de CRI por Montante Emitido em 2011

TABELA 14

Securizadora Imobiliária	1/1/2011 – 31/12/2011			1/1/2010 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Gaia	3.119.625.184	1	23,0	3	14,9	8,1
Cibrasec	3.081.884.396	2	22,7	4	10,0	12,7
Brazilian Securities	2.694.254.348	3	19,8	1	42,5	-22,6
Grupo RB Capital	2.427.507.668	4	17,9	2	18,2	-0,3
PDG	1.359.968.153	5	10,0	5	9,3	0,7
Brazil Realty	270.000.000	6	2,0	-	-	2,0
Nova Securitização	114.533.702	7	0,8	-	-	0,8
Pátria	110.000.000	8	0,8	10	0,0	0,8
Polo Capital	105.427.990	9	0,8	-	-	0,8
Plural Capital	90.238.028	10	0,7	-	-	0,7
<b>Dez Maiores</b>	<b>13.373.439.469</b>		<b>98,5</b>	<b>8.492.492.074</b>	<b>100,0</b>	<b>-1,5</b>
<b>Total</b>	<b>13.579.812.800</b>		<b>100,0</b>	<b>8.493.992.074</b>	<b>100,0</b>	

Ranking de Emissores de CRI por Número de Operações em 2011

TABELA 15

Securizadora Imobiliária	1/1/2011 – 31/12/2011			1/1/2010 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Nº de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Brazilian Securities	52	1	34,7	1	37,9	-3,3
Grupo RB Capital	29	2	19,3	3	18,1	1,2
Cibrasec	20	3	13,3	2	19,0	-5,6
Gaia	18	4	12,0	4	11,2	0,8
PDG	12	5	8,0	6	3,4	4,6
Nova Securitização	3	6	2,0	-	-	2,0
Plural Capital	3	7	2,0	-	-	2,0
TRX	3	8	2,0	-	-	2,0
Polo Capital	2	9	1,3	-	-	1,3
Habitasec	2	10	1,3	9	0,9	0,5
<b>Dez Maiores</b>	<b>144</b>		<b>96,0</b>	<b>115</b>	<b>99,1</b>	<b>-3,1</b>
<b>Total</b>	<b>150</b>		<b>100,0</b>	<b>116</b>	<b>100,0</b>	

Ranking de Emissores de CRI por Montante Emitido – Consolidado

TABELA 16

Securizadora Imobiliária	1/1/1999 – 31/12/2011			1/1/1999 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Brazilian Securities	9.915.207.382	1	27,0	1	31,3	-4,2
Cibrasec	8.339.772.998	2	22,7	2	22,8	0,0
Grupo RB Capital	6.667.982.700	3	18,2	3	18,4	-0,2
Gaia	4.784.810.253	4	13,1	4	7,2	5,8
PDG	2.251.839.522	5	6,1	6	3,9	2,3
BRC	1.098.764.963	6	3,0	5	4,8	-1,8
Grupo WTorre	729.845.830	7	2,0	7	3,2	-1,2
Altere	493.174.181	8	1,3	8	2,1	-0,8
Safra	292.000.000	9	0,8	9	1,3	-0,5
Brazil Realty	270.000.000	10	0,7	-	-	0,7
<b>Dez Maiores</b>	<b>34.843.397.829</b>		<b>95,0</b>	<b>22.151.495.206</b>	<b>96,0</b>	<b>-0,9</b>
<b>Total</b>	<b>36.662.412.591</b>		<b>100,0</b>	<b>23.082.599.792</b>	<b>100,0</b>	

Ranking de Emissores de CRI por Número de Operações – Consolidado

TABELA 17

Securizadora Imobiliária	1/1/1999 – 31/12/2011			1/1/1999 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Nº de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Brazilian Securities	176	1	27,5	2	25,3	2,2
Cibrasec	158	2	24,6	1	28,1	-3,5
Grupo RB Capital	145	3	22,6	3	23,6	-1,0
Gaia	38	4	5,9	4	4,1	1,9
PDG	19	5	3,0	8	1,4	1,5
BRC	19	6	3,0	5	3,9	-0,9
Altere	14	7	2,2	6	2,9	-0,7
Grupo WTorre	13	8	2,0	7	2,6	-0,6
Aetatis	7	9	1,1	9	1,2	-0,1
Pátria	6	10	0,9	-	-	0,9
<b>Dez Maiores</b>	<b>595</b>		<b>92,8</b>	<b>328</b>	<b>94,1</b>	<b>-1,3</b>
<b>Total</b>	<b>641</b>		<b>100,0</b>	<b>491</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam as Securizadoras Imobiliárias com base no montante total emitido e no número de operações efetivamente realizadas, durante o ano de 2011, e calculados de forma consolidada desde 1999. As securizadoras que não divulgaram informações sobre suas emissões, mesmo tendo ofertas públicas registradas, não são consideradas para o ranking. O ranking referente a 2011 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

TABELA 18

Emissor	Classe	Série	Montante (R\$)	Participação (%)
Caixa RB Capital Habitação	Única	1	200.000.000	22,9
Greenville	Sênior	1	143.401.000	16,4
GP Aetatis II Imobiliários	Única	Única	124.319.342	14,2
PIPS Caixa Brasil Construir Residencial São Paulo	Única	Única	94.500.000	10,8
Gafisa Crédito Imobiliário	Sênior	1	70.000.000	8,0
RB High Income Institucional	Única	Única	46.250.000	5,3
Ático Imobiliários	Única	1	45.017.947	5,2
Opportunity Imobiliários	Única	Única	44.078.348	5,1
Bancoop I	Sênior	1	39.720.561	4,6
Gafisa Crédito Imobiliário	Subordinada	Única	18.958.477	2,2
<b>Dez Maiores</b>			<b>826.245.675</b>	<b>94,7</b>
<b>Total</b>			<b>872.451.909</b>	<b>100,0</b>

**Critério:** Ordena as cotas de FIDC lastreados em créditos imobiliários por montante emitido de forma consolidada desde 2003.

## COTAS DE FII

Ranking de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido em 2011

TABELA 19

Emissor	Montante (R\$)	Participação (%)
Porto Maravilha	3.500.000.000	42,5
Votorantim Securities II	456.749.132	5,6
Exitus	400.235.000	4,9
Kínea Renda Imobiliária	202.548.082	2,5
BM CENESP	195.833.000	2,4
CSHG Brasil Shopping	178.648.431	2,2
BTG Pactual Desenvolvimento II	176.988.000	2,2
CSHG Real Estate	164.468.668	2,0
BB Renda Corporativa	159.000.000	1,9
BM Cyrela Thera Corporate	136.824.700	1,7
<b>Dez Maiores</b>	<b>5.571.295.013</b>	<b>67,7</b>
<b>Total</b>	<b>8.229.295.182</b>	<b>100,0</b>

**Ranking de Emissões de Cotas de FII por Montante Emitido – Consolidado** TABELA 20

Emissor	Montante (R\$)	Participação (%)
Porto Maravilha	3.500.000.000	19,6
Brazilian Capital Real Estate Fund I	720.690.000	4,0
Ventura II-A	692.600.000	3,9
Votorantim Securities	585.002.157	3,3
Opportunity	493.109.374	2,8
Votorantim Securities II	491.761.879	2,8
CSHG Real Estate	473.602.730	2,7
Kínea Renda Imobiliária	463.017.992	2,6
Exitus	400.235.000	2,2
Torre Norte	379.394.116	2,1
<b>Dez Maiores</b>	<b>8.199.413.248</b>	<b>46,0</b>
<b>Total</b>	<b>17.817.786.966</b>	<b>100,0</b>

**Critério:** Ordenam as cotas de FII por montante emitido durante o ano de 2011, e de forma consolidada desde 1995.

## MERCADO SECUNDÁRIO

## CRI

## Negociações

Ranking de Negociações de CRI por Montante em 2011

TABELA 21

Emissor	Título		Montante (R\$)	Participação (%)
	Emissão/Série	Classe		
Gaia	4ª / 31ª	Sênior	1.535.220.165	13,9
Gaia	5ª / 9ª	Única	1.132.732.223	10,3
RB Capital	1ª / 47ª	Única	649.250.861	5,9
RB Capital	1ª / 73ª	Única	445.814.314	4,0
PDG	3ª / 7ª	Única	332.070.692	3,0
Brazil Realty	1ª / 1ª	Única	292.805.775	2,7
RB Capital	1ª / 56ª	Única	276.678.561	2,5
PDG	3ª / 5ª	Única	252.353.012	2,3
Brazilian Securities	1ª / 265ª	Sênior	243.151.694	2,2
Gaia	4ª / 16ª	Única	227.728.684	2,1
<b>Dez maiores</b>			<b>5.387.805.981</b>	<b>48,9</b>
<b>Total</b>			<b>11.011.797.038</b>	<b>100,0</b>

Ranking de Negociações de CRI por Número de Negócios em 2011

TABELA 22

Emissor	Título		Número de Negócios	Participação (%)
	Emissão/Série	Classe		
Safra	1ª / 5ª	Única	194	5,9
Safra	1ª / 3ª	Única	184	5,6
Safra	1ª / 2ª	Única	182	5,6
Safra	1ª / 4ª	Única	176	5,4
Brazilian Securities	1ª / 180ª	Sênior	126	3,9
Brazilian Securities	1ª / 201ª	Sênior	122	3,7
Gaia	4ª / 16ª	Única	120	3,7
Safra	1ª / 6ª	Única	116	3,6
PDG	1ª / 3ª	Única	99	3,0
RB Capital	1ª / 73ª	Única	93	2,8
<b>Dez maiores</b>			<b>1.412</b>	<b>43,2</b>
<b>Total</b>			<b>3.265</b>	<b>100,0</b>

**Critério:** Ordenam os CRI por montante negociado e número de negócios na BM&FBOVESPA e na CETIP durante o ano de 2011.

## COTAS DE FIDC IMOBILIÁRIO

## Negociações

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

TABELA 23

Título	1/1/2001 – 31/12/2011			1/1/2001 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Gafisa Crédito Imobiliário Sênior 1	46.702.810	1	46,9	1	47,8	-0,9
Bancoop I Sênior 1	35.282.089	2	35,4	2	36,1	-0,7
MPD KC Imobiliários Sênior 1	10.179.059	3	10,2	3	8,4	1,8
GP Aetatis II Imobiliários Única	5.608.818	4	5,6	4	5,7	-0,1
RB High Income Institucional Única	1.777.858	5	1,8	5	1,8	0,0
<b>Total</b>	<b>99.550.634</b>		<b>100,0</b>	<b>97.607.554</b>	<b>100,0</b>	

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

TABELA 24

Título	1/1/2001 – 31/12/2011			1/1/2001 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Número de Negócios	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
GP Aetatis II Imobiliários Única	21	1	39,6	1	42,0	-2,4
Bancoop I Sênior 1	16	2	30,2	2	32,0	-1,8
MPD KC Imobiliários Sênior 1	8	3	15,1	3	10,0	5,1
Gafisa Crédito Imobiliário Sênior 1	4	4	7,5	4	8,0	-0,5
RB High Income Institucional Única	4	5	7,5	5	8,0	-0,5
<b>Total</b>	<b>53</b>		<b>100,0</b>	<b>50</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam as cotas de FIDC lastreadas em créditos imobiliários por montante negociado e número de negócios na BM&FBOVESPA e na CETIP de forma consolidada desde 2001.

## COTAS DE FII

## Negociações

Ranking de Negociações de Cotas de FII por Montante em 2011

TABELA 25

Título	1/1/2011 – 31/12/2011			1/1/2010 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Brazilian Capital Real Estate Fund I	143.889.335	1	15,9	1	22,1	-6,2
BC Fundo de FII	82.935.754	2	9,1	23	0,7	8,4
Hotel Maxinvest	70.337.940	3	7,8	2	8,9	-1,2
Kinea Renda Imobiliária	60.860.945	4	6,7	28	0,4	6,3
West Plaza	39.550.433	5	4,4	3	8,4	-4,1
Presidente Vargas	31.961.896	6	3,5	5	5,3	-1,8
CSHG Real Estate	29.763.268	7	3,3	10	3,3	0,0
Hospital Nossa Senhora de Lourdes	29.527.912	8	3,3	9	4,0	-0,7
BM CENESP	28.404.221	9	3,1	-	-	3,1
BB Progressivo	28.366.198	10	3,1	8	4,2	-1,1
<b>Dez maiores</b>	<b>545.597.902</b>		<b>60,1</b>	<b>273.106.953</b>	<b>72,4</b>	<b>-12,2</b>
<b>Total</b>	<b>907.119.660</b>		<b>100,0</b>	<b>377.459.610</b>	<b>100,0</b>	

Ranking de Negociações de Cotas de FII por Número de Negócios em 2011

TABELA 26

Título	1/1/2011 – 31/12/2011			1/1/2010 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Número de Negócios	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
BC Fundo de FII	12.800	1	16,8	25	0,6	16,2
Brazilian Capital Real Estate Fund I	6.681	2	8,8	30	0,4	8,4
West Plaza	6.303	3	8,3	2	7,6	0,6
Hotel Maxinvest	4.117	4	5,4	6	4,9	0,5
Rio Bravo Renda Corporativa	3.667	5	4,8	1	24,7	-19,9
BM CENESP	3.567	6	4,7	-	-	4,7
Kinea Renda Imobiliária	3.085	7	4,1	26	0,5	3,6
Hospital Nossa Senhora de Lourdes	2.620	8	3,4	9	3,7	-0,3
TRX Realty Logística Renda I	2.286	9	3,0	11	3,1	-0,1
Presidente Vargas	2.154	10	2,8	3	6,6	-3,7
<b>Dez maiores</b>	<b>47.280</b>		<b>62,1</b>	<b>16.886</b>	<b>70,5</b>	<b>-8,4</b>
<b>Total</b>	<b>76.149</b>		<b>100,0</b>	<b>23.964</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam as cotas de FII negociadas na BM&FBOVESPA por montante negociado e por número de negócios durante o ano de 2011.

## Rentabilidade

**Ranking de Variação de Preço de Cotas de FII em 2011**

TABELA 27

Título	Ticker*	12/2010 – 12/2011		12/2009 – 12/2010	
		Variação (% a.a.)	Posição	Variação (% a.a.)	Posição
BB Progressivo	BBFI11B	44,2	1	21,2	5
Edifício Almirante Barroso	FAMB11B	30,7	2	19,6	7
Hotel Maxinvest	HTMX11B	26,7	3	27,7	3
Brazilian Capital Real Estate Fund I	BRCR11B	26,0	4	-	-
GWI Condomínios Logísticos	GWIC11	25,9	5	-	-
Kinea Renda Imobiliária	KNRI11	24,5	6	-	-
Caixa Cedae	CXCE11B	22,8	7	-	-
Torre Almirante	ALMI11B	22,5	8	14,5	10
Torre Norte	TRNT11B	17,8	9	25,2	4
CSHG Real Estate	HGRE11	17,3	10	11,4	13

\*Código de Negociação

**Critério:** Ordena as cotas de FII pela variação de preço no ano de 2011. 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 2010 e 2011, ponderados pelos montantes negociados nestes meses em ambientes de bolsa ou balcão organizado da BM&FBOVESPA. Ficam excluídos os fundos cujas cotas não foram negociadas nestes meses.

**Ranking de Dividend Yield Estimado de Cotas de FII em 2011**

TABELA 28

Título	Ticker*	1/1/2011 – 31/12/2011		1/1/2010 – 31/12/2010	
		Divd. Yd. (%)	Posição	Divd. Yd. (%)	Posição
Excellence	FEXC11B	15,1	1	13,3	1
Hospital Nossa Senhora de Lourdes	NSLU11B	14,7	2	9,6	2
CSHG Recebíveis Imobiliários BC	CSBC11	11,9	3	7,3	17
West Plaza	WPLZ11B	11,8	4	9,5	3
BC Fundo de FII	BCFF11B	11,2	5	4,4	28
Hospital da Criança	HCRI11B	11,2	6	8,3	10
Floripa Shopping	FLRP11B	10,8	7	9,3	4
Max Retail	MAXR11B	9,8	8	4,2	29
Anhanguera Educacional	FAED11B	9,7	9	8,8	6
Campus Faria Lima	FCFL11B	9,6	10	4,0	30

\* Código de Negociação

Ranking de Dividend Yield Realizado de Cotas de FII em 2011

TABELA 29

Título	Ticker*	1/1/2011 – 31/12/2011		1/1/2010 – 31/12/2010	
		Divd. Yd. (%)	Posição	Divd. Yd. (%)	Posição
Excellence	FEXC11B	16,6	1	-	-
Hotel Maxinvest	HTMX11B	13,7	2	10,5	2
RB Capital Prime Realty I (Sênior)	RBPR11	12,9	3	-	-
RB Capital Agre (Sênior)	RBAG11	11,6	4	-	-
BC Fundo de FII	BCFF11B	11,1	5	-	-
BB Progressivo	BBFI11B	10,9	6	7,7	20
GWI Condomínios Logísticos	GWIC11	10,5	7	-	-
CSHG Recebíveis Imobiliários BC	CSBC11	10,4	8	-	-
Max Retail	MAXR11B	10,2	9	-	-
Hospital Nossa Senhora de Lourdes	NSLU11B	10,0	10	11,0	1

\* Código de Negociação

**Critério:** Ordenam as cotas FII pelos *dividend yield* indicados em dezembro de 2011. 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 2011. 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 2010. O valor da cota é o preço médio de negociação no mês, ponderado pelo montante negociado na BM&FBOVESPA. Ficam excluídos os fundos cujas cotas não foram negociadas nestes meses.

**Observação:** Do *Ranking de dividend yield* estimado (**tabela 28**) foram excluídas as cotas dos FII Hotel Maxinvest, RB Capital Agre (sênior), RB Capital Prime Realty I (sênior), RB Capital Renda II e Rio Bravo Renda Corporativa, pois as mesmas apresentaram amortizações no ano 2011. As amortizações influenciam consideravelmente este tipo de *ranking* porque diminuem os valores das cotas e conseqüentemente aumentam os seus *dividend yield* estimados.

Ranking de Rentabilidade Efetiva de Cotas de FII em 2011

TABELA 30

Título	Ticker*	12/2010 – 12/2011		12/2009 – 12/2010	
		Rent.TIR (% a.a.)	Posição	Rent.TIR (% a.a.)	Posição
BB Progressivo	BBFI11B	57,5	1	30,0	6
Hotel Maxinvest	HTMX11B	46,5	2	40,2	2
Edifício Almirante Barroso	FAMB11B	38,5	3	28,9	7
GWI Condomínios Logísticos	GWIC11	38,3	4	-	-
Brazilian Capital Real Estate Fund I	BRCR11B	33,9	5	-	-
Kinea Renda Imobiliária	KNRI11	33,5	6	-	-
Torre Almirante	ALMI11B	31,6	7	23,7	11
RB Capital Agre (Sênior)	RBAG11	29,8	8	-	-
Excellence	FEXC11B	29,1	9	-	-
Caixa Cedae	CXCE11B	29,1	10	-	-

\* Código de Negociação

**Critério:** Ordena as cotas de FII pela rentabilidade efetiva no ano de 2011. 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 2010 e 2011, ponderados pelos montantes negociados nestes meses em ambientes de bolsa ou balcão organizado da BM&FBOVESPA. Ficam excluídos os fundos cujas cotas não foram negociadas nestes meses.

## Capitalização

Ranking de Capitalização de Mercado de FII

TABELA 31

Fundo	Ticker*	31/12/2011			31/12/2010		Mudança na participação (%)	
		Cap.Mercado (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)		
Brazilian Capital Real Estate Fund I	BRCR11B	1.385.864.502	1	11,0	1	14,8	-3,8	
Opportunity	FTCE11B	1.349.259.200	2	10,7	-	-	10,7	
Torre Norte	TRNT11B	777.714.352	3	6,2	2	8,9	-2,7	
Kinea Renda Imobiliária	KNRI11	774.631.268	4	6,2	7	3,5	2,7	
CSHG Real Estate	HGRE11	585.454.850	5	4,7	4	4,7	-0,1	
BB Progressivo	BBFI11B	486.239.744	6	3,9	5	4,6	-0,7	
Grand Plaza Shopping	ABCP11	451.932.213	7	3,6	3	5,3	-1,7	
CSHG Brasil Shopping	HGBS11	447.466.694	8	3,6	9	3,3	0,3	
Edifício Almirante Barroso	FAMB11B	387.985.618	9	3,1	6	4,0	-0,9	
CSHG Logística	HGLG11	304.660.073	10	2,4	-	-	2,4	
<b>Dez Maiores</b>		<b>6.951.208.514</b>		<b>55,3</b>		<b>4.129.367.201</b>	<b>55,7</b>	<b>-0,4</b>
<b>Total</b>		<b>12.570.836.393</b>		<b>100,0</b>		<b>7.409.288.999</b>	<b>100,0</b>	

\* Código de Negociação

**Critério:** Ordena os FII pela capitalização de mercado em dezembro de 2011. A capitalização de mercado dos fundos é calculada multiplicando-se o valor da cota em dezembro de 2011 e o número de cotas emitidas e integralizadas no final deste mês. O valor da cota em dezembro de 2011 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 2011 é utilizado o último valor de cota de até 6 meses anteriores.

## Float

Ranking de Float de Cotas de FII em 2011

TABELA 32

Título	Ticker*	01/01/2011-31/12/2011		01/01/2010-31/12/2010	
		Float (%)	Posição	Float (%)	Posição
BC Fundo de FII	BCFF11B	57,8	1	-	-
West Plaza	WPLZ11B	47,3	2	30,7	2
Hotel Maxinvest	HTMX11B	44,4	3	26,9	3
REP 1 CCS	RCCS11	27,9	4	-	-
TRX Realty Logística Renda I	TRXL11	26,7	5	-	-
Hospital Nossa Senhora de Lourdes	NSLU11B	18,9	6	6,5	9
Flóripa Shopping	FLRP11B	16,8	7	6,9	7
CSHG Recebíveis Imobiliários BC	CSBC11	16,3	8	-	-
GWI Condomínios Logísticos	GWIC11	15,0	9	-	-
Presidente Vargas	PRSV11	14,4	10	-	-

\*Código de Negociação

**Critério:** Ordena as cotas de FII negociadas na BM&FBOVESPA por *float* no ano de 2011. O *float* de 2011 é calculado pela divisão entre (i) o montante negociado na BM&FBOVESPA em 2011, e (ii) a capitalização de mercado do mês de dezembro de 2011, calculada conforme o critério da **tabela 31**.

## Pregões

Ranking de Frequência em Pregões de 2011

TABELA 33

Título	Ticker*	01/01/2011 – 31/12/2011		01/01/2010 – 31/12/2010	
		Participação (%)	Posição	Participação (%)	Posição
Brazilian Capital Real Estate Fund I	BRCR11B	100,0	1	-	-
West Plaza	WPLZ11B	99,6	2	89,1	3
Rio Bravo Renda Corporativa	FFCI11	99,2	3	96,0	1
TRX Realty Logística Renda I	TRXL11	98,8	4	-	-
Hotel Maxinvest	HTMX11B	98,8	5	74,5	11
Hospital Nossa Senhora de Lourdes	NSLU11B	97,6	6	83,8	7
Square Faria Lima	FLMA11	95,6	7	85,4	6
Presidente Vargas	PRSV11	95,6	8	-	-
Kinea Renda Imobiliária	KNRI11	95,6	9	-	-
BC Fundo de FII	BCFF11B	95,2	10	-	-

\* Código de Negociação

**Critério:** Ordena as cotas de FII negociadas na BM&FBOVESPA por frequência de presença nos pregões de 2011.

## ENTIDADES EMISSORAS

# PRODUTOS DIFERENCIADOS PARA INVESTIDORES. SOLUÇÕES INOVADORAS PARA TOMADORES DE RECURSOS.

*Compra de recebíveis imobiliários residenciais, comerciais, de loteamento e de shopping center.*

*Operações estruturadas incluindo Built-to-Suit, Sale-and-Lease Back e desmobilização.*

*Estruturação, emissão e distribuição de CRI.*

*Estruturação e gestão de Fundos de Investimento Imobiliário e Fundo de Investimento em Direitos Creditórios.*

O pioneirismo e a ampla contribuição para a estruturação do mercado secundário de recebíveis imobiliários fazem da **CIBRASEC** a companhia que mais entende de securitização no Brasil, provendo a seus clientes soluções integradas e criativas em crédito estruturado e securitização.

A **CIBRASEC** é uma das maiores securitizadoras do país, com R\$ 8,4 bilhões de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) emitidos e participação de mercado de 22%. Com sólido grupo de acionistas composto pelos principais bancos brasileiros além de organismos multilaterais estrangeiros, a **CIBRASEC** possui Rating A+(bra) Fitch Ratings, confirmando sua alta qualidade de crédito e elevada capacidade de pagamento dos compromissos financeiros.

**CibrasecAsset**  
Management

**CIBRASEC**  
Companhia Brasileira de Securitização

Avenida Paulista, 1439 - 2ª Sl.  
Bela Vista São Paulo SP CEP 01311-200  
Tel.: 55 11 4949 3000  
Fax: 55 11 4949 3011  
[www.cibrasec.com.br](http://www.cibrasec.com.br)

**SECURITIZADORA IMOBILIÁRIA****Ranking das Securitizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI**

TABELA 34

Securitizadora Imobiliária	12/2011		
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)
Brazilian Securities	9.978.625.463	1	31,8
Grupo RB Capital	6.194.579.166	2	19,7
Cibrasec	5.860.515.906	3	18,7
Gaia	4.415.951.678	4	14,1
PDG	2.159.539.370	5	6,9
Grupo WTorre	555.575.969	6	1,8
BRC	470.960.640	7	1,5
Vision	340.616.892	8	1,1
Brazil Realty	272.500.056	9	0,9
Pátria	186.779.855	10	0,6
<b>Dez Maiores</b>	<b>30.435.644.996</b>		<b>96,9</b>
<b>Total</b>	<b>31.394.497.984</b>		<b>100,0</b>

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

TABELA 35

Securitizadora Imobiliária	12/2011		
	Número de Operações	Posição	Participação (%)
Brazilian Securities	139	1	31,4
Cibrasec	111	2	25,1
Grupo RB Capital	77	3	17,4
Gaia	34	4	7,7
PDG	19	5	4,3
Grupo WTorre	12	6	2,7
Altere	7	7	1,6
BRC	6	8	1,4
Pátria	5	9	1,1
Beta	4	10	0,9
<b>Dez Maiores</b>	<b>414</b>		<b>93,5</b>
<b>Total</b>	<b>443</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 2011. As securitizadoras que não divulgaram informações sobre suas emissões não são consideradas para o ranking.

## FIDC IMOBILIÁRIO

## Ranking de FIDC Imobiliários por Montante de PL

TABELA 36

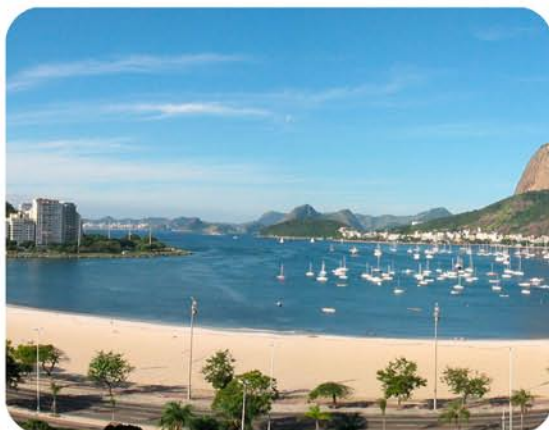
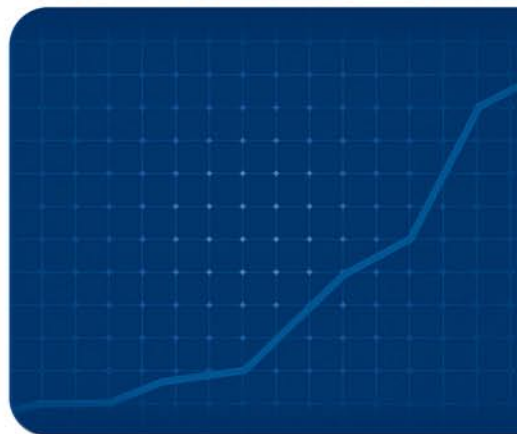
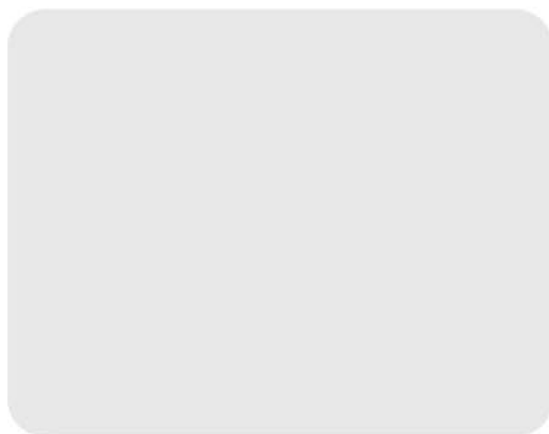
Fundo	1/1/2001 – 31/12/2011			1/1/2001 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Caixa RB Capital Habitação	235.296.966	1	38,2	1	50,2	-12,0
Greenville	145.978.460	2	23,7	-	-	23,7
GP Aetatis II Imobiliários	99.002.547	3	16,1	2	25,7	-9,6
Ático Imobiliários	61.957.336	4	10,1	5	4,3	5,7
Gafisa Crédito Imobiliário	50.440.968	5	8,2	3	12,1	-3,9
Opportunity Imobiliários	11.166.864	6	1,8	6	2,2	-0,4
Brisbane	4.910.514	7	0,8	-	-	0,8
MPD KC Imobiliários	4.822.880	8	0,8	4	5,5	-4,8
Ático Imobiliários II	2.763.740	9	0,4	-	-	0,4
<b>Total</b>	<b>616.340.275</b>		<b>100,0</b>	<b>430.362.441</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 2011.

**TERCEIROS**

## MISSÃO E VALORES

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



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

Centro Empresarial Barrashopping  
Av. das Américas 4.200, bl. 4, sl. 514  
22640 102 • Rio de Janeiro • RJ  
Tel. 21 3385.4565 • Fax. 21 3385.4046

## ADMINISTRADORES

## FII

Ranking dos Administradores de FII por Capitalização de Mercado

TABELA 37

Administrador	1/1/1995 – 31/12/2011			1/1/1995 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária	4.555.376.737	1	36,2	1	24,6	11,6
Credit Suisse Hedging Griffo CV	1.716.641.612	2	13,7	3	12,3	1,4
Banco Opportunity	1.349.259.200	3	10,7	-	-	10,7
Rio Bravo Investimentos DTVM	1.025.899.115	4	8,2	4	10,1	-1,9
Intrag DTVM	774.631.268	5	6,2	8	3,5	2,7
Votorantim Asset Management DTVM	604.308.356	6	4,8	12	1,8	3,0
Caixa Econômica Federal	602.982.541	7	4,8	5	5,8	-1,0
Citibank DTVM	569.689.038	8	4,5	11	2,0	2,6
Coin DTVM	291.120.721	9	2,3	7	3,6	-1,3
Oliveira Trust DTVM	281.327.985	10	2,2	6	3,6	-1,4
<b>Dez maiores</b>	<b>11.771.236.573</b>		<b>93,6</b>	<b>6.806.818.087</b>	<b>91,9</b>	<b>1,8</b>
<b>Total</b>	<b>12.570.836.393</b>		<b>100,0</b>	<b>7.409.289.001</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos Administradores de FII por Número de Fundos Negociados

TABELA 38

Administrador	1/1/1995 – 31/12/2011			1/1/1995 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária	18	1	30,0	1	21,4	8,6
Citibank DTVM	8	2	13,3	8	4,8	8,6
Credit Suisse Hedging Griffo CV	7	3	11,7	3	11,9	-0,2
Rio Bravo Investimentos DTVM	6	4	10,0	4	7,1	2,9
Votorantim Asset Management DTVM	3	5	5,0	12	2,4	2,6
Oliveira Trust DTVM	3	6	5,0	5	7,1	-2,1
Caixa Econômica Federal	2	7	3,3	6	4,8	-1,4
Coin DTVM	2	8	3,3	7	4,8	-1,4
Banco J. Safra	2	9	3,3	-	-	3,3
Banco Opportunity	1	10	1,7	-	-	1,7
<b>Dez maiores</b>	<b>52</b>		<b>86,7</b>	<b>36</b>	<b>85,7</b>	<b>1,0</b>
<b>Total</b>	<b>60</b>		<b>100,0</b>	<b>42</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os administradores de FII com base no número de fundos no último dia útil do ano de 2011, e no montante agregado de Capitalização de Mercado dos fundos. A capitalização de mercado dos fundos é calculada conforme o critério da **tabela 31**.

Ranking dos Administradores de FII por Patrimônio Líquido

TABELA 39

Administrador	01/01/1995 – 31/12/2011			01/01/1995 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Caixa Econômica Federal	4.371.514.048	1	23,8	10	3,0	20,7
Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária	4.202.454.104	2	22,8	2	15,1	7,7
Votorantim Asset Management DTVM	1.683.919.098	3	9,2	3	10,5	-1,3
Credit Suisse Hedging Griffo CV	1.577.528.480	4	8,6	4	9,8	-1,3
BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	1.235.648.842	5	6,7	6	7,8	-1,1
Rio Bravo Investimentos DTVM	1.122.503.471	6	6,1	5	8,4	-2,3
Citibank DTVM	720.981.660	7	3,9	19	0,7	3,2
Intrag DTVM	691.641.508	8	3,8	11	2,9	0,8
Banco Opportunity	587.885.114	9	3,2	7	4,8	-1,6
Oliveira Trust DTVM	448.336.593	10	2,4	9	3,1	-0,7
<b>Dez maiores</b>	<b>16.642.412.918</b>		<b>90,4</b>	<b>7.520.377.434</b>	<b>84,4</b>	<b>6,0</b>
<b>Total</b>	<b>18.402.440.503</b>		<b>100,0</b>	<b>8.906.087.505</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos Administradores de FII por Número de Fundos

TABELA 40

Administrador	01/01/1995 – 31/12/2011			01/01/1995 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária	31	1	22,1	2	15,5	6,6
Rio Bravo Investimentos DTVM	27	2	19,3	1	24,3	-5,0
Citibank DTVM	12	3	8,6	20	1,0	7,6
Credit Suisse Hedging Griffo CV	8	4	5,7	4	5,8	-0,1
Oliveira Trust DTVM	8	5	5,7	5	5,8	-0,1
Caixa Econômica Federal	6	6	4,3	11	1,9	2,3
Votorantim Asset Management DTVM	6	7	4,3	7	3,9	0,4
BTG Pactual Serviços Financeiros DTVM	5	8	3,6	8	2,9	0,7
BR Capital DTVM S.A.	3	9	2,1	9	2,9	-0,8
GDC Partners DTVM	3	10	2,1	-	-	2,1
<b>Dez maiores</b>	<b>109</b>		<b>77,9</b>	<b>84</b>	<b>81,6</b>	<b>-3,7</b>
<b>Total</b>	<b>140</b>		<b>100,0</b>	<b>103</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os administradores de FII número de fundos e por montante agregado de PL dos fundos no último dia do ano de 2011. 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 2011

TABELA 41

Escritório de Advogados	1/1/2011 – 31/12/2011			1/1/2010 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
PMKA Advogados Associados	6.386.810.868	1	47,0	1	39,9	7,2
Negrão, Ferrari & Bumlai Chodraui Advogados	1.516.384.272	2	11,2	-	-	11,2
Navarro Advogados	849.198.531	3	6,3	4	6,1	0,1
Tauil & Chequer Advogados associado a Mayer Brown LLP	673.235.207	4	5,0	7	4,7	0,2
Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados	662.069.680	5	4,9	2	16,0	-11,2
Souza, Cescon, Barrieu & Flesch Advogados	611.685.876	6	4,5	6	5,3	-0,8
Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados	587.968.027	7	4,3	10	2,1	2,2
Vaz, Barreto, Shingaki & Oioli Advogados	529.753.961	8	3,9	9	2,2	1,7
Pinheiro Guimarães Advogados	424.269.461	9	3,1	3	6,1	-3,0
Felsberg, Pedretti, Manrich e Aidar	267.300.518	10	2,0	5	6,1	-4,1
<b>Dez Maiores</b>	<b>12.508.676.401</b>		<b>92,1</b>	<b>7.762.911.256</b>	<b>90,9</b>	<b>1,2</b>
<b>Total</b>	<b>13.578.944.912</b>		<b>100,0</b>	<b>8.536.837.716</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos Advogados por Número de Operações de CRI em 2011

TABELA 42

Escritório de Advogados	1/1/2011 – 31/12/2011			1/1/2010 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
PMKA Advogados Associados	40	1	35,7	1	37,5	-1,8
Negrão, Ferrari & Bumlai Chodraui Advogados	14	2	12,5	-	-	12,5
Navarro Advogados	8	3	7,1	13	1,1	6,0
Souza, Cescon, Barrieu & Flesch Advogados	6	4	5,4	4	5,7	-0,3
Tauil & Chequer Advogados associado a Mayer Brown LLP	5	5	4,5	14	1,1	3,3
Machado, Meyer, Sendacz e Opice Advogados	5	6	4,5	6	4,5	-0,1
Pinheiro Guimarães Advogados	4	7	3,6	12	1,1	2,4
Cascione, Pulino, Boulos & Santos Advogados	4	8	3,6	18	1,1	2,4
FreitasLeite Advogados	4	9	3,6	5	5,7	-2,1
Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados	4	10	3,6	-	-	3,6
<b>Dez Maiores</b>	<b>94</b>		<b>83,9</b>	<b>77</b>	<b>77,4</b>	<b>6,5</b>
<b>Total</b>	<b>112</b>		<b>100,0</b>	<b>88</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os assessores legais com base no montante e no número de operações de CRI realizadas pelas Securitizadoras Imobiliárias durante o ano de 2011. A assessoria considerada neste *ranking* é aquela prestada pelo participante às Securitizadoras Imobiliárias no processo de estruturação da operação. O *ranking* considera apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, no ano de 2011.

## FII

**Ranking dos Advogados por Montante Emitido de Cotas de FII em 2011**

TABELA 43

Escritório de Advogados	1/1/2011 – 31/12/2011			1/1/2010 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
PMKA Advogados Associados	511.578.400	1	30,0	1	47,0	-16,9
Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados	400.235.000	2	23,5	4	8,9	14,6
Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados	151.426.000	3	8,9	-	-	8,9
Navarro Advogados	107.152.000	4	6,3	5	4,0	2,3
Campos Mello Advogados	101.664.000	5	6,0	-	-	6,0
FreitasLeite Advogados	99.235.000	6	5,8	3	12,0	-6,2
Vaz, Barreto, Shingaki & Oioli Advogados	95.430.400	7	5,6	-	-	5,6
Souza, Cescon, Barriue & Flesch Advogados	86.860.000	8	5,1	2	20,0	-14,9
Almeida Bugelli e Valença Advogados Associados	83.757.122	9	4,9	6	3,9	1,0
Pinheiro Guimarães Advogados	66.085.000	10	3,9	-	-	3,9
<b>Total</b>	<b>1.703.422.922</b>		<b>100,0</b>	<b>2.538.559.206</b>	<b>100,0</b>	

**Ranking dos Advogados por Número de Operações de Cotas de FII em 2011**

TABELA 44

Escritório de Advogados	1/1/2011 – 31/12/2011			1/1/2010 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
PMKA Advogados Associados	6	1	31,6	1	33,3	-1,8
Barbosa, Müssnich & Aragão Advogados	2	2	10,5	-	-	10,5
FreitasLeite Advogados	2	3	10,5	2	14,3	-3,8
Souza, Cescon, Barriue & Flesch Advogados	2	4	10,5	4	9,5	1,0
Almeida Bugelli e Valença Advogados Associados	2	5	10,5	6	9,5	1,0
Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados	1	6	5,3	3	14,3	-9,0
Navarro Advogados	1	7	5,3	5	9,5	-4,3
Campos Mello Advogados	1	8	5,3	-	-	5,3
Vaz, Barreto, Shingaki & Oioli Advogados	1	9	5,3	-	-	5,3
Pinheiro Guimarães Advogados	1	10	5,3	-	-	5,3
<b>Total</b>	<b>19</b>		<b>100,0</b>	<b>21</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os assessores legais de FII com base no montante emitido e no número de operações durante o ano. Quando duas ou mais instituições assessoram conjuntamente um mesmo FII, o crédito é atribuído integralmente a todas as instituições. O *ranking* considera apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, durante o ano de 2011.

## AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO

## CRI

Ranking das Agências de Classificação de Risco por Montante de CRI Classificado em 2011

TABELA 45

Agência de Classificação	1/1/2011 – 31/12/2011			1/1/2010 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Fitch	3.238.584.418	1	76,4	1	60,4	16,0
Moody's	570.000.000	2	13,4	2	16,4	-3,0
SR	350.000.000	3	8,3	5	2,6	5,6
Austin	80.939.222	4	1,9	3	13,2	-11,3
<b>Total</b>	<b>4.239.523.640</b>		<b>100,0</b>	<b>1.350.844.727</b>	<b>100,0</b>	

Ranking das Agências de Classificação de Risco por Número de Títulos de CRI Classificado em 2011

TABELA 46

Agência de Classificação	1/1/2011 – 31/12/2011			1/1/2010 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Nº de títulos	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Fitch	35	1	79,6	2	30,8	48,8
Austin	6	2	13,6	1	56,4	-42,8
Moody's	2	3	4,6	3	5,1	-0,6
SR	1	4	2,3	5	2,6	-0,3
<b>Total</b>	<b>44</b>		<b>100,0</b>	<b>39</b>	<b>100,0</b>	

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

TABELA 47

Agência de Classificação	1/1/1999 – 31/12/2011			1/1/1999 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Montante(R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Fitch	6.849.012.354	1	61,2	1	51,9	9,3
Moody's	1.488.482.662	2	13,3	3	13,2	0,1
Austin	1.008.554.417	3	9,0	2	13,4	-4,3
SR	797.591.325	4	7,1	5	6,4	0,7
S & P	683.549.889	5	6,1	4	9,8	-3,7
LF	363.256.802	6	3,3	6	5,2	-2,0
<b>Total</b>	<b>11.190.447.449</b>		<b>100,0</b>	<b>6.950.923.809</b>	<b>100,0</b>	

**Ranking das Agências de Classificação de Risco por Número de Títulos de CRI Classificado – Consolidado** TABELA 48

Agência de Classificação	1/1/1999 – 31/12/2011			1/1/1999 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Nº de títulos	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Fitch	95	1	45,2	1	36,1	9,1
Austin	55	2	26,2	2	29,5	-3,3
LF	22	3	10,5	3	13,3	-2,8
SR	15	4	7,1	4	8,4	-1,3
Moody's	14	5	6,7	5	7,2	-0,6
S & P	9	6	4,3	6	5,4	-1,1
<b>Total</b>	<b>210</b>		<b>100,0</b>	<b>166</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 2011.

## AGENTES FIDUCIÁRIOS

### CRI

**Ranking dos Agentes Fiduciários por Montante Emitido de CRI em 2011**

TABELA 49

Agente Fiduciário	1/1/2011 – 31/12/2011			1/1/2010 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Pentágono DTVM	7.825.542.822	1	57,6	2	43,8	13,9
Oliveira Trust DTVM	3.771.113.280	2	27,8	1	52,0	-24,2
GDC Partners DTVM	887.891.583	3	6,5	5	0,0	6,5
Planner Corretora	685.965.679	4	5,1	4	0,7	4,4
Pavarini DTVM	409.299.437	5	3,0	3	3,6	-0,6
<b>Total</b>	<b>13.579.812.801</b>		<b>100,0</b>	<b>8.493.992.075</b>	<b>100,0</b>	

**Ranking dos Agentes Fiduciários por Número de Operações de CRI em 2011**

TABELA 50

Agente Fiduciário	1/1/2011 – 31/12/2011			1/1/2010 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Pentágono DTVM	64	1	42,7	2	34,5	8,2
Oliveira Trust DTVM	62	2	41,3	1	60,3	-19,0
Planner Corretora	11	3	7,3	4	0,9	6,5
GDC Partners DTVM	10	4	6,7	5	0,9	5,8
Pavarini DTVM	3	5	2,0	3	3,5	-1,5
<b>Total</b>	<b>150</b>		<b>100,0</b>	<b>116</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os agentes fiduciários com base no montante e no número total de operações realizadas durante o ano de 2011. O *ranking* considera apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, durante aquele ano.

**Ranking dos Agentes Fiduciários por Preço Unitário dos CRI**

TABELA 51

Agente Fiduciário	12/2011		
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)
Oliveira Trust DTVM	14.576.205.759	1	46,4
Pentágono DTVM	13.907.093.799	2	44,3
Pavarini DTVM	1.476.365.548	3	4,7
GDC Partners DTVM	921.934.354	4	2,9
Planner Corretora	512.898.524	5	1,6
<b>Total</b>	<b>31.394.497.984</b>		<b>100,0</b>

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

TABELA 52

Agente Fiduciário	12/2011		
	Número de Operações	Posição	Participação (%)
Oliveira Trust DTVM	272	1	61,4
Pentágono DTVM	127	2	28,7
Pavarini DTVM	22	3	5,0
GDC Partners DTVM	13	4	2,9
Planner Corretora	9	5	2,0
<b>Total</b>	<b>443</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 2011. Os Agentes Fiduciários que não divulgaram informações sobre suas emissões não são considerados para o *ranking*.

## AUDITORES

## Securizadora Imobiliária

Ranking dos Auditores de Securizadoras Imobiliárias por Preço Unitário dos CRI

TABELA 53

Auditor	12/2011		
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)
KPMG Auditores	11.683.542.948	1	37,2
PricewaterhouseCoopers	10.039.638.510	2	32,0
Deloitte Touche Tohmatsu	6.194.579.166	3	19,7
Ernst & Young Terco	3.005.559.125	4	9,6
BKR Lopes, Machado	120.724.823	5	0,4
Fabbri & Cia	116.412.514	6	0,4
Moore Stephens Lima Lucchesi	99.425.650	7	0,3
Tecnoaud	93.330.868	8	0,3
Ramires & Cia Auditores Independentes	41.284.380	9	0,1
<b>Total</b>	<b>31.394.497.984</b>		<b>100,0</b>

Ranking dos Auditores de Securizadoras Imobiliárias por Número de Operações de CRI a Vencer

TABELA 54

Auditor	12/2011		
	Número de Operações	Posição	Participação (%)
KPMG Auditores	178	1	40,2
PricewaterhouseCoopers	145	2	32,7
Deloitte Touche Tohmatsu	77	3	17,4
Ernst & Young Terco	31	4	7,0
BKR Lopes, Machado	4	5	0,9
Fabbri & Cia	3	6	0,7
Moore Stephens Lima Lucchesi	3	7	0,7
Tecnoaud	1	8	0,2
Ramires & Cia Auditores Independentes	1	9	0,2
<b>Total</b>	<b>443</b>		<b>100,0</b>

**Critério:** Ordenam os Auditores com base no montante total e no número de operações de CRI a vencer (PU) no último dia útil de 2011.

## FII

## Ranking dos Auditores de FII por Capitalização de Mercado

TABELA 55

Auditor	1/1/1995 – 31/12/2011			1/1/1995 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Capitalização de Mercado (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
PricewaterhouseCoopers	7.556.629.489	1	60,1	1	69,7	-9,5
Ernst & Young Terco	1.564.901.044	2	12,4	2	13,9	-1,4
Performance	1.406.680.613	3	11,2	-	-	11,2
KPMG Auditores	1.099.085.566	4	8,7	3	13,0	-4,2
Deloitte Touche Tohmatsu	834.188.184	5	6,6	4	3,5	3,2
Boucinhas & Campos Soteconti	109.351.496	6	0,9	-	-	0,9
<b>Total</b>	<b>12.570.836.392</b>		<b>100,0</b>	<b>7.409.288.997</b>	<b>100,0</b>	

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

TABELA 56

Auditor	1/1/1995 – 31/12/2011			1/1/1995 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
PricewaterhouseCoopers	33	1	55,0	1	61,9	-6,9
Ernst & Young Terco	11	2	18,3	3	14,3	4,0
KPMG Auditores	11	3	18,3	2	21,4	-3,1
Performance	2	4	3,3	-	-	3,3
Deloitte Touche Tohmatsu	2	5	3,3	4	2,4	1,0
Boucinhas & Campos Soteconti	1	6	1,7	-	-	1,7
<b>Total</b>	<b>60</b>		<b>100,0</b>	<b>42</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os auditores de FII com base no número de fundos no último dia útil do ano de 2011, e no montante agregado de Capitalização de Mercado dos fundos. A capitalização de mercado dos fundos é calculada conforme o critério da **tabela 31**.

## Ranking dos Auditores de FII por Patrimônio Líquido

TABELA 57

Auditor	1/1/1995 – 31/12/2011			1/1/1995 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
PricewaterhouseCoopers	7.731.375.102	1	45,2	1	65,1	-19,9
Ernst & Young Terco	6.091.236.099	2	35,6	3	9,0	26,6
KPMG Auditores	1.209.413.620	3	7,1	2	12,0	-4,9
Deloitte Touche Tohmatsu	753.398.274	4	4,4	5	3,2	1,2
Performance	644.452.146	5	3,8	4	5,2	-1,5
Moore Stephens Lima Lucchesi	206.111.111	6	1,2	6	2,1	-0,9
HLB Audilink	125.144.397	7	0,7	7	1,6	-0,8
Casual Auditores Independentes SS	118.130.726	8	0,7	9	0,4	0,3
Horwath Bendoraytes Aizenman	80.529.594	9	0,5	12	0,0	0,4
Boucinhas & Campos Soteconti	54.438.845	10	0,3	-	-	0,3
<b>Dez maiores</b>	<b>17.014.229.914</b>		<b>99,4</b>	<b>8.200.394.170</b>	<b>99,9</b>	<b>-0,5</b>
<b>Total</b>	<b>17.117.463.010</b>		<b>100,0</b>	<b>8.211.241.816</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos Auditores de FII por Número de Fundos

TABELA 58

Auditor	1/1/1995 – 31/12/2011			1/1/1995 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
PricewaterhouseCoopers	53	1	41,7	1	42,2	-0,4
Ernst & Young Terco	32	2	25,2	3	17,6	7,5
KPMG Auditores	23	3	18,1	2	25,5	-7,4
Deloitte Touche Tohmatsu	3	4	2,4	4	3,9	-1,6
Performance	2	5	1,6	7	1,0	0,6
Moore Stephens Lima Lucchesi	2	6	1,6	5	2,0	-0,4
Casual Auditores Independentes SS	2	7	1,6	10	1,0	0,6
Horwath Bendoraytes Aizenman	2	8	1,6	6	2,0	-0,4
HLB Audilink	1	9	0,8	8	1,0	-0,2
Boucintas & Campos Soteconti	1	10	0,8	-	-	0,8
<b>Dez maiores</b>	<b>121</b>		<b>95,3</b>	<b>99</b>	<b>97,1</b>	<b>-1,8</b>
<b>Total</b>	<b>127</b>		<b>100,0</b>	<b>102</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os auditores de FII número de fundos e por montante agregado de PL dos fundos no último dia do ano de 2011. 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 2011

TABELA 59

Estruturador	1/1/2011 – 31/12/2011			1/1/2010 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Montante (em R\$)	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária	614.628.500	1	26,2	8	7,6	18,6
Pátria Investimentos	400.235.000	2	17,1	-	-	17,1
RB Capital Realty Investimentos Imobiliários	173.885.000	3	7,4	5	8,2	-0,8
Credit Suisse Hedging Griffo CV	160.487.000	4	6,8	6	7,8	-1,0
BB Banco de Investimento	159.000.000	5	6,8	-	-	6,8
Banco J. Safra	151.426.000	6	6,5	-	-	6,5
Citibank DTVM	142.085.000	7	6,1	-	-	6,1
Rio Bravo Investimentos DTVM	117.524.000	8	5,0	10	2,4	2,6
XP Investimentos CCTVM	115.443.400	9	4,9	-	-	4,9
Banco Brascan	99.840.500	10	4,3	-	-	4,3
<b>Dez Maiores</b>	<b>2.134.554.400</b>		<b>91,1</b>	<b>3.351.689.119</b>	<b>99,7</b>	<b>-8,6</b>
<b>Total</b>	<b>2.343.258.122</b>		<b>100,0</b>	<b>3.360.389.119</b>	<b>100,0</b>	

Ranking dos Estruturadores de FII por Número de Operações em 2011

TABELA 60

Estruturador	1/1/2011 – 31/12/2011			1/1/2010 – 31/12/2010		Mudança na participação (%)
	Número de Operações	Posição	Participação (%)	Posição	Participação (%)	
Brazilian Mortgages Companhia Hipotecária	4	1	16,0	5	12,0	4,0
RB Capital Realty Investimentos Imobiliários	2	2	8,0	3	12,0	-4,0
Credit Suisse Hedging Griffo CV	2	3	8,0	4	12,0	-4,0
Banco J. Safra	2	4	8,0	-	-	8,0
Citibank DTVM	2	5	8,0	-	-	8,0
Rio Bravo Investimentos DTVM	2	6	8,0	8	8,0	0,0
XP Investimentos CCTVM	2	7	8,0	-	-	8,0
TAG Capital Consultoria	2	8	8,0	11	4,0	4,0
Pátria Investimentos	1	9	4,0	-	-	4,0
BB Banco de Investimento	1	10	4,0	-	-	4,0
<b>Dez Maiores</b>	<b>20</b>		<b>80,0</b>	<b>24</b>	<b>96,0</b>	<b>-16,0</b>
<b>Total</b>	<b>25</b>		<b>100,0</b>	<b>25</b>	<b>100,0</b>	

**Critério:** Ordenam os estruturadores de FII com base no montante emitido e no número de operações durante o ano. Quando duas ou mais instituições estruturaram conjuntamente um mesmo FII, o crédito é atribuído integralmente a todas as instituições. O *ranking* considera apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, durante o ano de 2011.

## LÍDERES

### CRI

Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Montante Emitido em 2011

TABELA 61

Líder de Distribuição	1/1/2011 – 31/12/2011		
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)
Banco Itaú BBA	2.303.178.562	1	28,2
Banco Bradesco BBI	1.504.191.038	2	18,4
Banco BTG Pactual	1.503.599.321	3	18,4
RB Capital DTVM	952.880.498	4	11,7
Banco Votorantim	411.804.477	5	5,0
BB Banco de Investimento	272.500.000	6	3,3
Banco Fator	221.583.364	7	2,7
XP Investimentos CCTVM	204.736.809	8	2,5
SOCOPA	167.105.520	9	2,0
Banco Santander (Brasil)	150.000.000	10	1,8
<b>Dez Maiores</b>	<b>7.691.579.589</b>		<b>94,2</b>
<b>Total</b>	<b>8.161.369.188</b>		<b>100,0</b>

**Ranking dos Líderes de Distribuição de CRI por Número de Operações em 2011**

TABELA 62

Líder de Distribuição	1/1/2011 – 31/12/2011		
	Número de Operações	Posição	Participação (%)
RB Capital DTVM	21	1	18,8
Banco Bradesco BBI	17	2	15,2
Banco Itaú BBA	16	3	14,3
Banco BTG Pactual	9	4	8,0
Banco Votorantim	9	5	8,0
SOCOPA	6	6	5,4
Banco Fator	5	7	4,5
XP Investimentos CCTVM	5	8	4,5
Banco PETRA	3	9	2,7
BB Banco de Investimento	2	10	1,8
<b>Dez Maiores</b>	<b>93</b>		<b>83,0</b>
<b>Total</b>	<b>112</b>		<b>100,0</b>

**Critério:** Ordenam os líderes de distribuição de CRI com base no montante emitido e no número de operações durante o ano. O *ranking* considera apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, durante o ano de 2011.

**Observação:** Dos *Rankings* de Líderes de Distribuição de CRI (**tabelas 61 e 62**) foram excluídos os CRI nos quais o investidor é o FGTS.

## FII

**Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Montante Emitido em 2011**

TABELA 63

Líder de Distribuição	1/1/2011 – 31/12/2011		
	Montante (R\$)	Posição	Participação (%)
Banco Ourinvest	909.704.000	1	34,1
XP Investimentos CCTVM	320.443.400	2	12,0
RB Capital DTVM	183.800.000	3	6,9
Rio Bravo Investimentos DTVM	170.624.000	4	6,4
Credit Suisse Hedging Griffo CV	160.487.000	5	6,0
BB Banco de Investimento	159.000.000	6	6,0
Caixa Econômica Federal	153.597.000	7	5,8
Banco J. Safra	151.426.000	8	5,7
Citibank DTVM	128.220.000	9	4,8
SOCOPA	95.430.400	10	3,6
<b>Dez Maiores</b>	<b>2.432.731.800</b>		<b>91,1</b>
<b>Total</b>	<b>2.670.496.651</b>		<b>100,0</b>

**Ranking dos Líderes de Distribuição de Cotas de FII por Número de Operações em 2011**

TABELA 64

Líder de Distribuição	1/1/2011 – 31/12/2011		
	Número de Operações	Posição	Participação (%)
Banco Ourinvest	5	1	15,6
XP Investimentos CCTVM	3	2	9,4
RB Capital DTVM	3	3	9,4
Rio Bravo Investimentos DTVM	3	4	9,4
Citibank DTVM	3	5	9,4
Credit Suisse Hedging Griffo CV	2	6	6,3
Caixa Econômica Federal	2	7	6,3
Banco J. Safra	2	8	6,3
BB Banco de Investimento	1	9	3,1
SOCOPA	1	10	3,1
<b>Dez Maiores</b>	<b>25</b>		<b>78,1</b>
<b>Total</b>	<b>32</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 durante o ano. O ranking considera apenas as operações efetivamente realizadas, através de sua primeira emissão, durante o ano de 2011.

# REGULAMENTAÇÃO E LEGISLAÇÃO

*Por Alexandre Assolini Mota e Luis Peyser  
do Escritório PMKA Advogados*



# *CR*atividade *eF*iciência

LÍDER EM NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS

**PMKA**  
ADVOGADOS

São Paulo Av. das Nações Unidas, 4.777 | 13º andar | 05477 000 | +55 (11) 3133 2500

Campinas Av. José de Souza Campos, 243 | 8º andar - Sala 82 | 13025 320 | +55 (19) 3252 8461

Rio de Janeiro Praça Floriano, 19 | 9º andar | 20031 050 | +55 (21) 2277-1350

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

## O MERCADO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO DE 2011 E TENDÊNCIAS PARA 2012

A evolução do mercado de securitização de créditos imobiliários no Brasil utilizando as principais estruturas jurídicas existentes de fundos e certificados, tecnologia financeira que é parte integrante e relevante do mercado de financiamento imobiliário, atingiu um marco histórico no ano de 2011 alcançando o volume de R\$ 13,61 bilhões, conforme mencionado neste Anuário. Deste montante, o maior volume foi realizado por meio da estrutura de emissão de certificados de recebíveis imobiliários (CRI), com um montante de R\$ 13,58 bilhões, sendo este valor maior do que a soma das emissões de 2010 e 2009.

O marco histórico de volume financeiro mencionado demonstra como o mercado nacional de securitização de recebíveis imobiliários não sofreu impacto equivalente a outros mercados em razão das crises europeia e americana.

Tal característica de crescimento ocorreu em razão não só de determinados fatores econômicos e conjunturais, como por exemplo, (i) o aumento da renda da população e consequente entrada no rol de tomadores de recursos para financiamento habitacional e seu impacto no aumento da demanda por imóveis; (ii) a redução dos juros; (iii) o alongamento dos prazos de financiamento; (iv) a sinalização do final do *funding* decorrente da poupança e respectiva necessidade de busca por fontes alternativas de financiamento; e (v) a entrada do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) como um dos principais investidores em CRI, conforme abaixo detalhada; como em razão de outra externalidade positiva: a intervenção estatal sob algumas formas, das quais uma das mais relevantes será analisada mais profundamente neste texto<sup>1</sup>: a mudança nas normas sobre direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE).

Como mencionado acima, um dos principais fatores conjunturais responsáveis pelo alto crescimento no volume das emissões de 2011, foi a volta do FGTS nas aquisições de CRI. Tal mudança se deve em certa razão por conta de ajustes nas normas que regulam o uso dos recursos do FGTS e que culminaram na exclusão de determinados requisitos para aquisição de CRI (por exemplo: a exclusão do antigo requisito de co-obrigação das companhias securitizadoras de crédito imobiliário nos CRI).

No ano de 2011 o FGTS foi responsável pela aquisição de mais de R\$ 3,00 bilhões em CRI, ou seja, mais de 20,0% das emissões do ano. Referido

<sup>1</sup> Em contraponto à teoria do liberalismo econômico defendida fortemente por Milton Friedman da escola de Chicago, a teoria intervencionista defendida principalmente por Jon Maynard Keynes na primeira metade do século 20, foi reavivada após a crise do mercado financeiro e imobiliário americano que culminou na crise global do ano de 2008, por defender que o governo deve tomar medidas monetárias e fiscais em tempos de crise e recessão.

acontecimento não é apenas relevante sob o ponto de vista de aumento do volume de emissões de CRI, mas principalmente porque referida estrutura de mercado de capitais, tendo como investidor o FGTS, funcionou como um vaso comunicante entre alguns sistemas de financiamento imobiliário, como o próprio sistema com as regras específicas do FGTS, o Sistema Financeiro de Habitação (SFH) e o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), fazendo com que os recursos de um sistema realimentassem outro sistema.

Outro fator interessante do ano de 2011 foi a mudança nos tipos de lastro das operações de CRI, sendo que outra marca foi atingida. Pela primeira vez, a maioria das operações de CRI foi realizada com lastro em crédito imobiliário em detrimento de locações. O mercado existente até então sempre esteve mais focado em operações corporativas, com base em contratos de locação atípica na modalidade de *build to suit*.

Tal mudança se apresenta totalmente em linha com as alterações de mercado existentes e com a revogação da Resolução nº 3347/06 do CMN que tratava das normas sobre direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do SBPE e pela Resolução nº 3932/10 do CMN (Res. 3932). A Res. 3932 dentre outras disposições e alterações, determinou que só seriam considerados CRI possíveis de serem incluídos no chamado "Mapa 4" das instituições financeiras aqueles que tivessem lastro em crédito imobiliário (excluindo expressamente a possibilidade, até então existente, de inclusão de CRI com lastro em locações).

Ademais, a Res. 3932 dispôs que as instituições financeiras que realizarem as operações de cessão de suas carteiras de crédito imobiliário às companhias securitizadoras de créditos imobiliários e que sejam vinculados à emissão de CRI, poderão ser utilizados para os fins do cumprimento das exigibilidades de manutenção de no mínimo 65,0% do montante captado em depósito de poupança em operações de financiamento imobiliário. Nesse sentido, tais créditos serão mantidos em sua totalidade no balanço da instituição financeira no primeiro mês subsequente à cessão e a partir do segundo mês serão deduzidos à base de 1/36 avos por mês.

Tal regra é válida para as cessões de crédito ocorridas até 31 de dezembro de 2013, ou seja, trata-se de uma regra de transição de ordenamentos jurídicos, usualmente utilizadas para evitar impactos abruptos que tais mudanças possam ocasionar. Nesse caso específico, a regra é de extrema importância para evitar choques em balanços que eventualmente possam existir em determinadas instituições financeiras, especialmente no tocante ao desenquadramento repentino com relação às exigências de direcionamento mencionadas acima, e inclusive tem o condão de auxiliar às instituições financeiras a buscarem novos meios de financiamento para

o mercado imobiliário, com vistas a se prepararem para quando do efetivo término dos recursos da poupança.

Tais mudanças surtiram impacto direto no mercado, sendo que até 28 de fevereiro de 2011, data que a nova resolução entrou em vigor, foram realizadas diversas emissões de CRI com lastro em locação, para aquisição por instituições financeiras, e, posteriormente o mercado viu operações novas com reais cessões de créditos imobiliários pelos bancos, das quais podemos destacar a operação da Caixa Econômica Federal, realizada em maio de 2011, cujo lastro foram contratos de financiamento imobiliário residencial, sendo R\$ 1.000,00 o valor de emissão de cada CRI.

Referida emissão inaugurou uma nova etapa no mercado, seja em razão do lastro utilizado, seja em razão do valor de cada CRI. A possibilidade de emissão de CRI com valor unitário de menos de R\$ 300.000,00 foi instituída na regulamentação brasileira por meio da instrução CVM nº. 414/04, mas desde então tinha sido pouco utilizada, em razão das complexidades impostas pela norma.

### TENDÊNCIAS PARA 2012

Uma das tendências de 2012 deve surgir em razão de um aspecto regulatório que teve início no ano de 2011. A Audiência Pública SDM 12/11 da CVM, cujos comentários ainda estão em análise na CVM, deve gerar a edição de uma nova instrução de referida autarquia ainda em 2012. Referida regulamentação busca atingir maior transparência nas informações periódicas relativas às operações de CRI. Em linha com o conceito recorrente de regulação mundial de mercado de capitais no sentido de que *disclosure* é uma das principais ferramentas, a CVM tem adequado suas regulações, especialmente do mercado de fundos, e está buscando propiciar ao investidor maiores informações para sua tomada de decisão.

Ademais, um fator importante de determinada atuação da CVM é o interesse em nivelar a quantidade e qualidade das informações prestadas pelos "instrumentos de securitização" de forma a facilitar a comparação de ativos. Note-se que a comparação buscada é mais abrangente do que a simples comparação entre ativos iguais CRI e CRI, mas entre ativos financeiros diferentes cuja finalidade é a securitização e cujos lastros possam ser equivalentes (CRI e FIDC, por exemplo).

Assim, referida regulação deverá trazer maiores possibilidades de crescimento de um mercado secundário de CRI, em razão de sua melhor comparação e precificação adequada pelos investidores e, conseqüentemente, ocasionar um maior interesse e maior volume de investidores do mercado primário, que podem visualizar uma melhor chance de se desfazer dos CRI antes do seu término.

Sob o aspecto regulatório, ainda, o ano de 2012 começou com a edição da Instrução CVM nº 516, que revogou a antiga Instrução CVM nº 206, tratando sobre a contabilidade dos fundos de investimento imobiliário. Tal norma era demandada pelo mercado em razão da falta de compatibilidade entre a norma contábil antiga e a norma regulatória de fundos de investimento imobiliário, como por exemplo, em discussões sobre a necessidade de reavaliação de ativos do fundo ou não e em quais períodos o administrador do fundo deveria buscar o valor justo do imóvel.

Além de mudanças regulatórias, o ano de 2012 tende a ser um ano de consolidação do mercado de papéis com lastro imobiliário e desenvolvimento de estruturas novas para financiamento de referido mercado, como por exemplo:

- Fundos de investimento imobiliários que busquem investimentos menos tradicionais para manter seu potencial de retorno e crescimento. Nessa linha destacamos o grande potencial da criação de fundos de investimento imobiliário que tenham como objetivo principal a aquisição de CRI. A estrutura deve ser um dos principais modelos novos de operações, já que é uma forma de o mercado de capitais ter um volume maior para participar do auxílio do *funding* do mercado imobiliário (os FII tem geralmente mais investidores do que os CRI) e, por outro lado, proporcionar acesso ao mercado de CRI a um público mais vasto.

- A potencial aprovação pela CVM, por uma decisão de seu colegiado, sobre a primeira operação pública, nos termos da instrução CVM nº 400/03, de CRI lastreado em outros CRI.

Tal decisão terá o condão de direcionar o mercado, já que se favorável à emissão fará com que novas possibilidades de financiamento e re-financiamento se abram no mercado, aumentando portanto o tamanho de *funding* disponível para o financiamento imobiliário ou, por outro lado, se desfavorável, deverá restringir o potencial de financiamento do mercado e consequentemente poderá limitar o desenvolvimento do país, pelos menos no que tange ao desenvolvimento de infraestrutura, mercado imobiliário e correlatos.

- A última grande discussão do ano de 2011 e que deverá gerar resultados concretos no ano de 2012 é a criação do título conhecido como *Covered Bond*.

A criação de tal título tem sido discutida em diversos foros, incluindo associações de bancos, de crédito e poupança e reguladores, mas demandará uma alteração relevante legislativa no país. Diversas questões deverão ser resolvidas para que se implemente um papel deste tipo sem trazer riscos para investidores e, sobretudo, aumentar o risco dos demais *stakeholders* da instituição financeira emissora. Para dizer o mínimo, não nos parece fazer

sentido o detentor de um *Covered Bond*, geralmente um investidor super qualificado e conhecedor dos riscos assumidos, ter senioridade em relação a todos os demais credores da instituição financeira, incluindo os depositantes da caderneta de poupança, os credores trabalhistas e o próprio fisco.

Ademais, item importante a se definir, já que em outros países existem dois modelos de estrutura, é o referente à obrigatoriedade ou não da co-obrigação da instituição financeira no *Covered Bond*. Tal decisão terá impactos no item mencionado no parágrafo anterior, mas também nas questões atinentes à necessidade de registro de oferta pública ou não pela CVM (o que pode impactar sensivelmente o desenvolvimento do mercado e do papel em si).

Não bastasse a necessidade de resolução de tais questões, ainda perduram diversas outras, das quais destacamos algumas: (i) o que acontecerá com o FGC? (deverá ele manter a obrigação de indenizar os depositantes mesmo em caso de existência de grande monta no patrimônio separado destinado aos detentores do *Covered Bond*); (ii) como será tratado o caso de senioridades em pagamentos no caso de liquidação da instituição financeira?; (iii) quais serão os critérios e condutas de gestão de risco para mitigar problemas com as trocas dos ativos integrantes do pool destinado ao *Covered Bond*?; (iv) não seria prudente manter *gate keepers* na operação ao invés de apenas confiar no critério de *disclosure* de informações?; (v) qual deve ser o objetivo do papel, a celeridade na captação e possibilidade de emissões de grandes volumes ou a maior segurança jurídica de cada colocação?; e (v) deveríamos ter diferentes *Covered Bonds* a depender do ativo lastro, para ao mínimo não misturar riscos, por exemplo residenciais com comerciais?

Talvez o caminho para o aumento do *funding* do mercado imobiliário não esteja na decisão sobre o título que será usado para a captação do investimento LH, CCI, LCI, CRI, FIDC, FII ou mesmo o *Covered Bond* (ou deveríamos buscar uma sigla também para ele CB, por exemplo), mas sim (i) na resolução do problema econômico do final da captação de recursos para financiamento imobiliário por taxas baseadas no rendimento da poupança e taxa de financiamento real; e (ii) na busca por expandir o mercado investidor inclusive para estrangeiros, alinhando as regras locais com regras geralmente aceitas pelos investidores estrangeiros e conseqüentemente trazendo conforto para tais mercados investidores.



Empresa de Conhecimento Financeiro

Criada em 2003, a Uqbar é a empresa de referência para os mercados nacional e internacional quando o assunto é finanças estruturadas no Brasil. Atuando de forma independente, oferece aos diversos participantes destes mercados uma série de produtos e serviços altamente especializados nas áreas de informação e educação.

Serviços da área de informação incluem artigos e relatórios produzidos pela sua equipe de especialistas, e sistemas que combinam dados, inteligência de mercado e ferramentas analíticas exclusivas.

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

Av. Ataulfo de Paiva, 1079/401 | Leblon | Rio de Janeiro | RJ 22441-034

(55) 21 2529 2925 / 2512 7947 | [www.uqbar.com.br](http://www.uqbar.com.br)

Siga-nos

